



Uniwersytet w Białymstoku
Wydział Prawa
kierunek: nauki prawne

mgr Paweł Czaplicki
Nr albumu: 54022

ROZPRAWA DOKTORSKA

Wpływ regulacji prawnych na rozwój rynku obligacji w Polsce

napisana
w Katedrze Prawa Cywilnego i Handlowego
Zakładzie Prawa Handlowego
pod kierunkiem
prof. dr hab. Agnieszki Malarewicz-Jakubów

Białystok 2020

Spis treści

Wprowadzenie	6
Rozdział I. Regulacje prawne dotyczące rynku obligacji w Polsce w ustawie z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach.....	13
1. Uwagi wprowadzające.	13
2. Emisja obligacji.....	17
3. Zabezpieczenie obligacji i odpowiedzialność majątkowa emitenta.....	24
4. Rodzaje obligacji i ich specyfika	28
5. Zbywanie i nabywanie obligacji	43
6. Wykup obligacji	48
7. Instytucja banku-reprezentanta.....	50
8. Przepisy karne dotyczące obligacji	59
9. Przepisy przejściowe i końcowe.	63
10. Wnioski.	63
Rozdział II. Regulacje prawne dotyczące rynku obligacji w Polsce w ustawie z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach.....	67
1. Uwagi wprowadzające.	67
2. Emisja obligacji.....	68
2.1. Zagadnienia materialnoprawne.	68
2.2. Zagadnienia proceduralne.	77
3. Zabezpieczenie obligacji i odpowiedzialność majątkowa emitenta.....	95
4. Rodzaje obligacji i ich specyfika	103
5. Zgromadzenie obligatariuszy	136
6. Zbywanie i nabywanie obligacji.	159
7. Wykup, umorzenie i odtworzenie obligacji.	163
8. Instytucja banku-reprezentanta.....	167
9. Przepisy karne dotyczące obligacji.	185
10. Przepisy przejściowe i końcowe.	197
11. Wnioski.	198

Rozdział III. Regulacje prawne dotyczące rynku obligacji w Polsce w ustawach szczególnych.	203
1. Uwagi wprowadzające.	203
2. Regulacje prawne dotyczące emisji obligacji skarbowych w ustawie z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych.	203
3. Regulacje prawne dotyczące rynku obligacji w Polsce w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.	211
4. Regulacje prawne dotyczące rynku obligacji w Polsce w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.	213
5. Regulacje unijne dotyczące rynku obligacji w Polsce.	221
6. Wnioski.	226
Rozdział IV. Struktura rynku obligacji w Polsce.	230
1. Uwagi wprowadzające.	230
2. Wpływ platformy Catalyst na rozwój rynku obligacji w Polsce.	230
3. Segmenty rynku obligacji w Polsce.	233
3.1. Obligacje skarbowe.	233
3.2. Obligacje korporacyjne.	238
3.3. Obligacje komunalne.	246
3.4. Obligacje spółdzielcze.	252
4. Wnioski.	253
Rozdział V. Wpływ regulacji prawnych na zaangażowanie uczestników rynku finansowego w rynek obligacji w Polsce.	256
1. Uwagi wprowadzające.	256
2. Instrumenty prawne brane pod uwagę przez emitentów i inwestorów.	256
3. Wykorzystanie instrumentów prawnych branych pod uwagę przez emitentów i inwestorów w praktyce.	258
4. Wnioski.	267
Wnioski końcowe i postulaty.	268
Bibliografia	274

Spis tabel 291

Wprowadzenie

Uzasadnienie wyboru tematu

Tematem przygotowywanej przeze mnie rozprawy doktorskiej jest „Wpływ regulacji prawnych na rozwój rynku obligacji w Polsce”. Do podjęcia się naukowej analizy wskazanego tematu skłoniły mnie niezwykle ciekawe instrumenty prawne zastosowane w regulacjach dotyczących funkcjonowania obligacji na polskim rynku finansowym. Budzą one niejednokrotnie wiele kontrowersji i sporów w doktrynie prawa. Przewidziane w przepisach unormowania, w zestawieniu z przemyśleniami dotyczącymi sytuacji ekonomicznej na polskim rynku finansowym naturalnie rodzą pytanie o wzajemne relacje czynników prawnych i ekonomicznych wpływających na rozwój poszczególnych sektorów usług finansowych, w tym rynków papierów wartościowych w Polsce.

W związku z rekordowo niskimi stopami procentowymi Narodowego Banku Polskiego¹ (stan utrzymujący się od marca 2015 r.), które przekładają się na rekordowo niskie oprocentowanie depozytów bankowych oraz występującą inflacją² (stan utrzymujący się od grudnia 2016 r.) przechowywanie na nich środków pieniężnych prowadzi w większości przypadków do spadku realnej wartości zgromadzonego kapitału.

Naturalną alternatywą dla depozytów bankowych wśród dostępnych na rynku usług finansowych są obligacje, które z jednej strony cechują się względnym poziomem bezpieczeństwa inwestycji, z drugiej zaś wyższym od depozytów bankowych oprocentowaniem. Patrząc natomiast z perspektywy emitentów obligacji stanowią one alternatywne do kredytów bankowych źródło finansowania planowanych przedsięwzięć. Decydując się na emisję obligacji to emitent ustala warunki emisji i dostosowuje je przy uwzględnieniu czynników rynkowych do własnych potrzeb.

W świetle przedstawionych powyżej licznych zalet obligacji rodzi się zasadnicze pytanie dotyczące tego, dlaczego kapitał z jednej strony gromadzony na niżej oprocentowanych depozytach bankowych, z drugiej zaś strony pozyskiwany w ramach wyżej oprocentowanych pożyczek i kredytów bankowych nie staje się przedmiotem obrotu na rynku obligacji w Polsce, podczas gdy wszystkie czynniki ekonomiczne powinny skłaniać zarówno inwestorów, jak i przedsiębiorców do wejścia na ten rynek.

¹ <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy.htm>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

² <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/wskazniki-cen/wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-pot-inflacja-miesieczne-wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-od-1982-roku/>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

Naturalnym kierunkiem rozważań nad odpowiedzią na to pytanie jest poszukiwanie innych sfer, niż czynniki natury ekonomicznej, które mogą stanowić przyczynę przedstawionego stanu rzeczy. Bez wątpienia, poza pierwszoplanowym czynnikiem wpływającym na rynki finansowe, tj. ogólną sytuacją ekonomiczną w danym państwie czy też na danym obszarze, pod uwagę należy wziąć prawo, które występuje w roli swego rodzaju regulatora gospodarki. Jeżeli więc czynniki ekonomiczne skłaniają do emisji obligacji i inwestowania na tym rynku, to można postawić hipotezę, zgodnie z którą to przepisy prawa stanowią barierę dla rozwoju rynku obligacji w Polsce.

Niestety odpowiedź na postawione powyżej pytanie badawcze nie została dotychczas udzielona w doktrynie prawa. W piśmiennictwie możemy odnaleźć liczne opracowania dotyczące obligacji. W bazie „Polska Bibliografia Prawnicza” tworzonej przez Instytut Nauk Prawnych Polskiej Akademii Nauk pod hasłem „obligacje” znajduje się aktualnie ponad 320 opracowań³. Z ujęć systemowych należy wyróżnić System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom IV, które jako jedyne w sposób kompleksowy omawia problematykę obligacji z uwzględnieniem ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach⁴. Drugie z opracowań systemowych, tj. System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 19 zostało wydane w 2006 r. i nie obejmuje najnowszych regulacji prawnych w zakresie omawianej problematyki. W literaturze przedmiotu pojawiły się również liczne opracowania w formie komentarzy, artykułów, fragmentów podręczników, czy też monografii. Prezentują one jednakże wybrane zagadnienia z zakresu obligacji w ujęciu jednostkowym. Większość z nich stanowi bieżący komentarz dotyczący wybranych prawnych aspektów funkcjonowania rynku obligacji w Polsce. Brakuje natomiast kompleksowego opracowania prezentującego rozwiązanie problemu naukowego dotyczącego relacji między uwarunkowaniami prawnymi funkcjonowania rynku obligacji w Polsce, a dynamiką jego rozwoju, ze szczególnym uwzględnieniem wpływu omawianych regulacji prawnych na rozwój rodzimego rynku obligacji. Przygotowana przeze mnie rozprawa doktorska stanowi zatem oryginalne rozwiązanie problemu naukowego, które ma na celu poszerzenie stanu wiedzy w omawianym w niej zakresie, a tym samym uzupełnienie luki, z którą mamy do czynienia w chwili obecnej.

³ <http://www.bibliografia-prawnicza.pl/index.php>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁴ Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1208.

Obszar badawczy i zastosowane metody badawcze

W rozdziałach od I do III badaniom zostały poddane regulacje prawne kształtujące rynek obligacji na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w latach 1995-2019. W okresie wcześniejszym obowiązywała bowiem ustawa z dnia 27 września 1988 r. o obligacjach⁵ przystosowana do warunków gospodarki centralnie sterowanej. Tym samym, o wolnorynkowym sektorze obligacji w Polsce możemy mówić dopiero od momentu uchwalenia w 1995 r. nowej ustawy o obligacjach⁶, która została zastąpiona przez aktualnie obowiązującą ustawę z dnia 15 stycznia 2015 r.⁷

Analiza uwarunkowań prawnych obrotu obligacjami w Polsce pod rządami ustawy z 1995 r. jest o tyle istotna, że dostarcza bogatego, bo obejmującego aż 20 lat materiału porównawczego do analizy obecnie obowiązujących regulacji prawnych oraz ich wpływu na kształtowanie rodzimego rynku obligacji. Pozwala odpowiedzieć na pytanie czy wprowadzenie nowej ustawy w 2015 r. było rzeczywiście konieczne i celowe. Daje również możliwość zbadania czy wprowadzone ustawą z 2015 r. nowe rozwiązania spełniły rolę założoną przez ustawodawcę. Zbadanie stanu prawnego obowiązującego przez wejściem w życie nowej ustawy z 2015 r. jest również w pełni uzasadnione z uwagi na sposób sformułowania przedmiotu badań. Skoro główny nacisk został położony na wpływ regulacji prawnych na rynek obligacji, to porównanie dwóch stanów prawnych (w odniesieniu do ustawy o obligacjach z 1995 r. oraz ustawy z 2015 r.) daje rzeczywistą możliwość wyodrębnienia instrumentów prawnych, które miały wpływ na kształtowanie się rynku obligacji w Polsce.

Podkreślenia wymaga również fakt, że kolejne ustawy o obligacjach nie są jedynymi aktami prawnymi regulującymi zagadnienia prawne związane z rynkiem obligacji w Polsce. Odmiennym unormowaniom prawnym zostały poddane obligacje emitowane przez Skarb Państwa. Ponadto, należy zwrócić uwagę, że obligacje wprowadzane na rynek w ramach oferty publicznej w zakresie ich emisji również podlegają odmiennym regulacjom prawnym.

W związku z powyższym, analizie zostały poddane najistotniejsze z punktu widzenia funkcjonowania rynku obligacji w Polsce akty prawne, tj. ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (rozdział I), ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (rozdział II) oraz ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych⁸, ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o

⁵ Ustawa z dnia 27 września 1988 r. o obligacjach, Dz. U. 1988 nr 34 poz. 254 ze zm.

⁶ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, tekst jedn. Dz. U. 2014 poz. 730.

⁷ Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1208.

⁸ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 869 ze zm.

ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁹, ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi¹⁰ oraz wybrane regulacje szczebla unijnego (rozdział III) wraz z aktami wykonawczymi do nich w zakresie, w jakim regulują stanowiące przedmiot badań zagadnienie. Analizie została poddana także dostępna literatura prawnicza oraz orzecznictwo dotyczące przywołanej problematyki. Szczególny nacisk został położony z jednej strony na obowiązki nakładane przez przepisy prawa na emitentów obligacji, z drugiej zaś strony na instrumenty prawne mające na celu zagwarantowanie obligatariuszom odpowiedniego poziomu bezpieczeństwa inwestowanych przez nich środków. Do analizy zastosowano metodę dogmatyczno-prawną.

W rozdziale IV rozważaniom zostały poddane wpływ platformy Catalyst na rozwój rynku obligacji w Polsce oraz zasady wprowadzania i obrotu obligacjami na tym rynku. W rozdziale tym badaniu poddano także strukturę rynku obligacji w Polsce. Przedmiotem badań było to, z jakich segmentów składał się rynek obligacji w Polsce w badanym okresie oraz to, w jaki sposób rozwijały się poszczególne segmenty rynku. Pozwoliło to ustalić, w jaki sposób kształtowała się struktura rynku obligacji w Polsce w latach 1995-2019. Ponadto. Wnioski wysnute z powyższej analizy umożliwiają powiązanie odmiennych regulacji dotyczących poszczególnych sektorów rynku obligacji z dynamiką ich rozwoju. W tej części badań zastosowano metodę analizy danych zastanych, tj. przeanalizowano dane statystyczne dotyczące problematyki poruszanej w rozprawie doktorskiej. W rozdziale IV wykorzystano także metodę *case study*.

W rozdziale V w pierwszej kolejności zostały wyszczególnione i omówione instrumenty prawne (ustanawianie dodatkowych zabezpieczeń emisji obligacji, zgromadzenia obligatariuszy oraz banku reprezentanta) brane pod uwagę przez emitentów i obligatariuszy przy podejmowaniu aktywności na rynku obligacji. Do badań wykorzystano metodę analizy danych zastanych w postaci wybranych dokumentów emisyjnych. Druga część rozdziału została poświęcona analizie wykorzystania w praktyce wskazanych powyżej instrumentów prawnych, które w założeniu ustawodawcy miały chronić interesy obligatariuszy i zwiększać ich bezpieczeństwo na rynku obligacji. W tym celu przeprowadzono na podstawie wybranych dokumentów emisyjnych badania statystyczne.

⁹ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 623 ze zm.

¹⁰ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 89 ze zm.

Problem badawczy oraz teza

Głównym problemem badawczym, którego próba rozwiązania została podjęta w dysertacji jest udzielenie odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób regulacje prawne obowiązujące w latach 1995-2019 wpływały na rynek obligacji w Polsce. Pod pojęciem sposobu wpływu regulacji prawnych na rynek obligacji w Polsce należy rozumieć po pierwsze to, czy określone przepisy w ogóle wpływały na ten rynek, czy też nie oraz jaki był kierunek tego wpływu, tj. czy stymulowały rozwój rynku obligacji, czy też ich obowiązywanie stanowiło barierę dla rozwoju tego rynku. Udzielenie odpowiedzi na postawione powyżej pytanie stało się możliwe po przeprowadzeniu analizy wskazanych poniżej zagadnień szczegółowych.

W pierwszej kolejności rozważaniom poddano kwestię tego, jakie zasady obrotu obligacjami wynikały z przepisów prawa obowiązujących w Polsce w okresie od 1995 r. do chwili obecnej. Rozważania te obejmowały próbę udzielenia odpowiedzi na pytanie, jakie instrumenty prawne przewidziane w regulacjach miały istotne znaczenie dla emisji oraz funkcjonowania obligacji w obrocie, aż do momentu wykupu ich przez emitenta. Udzielono także odpowiedzi na pytanie, jakie nowe rozwiązania prawne wprowadził w tym okresie ustawodawca i czy spełniły one zakładaną przez niego rolę. Szczególny nacisk został położony na to, jakie obowiązki zostały nałożone przez ustawodawcę na emitentów oraz jakie instrumenty ochrony prawnej zagwarantowano obligatariuszom. W tym celu w rozdziałach od I do III przeanalizowane zostały wskazane powyżej akty prawne.

W rozdziale IV podjęto natomiast próbę udzielenia odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób na rozwój rynku obligacji w Polsce wpłynęło utworzenie w 2009 r. rynku Catalyst, tj. platformy służącej emisji i obrotowi obligacjami na rynkach regulowanych i w ramach alternatywnych systemów obrotu. W rozdziale tym badaniom zostało poddane także to, w jaki sposób kształtowała się struktura rynku obligacji w Polsce w ostatnich latach. W odniesieniu do obligacji skarbowych detalicznych przyjęto okres analizy obejmujący lata 2007 – 2020. Za taki bowiem okres dostępne są dane publikowane przez Ministerstwo Finansów. Natomiast w odniesieniu do pozostałych sektorów, tj. obligacji skarbowych hurtowych, obligacji korporacyjnych, obligacji komunalnych oraz obligacji spółdzielczych przyjęto do badań okres uwzględniający lata 2009 – 2019, tj. okres od momentu powstania platformy Catalyst do końca ubiegłego roku kalendarzowego. W ramach przeprowadzonej analizy udzielono odpowiedzi na pytania o to, z jakich segmentów składał się ten rynek oraz jak rozwijały się poszczególne segmenty w ramach całego rynku. Przedstawienie rozwoju rynku obligacji w

Polsce z ekonomicznego punktu widzenia, tj. w liczbach, pozwoliło na wyodrębnienie tendencji rozwoju poszczególnych sektorów rynku obligacji w Polsce, a następnie powiązanie ich z odmiennymi regulacjami prawnymi dotyczącymi poszczególnych segmentów rynku obligacji.

Ostatnim zagadnieniem szczegółowym, przeanalizowanym w rozdziale V było udzielenie odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób instrumenty prawne przewidziane w przepisach prawa były wykorzystywane w praktyce, a w konsekwencji, w jaki sposób wpływały na decyzje podejmowane przez emitentów i obligatariuszy w zakresie emisji oraz inwestowania w obligacje.

Przeprowadzona wstępna analiza regulacji prawnych i czynników ekonomicznych pozwoliła na sformułowanie następujących hipotez szczegółowych:

1. Regulacje prawne, dotyczące trybów emisji obligacji są skomplikowane i nakładają na emitentów liczne obowiązki, w szczególności w sferze informacyjnej. Przeprowadzenie emisji obligacji jest zaś pracołłonne i czasochłonne oraz generuje znaczne koszty, co negatywnie wpływa na zainteresowanie emitentów pozyskiwaniem kapitału na rynku obligacji. Z drugiej zaś strony, zakres informacji dostarczanych obligatariuszom przez emitentów pozwala im na zapoznanie się z sytuacją prawną i ekonomiczną emitenta, co umożliwia podjęcie świadomej decyzji inwestycyjnej.
2. Regulacje prawne, przewidujące fakultatywność ustanawiania dodatkowego zabezpieczenia wykupu obligacji pozytywnie wpływają na zainteresowanie emitentów pozyskiwaniem kapitału na rynku obligacji, zaś negatywnie wpływają na zainteresowanie obligatariuszy inwestowaniem na rynku obligacji. Z punktu widzenia obligatariuszy nie gwarantują należytej ochrony.
3. Regulacje prawne, przewidujące fakultatywność ustanawiania zgromadzenia obligatariuszy oraz banku-reprezentanta pozytywnie wpływają na zainteresowanie emitentów pozyskiwaniem kapitału na rynku obligacji, zaś negatywnie wpływają na zainteresowanie obligatariuszy inwestowaniem na rynku obligacji. Z punktu widzenia obligatariuszy nie gwarantują należytej ochrony.
4. Regulacje prawne, przewidujące fakultatywność ustanawiania banku-reprezentanta pozytywnie wpływają na zainteresowanie emitentów pozyskiwaniem kapitału na rynku obligacji, zaś negatywnie wpływają na zainteresowanie obligatariuszy inwestowaniem na rynku obligacji. Z punktu widzenia obligatariuszy nie gwarantują należytej ochrony.

5. Kluczowym czynnikiem, który pozytywnie wpływałby na decyzje podejmowane przez emitentów w zakresie emisji obligacji byłoby znaczne uproszczenie procedur emisyjnych, co wpłynęłoby również na zmniejszenie kosztów przeprowadzenia emisji.
6. Kluczowym czynnikiem, który pozytywnie wpływałby na decyzje podejmowane przez obligatariuszy w zakresie nabycia obligacji byłoby wprowadzenie obligatoryjnych instrumentów prawnych zwiększających poziom ich zabezpieczenia na wypadek niewypłacalności emitenta.

Wskazane powyżej hipotezy szczegółowe, dotyczące analizy regulacji prawnych odnoszących się do rynku obligacji w Polsce, w zestawieniu z ekonomicznymi aspektami jego funkcjonowania, skłoniły autora do postawienia hipotezy głównej, zgodnie z którą obowiązujące przepisy prawa kształtujące zasady obrotu obligacjami w Polsce stanowiły barierę dla rozwoju rodzimego rynku obligacji w ostatnich 25 latach.

Rozdział I. Regulacje prawne dotyczące rynku obligacji w Polsce w ustawie z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach.

1. Uwagi wprowadzające.

Analiza zagadnienia, stanowiącego przedmiot rozprawy doktorskiej, wymaga w pierwszej kolejności poczynienia stosownych uwag w odniesieniu do terminologii stosowanej w rozprawie. Ze względu na niezmiennosc rozumienia podstawowego pojęcia związanego z tematyką rozprawy, jakim jest definicja obligacji, będą one odnosiły się do stanu prawnego od ustawy o obligacjach z 1988 r., aż do chwili obecnej. Poczynienie stosownego wprowadzenia terminologicznego jest tym bardziej uzasadnione, że jak słusznie wskazuje się w doktrynie zarówno w ustawie z 1995 r., jak i ustawie z 2015 r. o obligacjach ustawodawca nie przewidział słowniczka zawierającego definicji legalnych użytych w niej terminów. Tym samym utrudniony został odbiór treści zawartych w ustawach¹¹. W niniejszym fragmencie rozprawy zostaną przedstawione uwagi dotyczące kluczowego dla niej pojęcia obligacji. Pozostałe problemy definicyjne znajdą odzwierciedlenie w kolejnych podrozdziałach, z uwagi na większe zróżnicowanie stosowanej w poszczególnych ustawach terminologii.

Każda z trzech przywołanych we wprowadzeniu ustaw o obligacjach zawierała własną definicję obligacji. Rozważania na gruncie definicyjnym obejmują bowiem także ustawę o obligacjach z 1988 r. Powyższy zabieg ma na celu wykazanie procesu ewolucji tego pojęcia w polskim ustawodawstwie. Zgodnie z art. 3 ustawy z dnia 27 września 1988 r. o obligacjach obligacja jest papierem wartościowym, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem wobec właściciela obligacji (wierzyciela) i zapłaci kwotę pieniężną oraz ustalone oprocentowanie w sposób i w terminach określonych w obligacji. Natomiast w art. 4 ust. 1 ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach ustawodawca wskazał, że obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Art. 4 ust. 2 precyzował dodatkowo, że świadczenie wynikające z obligacji może mieć charakter pieniężny lub niepieniężny. Bardzo zbliżona definicja obligacji pojawiła się w ustawie z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach. Ustawodawca zawarł tę definicję również w art. 4 ust. 1 ustawy. Zgodnie z jego treścią obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem

¹¹ J. Róg, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 12.

właściciela obligacji, zwanego dalej „obligatariuszem”, i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia.

Analizując charakter prawny obligacji należy podkreślić, że zalicza się ją do kategorii papierów wartościowych nieudziałowych. Słusznie wskazuje się w piśmiennictwie, że wynika to z faktu, iż obligacja nie przyznaje prawa do majątku emitenta oraz nie daje możliwości wpływania na prowadzenie przedsiębiorstwa emitenta¹². Obligację należy zatem sklasyfikować jako dłużny papier wartościowy. Zgodnie z poglądami prezentowanymi w doktrynie wynika to z faktu, że jest ona zawsze oparta na zobowiązaniu emitenta do wykonania określonego świadczenia majątkowego na rzecz każdorazowego właściciela obligacji¹³.

Wskazane powyżej definicje obligacji mają wiele cech wspólnych. Najistotniejszym elementem powielonym we wszystkich trzech definicjach jest to, że obligacja jest papierem wartościowym. Z jednej strony określa to charakter prawny obligacji, z drugiej zaś wskazuje na niezmienny na przestrzeni lat fundament jej prawnej kwalifikacji. Drugim elementem wspólnym wszystkich definicji jest to, że tożsama nazwa została zastosowana w odniesieniu do dłużnika stosunku zobowiązaniowego wynikającego z obligacji, którym jest emitent obligacji. Nie sposób nie zauważyć, że w odniesieniu do sfery czysto merytorycznej definicja w ustawie 2015 r. jest wzorowana na przepisie zawartym w ustawie z 1995 r.¹⁴. Zmienił się jedynie sposób redakcyjnego ujęcia definicji.

Definicja obligacji zmieniała się jednakże na przestrzeni lat. W pierwszej kolejności należy wskazać, że dopiero ustawa z 1995 r. narzuciła na emitenta obowiązek emitowania obligacji w serii. Rozwiązanie to zostało powielone także w ustawie z 2015 r. Brakowało go natomiast w ustawie z 1988 r. Kolejne ustawy o obligacjach przyjęły również odmienne nazewnictwo w odniesieniu do podmiotu uprawnionego w ramach stosunku wynikającego z obligacji. Co prawda wszystkie trzy ustawy określają go mianem właściciela obligacji, jednakże dopiero ustawy z 1995 r. oraz 2015 r. określiły go mianem obligatariusza. Ustawa z 1988 r. ograniczyła się wyłącznie do wskazania, iż jest on wierzycielem emitenta. Odmienne zostało uregulowane także rodzaj świadczenia, do którego zobowiązał się emitent. W ustawie z 1988 r. wyraźnie wskazano, że musi mieć ono charakter świadczenia pieniężnego. W ustawie z 1995 r. doprecyzowano natomiast, że świadczenie może mieć charakter zarówno pieniężny, jak i niepieniężny. Obecnie obowiązująca ustawa z 2015 r. nie zawiera już tak

¹² L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 37.

¹³ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 48.

¹⁴ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 19.

kategorycznego stwierdzenia w samej definicji. Jednakże mając na uwadze treść art. 6 ust. 2 pkt. 2, który stanowi, że w przypadku gdy przewidziane jest świadczenie niepieniężne warunki emisji muszą zawierać dodatkowo zasady przeliczania wartości świadczenia niepieniężnego na świadczenie pieniężne należy stwierdzić, że również w aktualnym stanie prawnym świadczenie wynikające ze stosunku obligacji może mieć charakter niepieniężny. Podkreślenia wymaga jednakże fakt, że obligatariuszowi musi zostać w sposób klarowny przedstawiony mechanizm przeliczania wartości świadczenia niepieniężnego na kwotę wyrażoną w pieniądzu. Dostrzeżenia wymaga także to, że w literaturze dopuszcza się emitowanie obligacji dających prawa zarówno do świadczenia niepieniężnego (np. obligacji zamiennych), jak i do odsetek. Świadczenie wynikające z obligacji przybiera wtedy formę mieszaną (pieniężno-niepieniężną). Pamiętać należy o tym, że również w tym przypadku wielkość odsetek określana jest w odniesieniu do wartości nominalnej takich obligacji¹⁵. Kolejną cechą charakterystyczną definicji z 1988 r. jest to, że jednoznacznie wskazywała ona, iż emitent musi zapewnić swojemu wierzycielowi oprocentowanie. Tym samym, ustawa o obligacjach z 1988 r. wyłączała możliwość emitowania obligacji zerokuponowych. Ustawy z 1995 r. oraz 2015 r. nie ograniczają w tym zakresie emitentów, którzy jak najbardziej mogą emitować tego rodzaju obligacje.

Nie można zapominać również o tym, że na podstawie art. 3 ustawy o obligacjach z dnia 15 stycznia 2015 r. spod reżimu zawartych w niej przepisów zostały wyłączone obligacje emitowane przez Skarb Państwa oraz Narodowy Bank Polski. Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych nie zawiera wprost wyartykułowanej definicji obligacji. Jednakże w art. 95 ust. 1 ustawodawca zdefiniował skarbowe papiery wartościowe, do których zalicza się obligacje skarbowe. W związku z powyższym, definicję tę należy odnosić również do nich. Zgodnie z treścią przywołanego artykułu skarbowy papier wartościowy jest papierem wartościowym, w którym Skarb Państwa stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela takiego papieru, i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia, które może mieć charakter pieniężny lub niepieniężny. Wskazana definicja powiela elementy istotne dla konstrukcji obligacji uwzględnione w definicjach pochodzących z kolejnych ustaw o obligacjach. Zaliczyć do nich należy charakter obligacji, jako papieru wartościowego, strony stosunku zobowiązaniowego (dłużnik – Skarb Państwa oraz właściciel papieru wartościowego – wierzyciel) oraz świadczenie (o charakterze pieniężnym bądź niepieniężnym). Warto zauważyć także, iż uprzednio obowiązująca ustawa o finansach

¹⁵ L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 39.

publicznych¹⁶ także zawierała definicję obligacji skarbowej. Została ona jednakże rozbita na kilka jednostek redakcyjnych. Jeśli chodzi o treść wskazywała ona, że obligacja skarbowa to papier wartościowy oferowany do sprzedaży w kraju lub zagranicą, oprocentowany w postaci dyskonta lub odsetek (art. 58 ustawy), w której Skarb Państwa stwierdza, iż jest dłużnikiem właściciela takiej obligacji i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia (art. 53 ust. 1 ustawy). Uwzględniała zatem dodatkowe elementy takie jak miejsce złożenia oferty (w kraju lub zagranicą) oraz rodzaje oprocentowania (dyskonto lub odsetki). Ustawodawstwo nie przewiduje natomiast definicji obligacji emitowanych przez Narodowy Bank Polski. Zgodzić jednakże należy się w tym zakresie z poglądem wyrażonym w doktrynie, że istota tych obligacji jest taka sama jak obligacji podlegających przepisom ustawy o obligacjach oraz ustawy o finansach publicznych w odniesieniu do obligacji skarbowych¹⁷.

Podsumowując należy wskazać, że definicja obligacji ewoluowała na przestrzeni lat. W doktrynie pojawiają się głosy, że ewolucja ta zmierzała przede wszystkim w kierunku doprecyzowania uprawnień wynikających z obligacji¹⁸. Podstawową zmianą było wprowadzenie sprecyzowanej nazwy dla drugiej strony stosunku obligacji, którym jest obligatariusz. Ponadto ewolucję przeszło świadczenie, które emitent realizuje na rzecz swojego wierzyciela. Zmiany dotyczyły zarówno charakteru świadczenia (pieniężne lub niepieniężne) oraz obligatoryjności bądź też fakultatywności jego oprocentowania. Niezmienne pozostały natomiast charakter prawny obligacji, jako papieru wartościowego oraz nazewnictwo strony zobowiązanej, czyli emitenta.

Wyjaśnienia wymaga również to, że w kolejnych fragmentach niniejszego rozdziału analizie poddane zostaną przepisy ustawy o obligacjach z 1995 r. w brzmieniu ostatecznym, tzn. w brzmieniu z chwili uchylecia tej ustawy. Z uwagi na problematykę stanowiącą przedmiot niniejszej rozprawy w wybranych miejscach zostanie także przedstawiona ewolucja poszczególnych regulacji. Celem tego zabiegu będzie ukazanie, w jaki sposób przepisy prawne zmieniały się na przestrzeni 20 lat obowiązywania ustawy o obligacjach z 1995 r., a co istotniejsze, jakie czynniki wpływały na podjęcie decyzji o zmianie przepisów i kierunek przeprowadzanych nowelizacji.

¹⁶ Ustawa z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych, Dz. U. 2005 nr 249 poz. 2104 ze zm.

¹⁷ I. Weiss, w: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 19*, Warszawa 2006, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 374.

¹⁸ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 47.

2. Emisja obligacji.

Fundamentalną kwestią dla problematyki emisji obligacji jest określenie kręgu podmiotów, które zostały uprawnione do przeprowadzenia tego procesu. W art. 2 ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach ustawodawca wskazał pięć kategorii podmiotów. Na gruncie poprzedniej ustawy o obligacjach obligacje mogły emitować przede wszystkim podmioty prowadzące działalność gospodarczą, posiadające osobowość prawną, a także spółki komandytowo-akcyjne. Drugą kategorią wskazaną przez ustawodawcę były spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe oraz Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa. Do trzeciej kategorii zaliczono jednostki samorządu terytorialnego, a zatem gminy, powiaty, województwa, a także związki tych jednostek. Przez wzgląd na specyficzny status wyróżniono dodatkowo miasto stołeczne Warszawa. Czwarta grupa podmiotów uprawnionych do emisji obligacji obejmowała inne podmioty posiadające osobowość prawną, upoważnione do emisji obligacji na podstawie innych ustaw. Do kategorii tej zaliczały się m. in. wojewódzkie fundusze ochrony środowiska i gospodarki wodnej, Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej¹⁹ oraz Agencja Własności Rolnej Skarbu Państwa²⁰. Ostatnią grupę emitentów stanowiły instytucje finansowe. Dodatkowym warunkiem, który musiały one spełniać było to, że ich członkiem musiała być: Rzeczpospolita Polska, Narodowy Bank Polski, przynajmniej jedno z państw należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) lub bank centralny takiego państwa. Do kategorii tej zaliczano także instytucje, z którymi Rzeczpospolita Polska zawarła umowy regulujące ich działalność na terenie Rzeczypospolitej Polskiej. Umowy te musiały zawierać stosowne postanowienia dotyczące emisji obligacji. Wszystkim wymienionym powyżej podmiotom nadano zbiorczą nazwę „emitentów”. Słusznie podnosi się w piśmiennictwie, że art. 2 ustawy o obligacjach z 1995 r. miał charakter generalny i istniały od niego odstępstwa. Jako przykład należy wskazać choćby obligacje zamienne, w stosunku do których zawężono krąg emitentów do spółek akcyjnych i komandytowo-akcyjnych²¹.

W okresie obowiązywania ustawy z 1995 r. do emisji obligacji były uprawnione również Skarb Państwa oraz Narodowy Bank Polski. Jednakże zgodnie z art. 3 tej ustawy jej przepisy nie miały zastosowania do obligacji emitowanych przez te podmioty. Zasady emisji tego rodzaju obligacji zostały bowiem uregulowane w ustawach szczegółowych, tj. kolejnych

¹⁹ Na podstawie art. 88c ust. 1 pkt. 4 ustawy z dnia 31 stycznia 1980 r. o ochronie i kształtowaniu środowiska, tekst jedn. Dz. U. 1994 nr 49 poz. 196 ze zm.

²⁰ Na podstawie art. 3 ust. 1 i art. 22 ust. 3 ustawy z dnia 19 października 1991 r. o gospodarowaniu nieruchomościami rolnymi oraz zmianie niektórych ustaw, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 396 ze zm.

²¹ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 15.

ustawach o finansach publicznych oraz ustawie o Narodowym Banku Polskim²². Na uwagę zasługuje, podnoszone w literaturze zagadnienie, stosowania ustawy o obligacjach z 1995 r. do obligacji poręczonych przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski. Nie budzi wątpliwości stanowisko, że ustawa znajdowała zastosowanie w stosunku do tego typu obligacji²³. Argumentem potwierdzającym tę tezę jest choćby to, że niektóre przepisy ustawy wprost odwoływały się do zabezpieczenia obligacji przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski²⁴.

Kolejnym istotnym zagadnieniem dla procesu emisji obligacji, które regulowała ustawa z 1995 r. był tryb, w jakim emisja mogła zostać przeprowadzona. Kwestię tę regulował art. 9 ustawy, który wskazywał, iż emisja obligacji może nastąpić w trybie oferty publicznej, o której mowa w art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych²⁵. Ustawa umożliwiała zastosowanie oferty publicznej na wskazanych powyżej warunkach także w stosunku do obligacji, do których nie stosowało się przepisów ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Słusznie wskazuje się w piśmiennictwie, że o ile nabycie obligacji w tym trybie mogło nastąpić wyłącznie na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, to proponowanie nabycia było dopuszczalne również poza jej terytorium²⁶. Ustawodawca dopuścił również możliwość proponowania nabycia obligacji w inny sposób niż w ramach oferty publicznej. Innym sposobem, o którym mowa w tym przepisie był tryb emisji zamkniętej. Polegał on na skierowaniu propozycji nabycia obligacji do indywidualnie oznaczonych adresatów w liczbie nie większej niż 99 osób. Zgodzić należy się z poglądem prezentowanym w literaturze, zgodnie z którym proponowanie nabycia obligacji mogło być skierowane do potencjalnych obligatariuszy w formie oświadczenia woli

²² Ustawa z dnia 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych, tekst jedn. Dz. U. 2003 nr 15 poz. 148 ze zm., Ustawa z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych, Dz. U. 2005 nr 249 poz. 2104 ze zm., Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 869 ze zm., Ustawa z dnia 31 stycznia 1989 r. o Narodowym Banku Polskim, tekst jedn. Dz. U. 1992 nr 72 poz. 360 ze zm., Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 1810 ze zm.

²³ L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 35.

²⁴ Patrz art. 29 ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, tekst jedn. Dz. U. 2014 poz. 730 .

²⁵ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 623 ze zm.

²⁶ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 88.

zawarcia umowy zarówno w trybie ofertowym, zaproszenia do rokowań, jak i przetargu ograniczonego²⁷.

W świetle przepisów ustawy z 1995 r. kluczowym dla procesu emisji obligacji dokumentem była propozycja nabycia. Znajdowała ona zastosowanie do sytuacji wskazanych w art. 9 pkt 2 i 3, a zatem do emisji na podstawie ustawy o ofercie publicznej (w odniesieniu do obligacji, które nie były obowiązkowo objęte jej reżimem) oraz emisji, w której propozycja była składana w inny sposób, niż na podstawie tej ustawy. Zgodnie z treścią art. 10 ust. 1 propozycja nabycia musiała zawierać dane, które stosownie do rodzaju emitenta i obligacji pozwalają na ocenę sytuacji finansowej emitenta. Na gruncie przywołanego przepisu emitent zobowiązany był do udostępnienia szeregu informacji. Dotyczyły one w szczególności: celów emisji (jeżeli były określone), wielkości emisji, wartości nominalnej i ceny emisyjnej obligacji lub sposobu jej ustalenia, warunków wykupu, czy też warunków wypłaty oprocentowania. Propozycja nabycia musiała wskazywać również wysokość i formę ewentualnego zabezpieczenia oraz oznaczenie podmiotu udzielającego zabezpieczenia. Słusznie podkreśla się w literaturze, że wskazanie to musiało być precyzyjne i skonkretyzowane, tak aby możliwa była ocena wiarygodności i rzeczywistej wartości zabezpieczenia²⁸. W propozycji zawierano także informację o wartości zaciągniętych zobowiązań na ostatni dzień kwartału poprzedzającego udostępnienie propozycji nabycia oraz perspektywy kształtowania zobowiązań emitenta do czasu całkowitego wykupu obligacji proponowanych do nabycia. Emitent udostępniał w niej również dane umożliwiające potencjalnym nabywcom obligacji orientację w efektach przedsięwzięcia, które ma być sfinansowane z emisji obligacji, oraz zdolności emitenta do wywiązania się z zobowiązań wynikających z obligacji (jeżeli przedsięwzięcie było określone). Ostatnim elementem, do którego zamieszczenia w propozycji nabycia obligowała ustawa był sposób przeliczania wartości świadczenia niepieniężnego na świadczenie pieniężne.

W odniesieniu do celu emisji należy stwierdzić, iż co do zasady jego określenie było fakultatywne²⁹. Ustawa przewidywała jednakże pewne sytuacje, w których był to element obowiązkowy w procesie emisji obligacji. Zgodnie z art. 28 ust. 1 ustawy emitent, będący jednostką samorządu terytorialnego, związkiem tych jednostek lub miastem stołecznym

²⁷ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 177.

²⁸ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 51.

²⁹ W brzmieniu ustawy obowiązującym do dnia 27 sierpnia 2000 r. określenie celu emisji było elementem obligatoryjnym każdego dokumentu obligacji oraz propozycji ich nabycia. Zmiany przepisu dokonano ustawą z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw, Dz. U. 2000 nr 60 poz. 702.

Warszawa, był zobowiązany oznaczyć cel emisji. Określenie celu emisji wiązało się jednocześnie z tym, że nie mógł on przeznaczyć środków pochodzących z emisji obligacji na inne cele. Ponadto w art. 28 ust. 1a ustawa wskazywała, że emitent, który był koncesjonariuszem uprawnionym do budowy i zarządzania autostradą, mógł przeznaczyć środki pochodzące z emisji obligacji przychodowych wyłącznie na finansowanie budowy autostrady, drogi ekspresowej lub ich odcinków. Co więcej, pozostali emitenci jeżeli już zdecydowali się na określenie celu emisji nie mogli przeznaczyć środków pochodzących z emisji obligacji na inny cel niż określony w warunkach emisji. Do określenia celu emisji obligacji wykorzystywano szereg kryteriów ułatwiających prawidłowe wykonanie tej czynności. Do najistotniejszych z nich zaliczano w piśmiennictwie: rodzaj celu emisji, liczbę założonych celów, udział środków uzyskanych z emisji do realizacji założonego celu oraz okres realizacji określonego celu³⁰.

Ustawa przewidywała ponadto szereg czynności, które emitent zobowiązany był wykonać, a ich wyniki odzwierciedlić w propozycji nabycia. Podkreślenia wymaga, że następowało to tylko w ściśle określonych przypadkach. W związku z tym, w art. 10 ust. 2 ustawodawca wskazał, iż w przypadku ustanowienia zastawu lub hipoteki jako zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji, emitent zobowiązany był poddać przedmiot zastawu lub hipoteki wycenie przez uprawnionego biegłego, a następnie udostępnić wycenę przedmiotu zastawu lub hipoteki wraz z danymi zawartymi w propozycji nabycia. Drugi z dodatkowych obowiązków informacyjnych związany był ze sprawozdawczością finansową emitenta. W myśl art. 10 ust. 3 ustawy emitent prowadzący działalność dłużej niż rok był obowiązany udostępnić sprawozdanie finansowe, sporządzone na dzień bilansowy przypadający nie wcześniej niż 15 miesięcy przed datą publikacji warunków emisji, wraz z opinią biegłego rewidenta. Obowiązki dzielenia się przez emitenta z obligatariuszami wynikami sprawozdawczości finansowej nie kończyły się na etapie emisji obligacji. Zgodnie bowiem z art. 10 ust. 4 emitent zobowiązany był do udostępniania obligatariuszom rocznych sprawozdań finansowych wraz z opinią biegłego rewidenta w okresie od dokonania emisji do czasu całkowitego wykupu obligacji. Regulacje dotyczące przekazywania obligatariuszom informacji finansowych zostały zgodnie z potrzebami nieznacznie zmodyfikowane w odniesieniu do jednostek samorządu terytorialnego oraz instytucji finansowych. Jak stanowił art. 10 ust. 5 w przypadku emisji obligacji przez jednostki samorządu terytorialnego, ich związki oraz miasto stołeczne Warszawę, wymagania

³⁰ I. Weiss, *Cele emisji obligacji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2002, nr 10, s. 16.

sprawozdawcze uważało się za spełnione poprzez udostępnianie ostatniego rocznego sprawozdania z wykonania budżetu jednostki samorządu terytorialnego wraz z opinią regionalnej izby obrachunkowej oraz odpowiednio kolejnych rocznych sprawozdań wraz z opiniami regionalnej izby obrachunkowej. Natomiast w przypadku emisji obligacji przez instytucje finansowe, o których była mowa w art. 2 pkt 4 ustawy, wymagania sprawozdawcze uważało się za spełnione poprzez udostępnianie ostatniego rocznego sprawozdania finansowego wraz z opinią biegłego rewidenta. Podkreślenia wymaga fakt, iż pojęcie „udostępnienie” było rozumiane wąsko, tzn. zdaniem przedstawicieli doktryny wystarczającym było stworzenie obligatariuszom faktycznej możliwości zapoznania się z treścią wymienionych powyżej dokumentów. Emitent nie miał obowiązku dostarczania wskazanych w nich danych niezależnie od woli i zainteresowania obligatariuszy³¹.

Warto również zauważyć, że zgodnie z art. 11 ustawy w przypadkach, kiedy emisja obligacji następowała w trybie oferty publicznej w odniesieniu do obligacji, do których nie było obowiązku zastosowania ustawy o ofercie publicznej emitent zobligowany był do opublikowania w dzienniku ogólnopolskim warunków emisji, które zawierały informacje adekwatne do tych wskazanych w propozycji nabycia. Przepisy nie wskazywały jednak kryterium pozwalającego na jednoznaczną kwalifikację danego czasopisma jako ogólnopolskiego. W związku z tym, zadaniem emitenta było znalezienie takiego dziennika, który nie wzbudzałby wątpliwości, co do zasięgu oddziaływania. W literaturze zwracano uwagę na fakt, iż ustawodawca nie wskazał także terminu na dokonanie publikacji³². Przyjąć należy, że nie rodziło to znacznych problemów, ponieważ w interesie emitenta leżało jak najszybsze dokonanie publikacji.

Poza szeregiem obowiązków, które emitent musiał zrealizować na etapie przed wszczęciem samego procesu emisji obligacji zobligowany był on również do przeprowadzenia tej procedury w ściśle określony sposób. Jedną z podstawowych reguł obowiązujących na etapie po złożeniu propozycji nabycia przez emitenta był czas, w jakim potencjalni obligatariusze mogli zapisywać się na emisję obligacji. Zgodnie z art. 12 ust. 1 ustawy termin ten nie mógł być dłuższy niż 3 miesiące od dnia rozpoczęcia emisji. Po zakończeniu tego procesu, które formalnie nazywało się zamknięciem publicznej subskrypcji emitent miał dwa tygodnie na dokonanie przydziału obligacji zgodnie z zasadami określonymi w warunkach emisji (art. 12 ust. 2 ustawy o obligacjach). Ustawodawca nie

³¹ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 302.

³² L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 190-191.

uregulował natomiast formy, ani sposobu dokonywania zapisów na obligacje. Przyjąć należy w tym zakresie pogląd wyrażany w literaturze, zgodnie z którym zagadnienia te musiały być jednoznacznie uregulowane w propozycji nabycia³³. Podkreślenia wymaga, że wskazane powyżej terminy dotyczyły emisji przeprowadzanych w trybie oferty publicznej określonym w ustawie o ofercie publicznej. Natomiast w sytuacjach, w których do emisji dochodziło w inny sposób (na podstawie art. 9 pkt. 3 ustawy o obligacjach) termin na przyjęcie propozycji nabycia wynosił 3 tygodnie od dnia jej otrzymania, chyba że emitent określił inny termin (art. 12 ust. 3 pkt. 1 ustawy o obligacjach). Ponadto, ustawa w art. 12 ust. 3 pkt. 2 regulowała, że termin składania kolejnych propozycji nabycia obligacji nie może być dłuższy niż 6 tygodni od dnia złożenia pierwszej propozycji. Termin na dokonanie przydziału obligacji wynosił zaś 6 tygodni od dnia złożenia ostatniej propozycji nabycia, chyba że emitent określił w warunkach emisji krótszy termin. Słusznie w tym kontekście podkreśla się w literaturze, że ustawodawca zastosował różne metody regulacji w odniesieniu do poszczególnych terminów. Termin na przyjęcie propozycji nabycia mógł być zarówno krótszy, jak i dłuższy. Natomiast terminy składania kolejnych propozycji nabycia obligacji oraz przydziału obligacji emitent mógł wyłącznie skrócić³⁴. W kontekście dokonywania przydziału na uwagę zasługuje fakt, iż mógł być on dokonany wyłącznie zgodnie z ogłoszonymi zasadami. W piśmiennictwie wskazuje się, że najpowszechniej stosowane były zasady przydziału obligacji zgodnie z kolejnością zgłoszeń, zaś w przypadku nadsubskrypcji redukcji zapisów dokonywano proporcjonalnie do liczby zgłoszeń³⁵.

Emitent decydując się na emisję obligacji z reguły wiedział na co przeznaczy pozyskane z niej środki. Drugą istotną dla niego przesłanką podjęcia decyzji o emisji była wysokość kapitału, który miał nadzieję pozyskać. Mogło jednakże okazać się, że emisja obligacji nie przyniosła środków w takiej wysokości, która pozwalałaby na realizację zamierzonego przedsięwzięcia. Konsekwencją tego stanu rzeczy może być to, że przedsiębiorca traci możliwość osiągnięcia z niego zysków, które pozwoliłyby z jednej strony na rozwój przedsiębiorstwa, z drugiej zaś na wykup obligacji od obligatariuszy. Swoistym zabezpieczeniem przed tego typu sytuacjami było uregulowanie zawarte w art. 13 ust. 1 ustawy o obligacjach. Na jego mocy emitent mógł określić w warunkach emisji minimalną liczbę obligacji, których subskrybowanie jest wymagane dla dojścia emisji do skutku. Ta

³³ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 107.

³⁴ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 56.

³⁵ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 111, J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 57.

minimalna liczba obligacji zyskała miano progu emisji³⁶. Na uwagę zasługuje to, że w sytuacjach, gdy emitent był spółką akcyjną albo spółką z ograniczoną odpowiedzialnością, był on zobligowany do wskazania progu emisji także w uchwale o emisji obligacji. W konsekwencji, jeżeli w terminie wyznaczonym do zapisywania się na obligacje nie została subskrybowana co najmniej taka liczba obligacji, która spowodowała osiągnięcie progu emisji, uznawało się, że emisja nie doszła do skutku (art. 13 ust. 2 ustawy o obligacjach). W związku z tym, z aprobatą należy odnieść się do stanowiska, zgodnie z którym stan niedojścia emisji do skutku powodował wygaśnięcie zobowiązania emitenta do dokonania przydziału obligacji oraz zrealizowania czynności emisyjnych. Natomiast w odniesieniu do obligatariusza należy stwierdzić, że wygasało jego zobowiązanie do uiszczenia ceny emisyjnej obligacji³⁷. Niedojście emisji do skutku powodowało także zaktualizowanie się pewnych obowiązków po stronie emitenta. Zgodnie z art. 13 ust. 3 ustawy o niedojściu emisji do skutku emitent był obowiązany zawiadomić w dwóch dziennikach, w tym jednym regionalnym, lub listami poleconymi wszystkich subskrybentów. Ogłoszenie musiało nastąpić w terminie dwóch tygodni od ustalonego terminu przydziału. W ogłoszeniu emitent zobowiązany był wezwać subskrybentów do odbioru – począwszy od dnia ogłoszenia lub wysłania listu poleconego – wpłaconych kwot. Emitent musiał również zapewnić możliwość odbioru wpłaconych kwot w miejscu ich wpłaty. Obowiązek emitenta do zapewnienia możliwości odbioru wpłaconych kwot w miejscu ich wpłaty ustawał po upływie trzech miesięcy od dnia rozpoczęcia wypłat. Zgodzić należy się z poglądem, w myśl którego zaniechanie przez emitenta realizacji wskazanych powyżej obowiązków mogło skutkować odpowiedzialnością odszkodowawczą wobec niedoszłych obligatariuszy na podstawie art. 415 i 416 k.c.³⁸.

Podsumowując należy wskazać, że regulacje dotyczące emisji obligacji przewidziane w ustawie z 1995 r. zasadniczo równoważyły interesy emitentów i obligatariuszy. Liczne obowiązki informacyjne nałożone na emitentów były uzasadnione potrzebą ochrony sytuacji obligatariuszy. Jako rozwiązania, które mogły negatywnie wpływać na rozwój rynku obligacji w Polsce w tym okresie, należy wskazać przede wszystkim ograniczony krąg podmiotów uprawnionych do emisji obligacji oraz podleganie reżimowi oferty publicznej przy skierowaniu oferty nabycia obligacji do grupy liczącej co najmniej 100 osób. Warto również

³⁶ W brzmieniu ustawy sprzed wejścia w życie nowelizacji ustawy z dnia 29 czerwca 2000 r. próg emisji określała wprost ustawa. Emisja nie dochodziła do skutku w sytuacji, gdy subskrybowano mniej niż 80% zaoferowanych przez emitenta obligacji.

³⁷ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 402-403.

³⁸ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 198.

zwrócić uwagę na ewolucję przepisów prawnych w zakresie emisji obligacji. Emitenci do 2000 r. byli bowiem znacząco ograniczeni w zakresie wydatkowania środków pozyskanych w ramach obligacji z uwagi na obligatoryjność określenia celu emisji. Ponadto, regulacją, która znacząco ograniczała efektywność dojścia do skutku emisji obligacji był do 2000 r. obowiązek przekroczenia 80% progu emisji. Z aprobatą należy zatem odnieść się do zniesienia tych dwóch wymogów. Nastąpiło to w ramach nowelizacji ustawy o obligacjach przeprowadzonej ustawą z dnia 29 czerwca 2000 r.

3. Zabezpieczenie obligacji i odpowiedzialność majątkowa emitenta.

Ustawa o obligacjach z 1995 r. przewidywała szereg regulacji dotyczących zabezpieczenia obligacji oraz odpowiedzialności majątkowej emitenta za wynikające z obligacji zobowiązania. Tematyka zabezpieczenia obligacji jest niezwykle istotnym aspektem dla funkcjonowania obligacji w obrocie, gdyż stanowi często decydujący czynnik skłaniający inwestora do podjęcia decyzji o nabyciu określonego rodzaju papierów wartościowych³⁹. Ustanowienie zabezpieczenia obligacji powoduje bowiem wzrost wiarygodności emitenta⁴⁰. Na uwagę zasługuje fakt, że w stanie prawnym sprzed wejścia w życie nowelizacji z dnia 29 czerwca 2000 r. ustawodawca wprost dokonał w treści ustawy podziału obligacji na całkowicie zabezpieczone, częściowo zabezpieczone i niezabezpieczone. Rodzaj stosowanego oznaczenia był uzależniony od tego, w jakiej części i przez kogo obligacje podlegały dodatkowemu zabezpieczeniu. Przywołana regulacja stanowiła niewątpliwie ułatwienie dla potencjalnych inwestorów, ponieważ dostarczała im jasnej informacji co do bezpieczeństwa inwestycji. W stanie prawnym po zmianach z 2000 r. ustawodawca zrezygnował ze wskazanego powyżej podziału i znacząco ograniczył regulację w zakresie zabezpieczania obligacji.

W odniesieniu do stanu prawnego, który ustawa przyjęła w tym zakresie do końca swojego funkcjonowania w systemie prawnym, w pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę na art. 6 ust. 1 ustawy, który stanowił, że jednostki samorządu terytorialnego oraz miasto stołeczne Warszawa mogą poręczać zobowiązania wynikające z obligacji emitowanych przez określone podmioty. Zgodnie podkreśla się w literaturze i orzecznictwie, że katalog tych

³⁹ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 30-31.

⁴⁰ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 72.

podmiotów miał charakter zamknięty⁴¹. Zaliczali się do nich emitenci będący innymi jednostkami samorządu terytorialnego, związkami tych jednostek oraz miasto stołeczne Warszawa. Drugą grupę tych podmiotów stanowiły spółki z ograniczoną odpowiedzialnością albo spółki akcyjne, w których dana jednostka samorządu terytorialnego lub miasto stołeczne Warszawa dysponowała odpowiednio ponad 50% głosów na zgromadzeniu wspólników lub walnym zgromadzeniu. Ostatnią grupą były przedsiębiorstwa, dla których organem założycielskim była jednostka samorządu terytorialnego lub miasto stołeczne Warszawa. Tym samym, możliwość udzielenia poręczenia zobowiązania wynikającego z obligacji przez jednostkę samorządu terytorialnego zostało ograniczone do emitentów, którzy są podmiotami komunalnymi albo są przez osoby komunalne kontrolowani⁴². Poręczenie mogło być udzielone do wysokości 15% dochodów jednostki samorządu terytorialnego planowanych w roku, w którym następowało. Zgodzić należy się z poglądem wyrażanym w piśmiennictwie, zgodnie z którym ograniczenie w udzielaniu poręczenia nie odnosiło się do związków jednostek samorządu terytorialnego⁴³. W myśl natomiast art. 6 ust. 2 udzielenie poręczenia wymagało uchwały odpowiednio organu stanowiącego jednostki samorządu terytorialnego lub Rady miasta stołecznego Warszawy. Organami tymi były odpowiednio rada gminy, rada powiatu lub sejmik województwa.

Ustawodawca przewidział również szczególne unormowania w zakresie ustanawiania hipoteki stanowiącej zabezpieczenie roszczeń obligatariuszy. Do jej ustanowienia wystarczające było oświadczenie woli właściciela nieruchomości. Wpis w księdze wieczystej musiał wskazywać w szczególności: uchwałę lub oświadczenie emitenta o emisji obligacji i jej datę, sumę, na którą ustanawia się hipotekę, liczbę, numery i wartość nominalną obligacji, sposób i wysokość oprocentowania obligacji (o ile było ono przewidziane) oraz terminy i sposób wykupu obligacji. Ustawa wprost stwierdzała, że we wpisie w księdze wieczystej nie należało oznaczać obligatariuszy imiennie. Jak słusznie wskazuje się w literaturze regulacja ta wynikała z faktu, iż obowiązek oznaczenia wierzycieli uniemożliwiałby zabezpieczenie hipoteką obligacji na okaziciela. W przypadku zaś obligacji imiennych ograniczałby wielkość emisji lub liczbę potencjalnych obligatariuszy. Natomiast formalny wpis w księdze wieczystej

⁴¹ Uchwała Regionalnej Izby Obrachunkowej w Warszawie z dnia 8 kwietnia 2004 r., 146/K/04, „Orzecznictwo w Sprawach Samorządowych” 2005, nr 1 poz. 30, s. 126, J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 33.

⁴² B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 167.

⁴³ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 75, L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 151.

nie odpowiadałby faktycznemu stanowi wierzycieli⁴⁴. Ponadto zgodnie z art. 7 ust. 1a przed rozpoczęciem emisji obligacji emitent był obowiązany zawrzeć w formie pisemnej pod rygorem nieważności umowę z administratorem hipoteki. Wykonywał on prawa i obowiązki wierzyciela hipotecznego we własnym imieniu, lecz na rachunek obligatariuszy. Administratorem hipoteki mógł być także bank pełniący funkcję banku reprezentanta. Do administratora hipoteki odpowiednie zastosowanie znajdowały przepisy art. 31 ust. 2–5 ustawy, które zostaną omówione w dalszej części pracy dotyczącej banku-reprezentanta. Co więcej, w art. 7 ust. 1b ustawodawca wskazał, że do administratora hipoteki nie znajdował zastosowania przepis art. 68² ustawy o księgach wieczystych i hipotece⁴⁵. Przywołany przepis regulował sposób ustanawiania administratora hipoteki w celu zabezpieczenia hipoteką kilku wierzytelności przysługujących różnym podmiotom, a służącym sfinansowaniu tego samego przedsięwzięcia. Wyłączenie zastosowania tego przepisu na gruncie ustawy o obligacjach było podyktowane faktem, iż treść tej regulacji nie nadawała się do zastosowania w odniesieniu do zabezpieczenia emisji obligacji. Zagadnienie wykreślenia hipoteki z księgi wieczystej regulował natomiast art. 7 ust. 2. Zgodnie z jego treścią tytułem do wykreślenia hipoteki, ustanowionej w celu zabezpieczenia wierzytelności obligatariuszy był protokół umorzenia wykupionych obligacji, sporządzony przez notariusza. Ustawa przewidywała w odniesieniu do zabezpieczenia obligacji jeszcze jedno wyłączenie. Jak stanowił art. 7 ust. 3 do przeniesienia obligacji zabezpieczonej hipoteką nie stosowało się przepisu art. 245¹ Kodeksu cywilnego⁴⁶. Zgodnie z jego treścią do przeniesienia ograniczonego prawa rzeczowego na nieruchomości potrzebna była umowa między uprawnionym a nabywcą oraz – jeżeli prawo jest ujawnione w księdze wieczystej – wpis do tej księgi. W przypadkach zabezpieczenia obligacji wymogi te nie musiały być przez strony umowy spełnione. Warto również zwrócić uwagę na to, że zgodnie z art. 10 ust. 2 ustawy w przypadku ustanowienia hipoteki jako zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji emitent zobowiązany był poddać przedmiot hipoteki wycenie przez uprawnionego biegłego.

Wskazać również należy, że wymienione wprost w ustawie dwa sposoby ustanawiania zabezpieczeń wierzytelności wynikających z obligacji, tj. poręczenie i hipoteka nie były jedynymi metodami zwiększenia wiarygodności emitenta. Mogli oni wykorzystywać również inne instrumenty zabezpieczenia emitowanych przez siebie obligacji. Wskazać należy choćby wymieniane w piśmiennictwie zastaw rejestrowy, przewłaszczenie na zabezpieczenie oraz

⁴⁴ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 79.

⁴⁵ Ustawa z dnia 6 lipca 1982 r. o księgach wieczystych i hipotece, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 2204.

⁴⁶ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1740.

gwarancję bankową⁴⁷. Tym samym emitenci dysponowali zdecydowanie szerszym katalogiem instrumentów zwiększających ich wiarygodność w oczach potencjalnych inwestorów, niż mogłaby na to wskazywać sama treść ustawy.

Kolejnym niezwykle istotnym z punktu widzenia zabezpieczenia interesów obligatariusza zagadnieniem była odpowiedzialność majątkowa emitenta za zobowiązania wynikające z obligacji. Zgodnie z art. 8 ust. 1 emitent odpowiadał całym swoim majątkiem za zobowiązania wynikające z obligacji. Powyższa regulacja miała charakter bezwzględnie obowiązujący. Słusznie zatem wskazuje się w literaturze, że wyłączenie odpowiedzialności emitenta zawarte w treści dokumentu obligacji albo w warunkach emisji powodowało nieważność takiego zastrzeżenia jako niezgodnego z prawem⁴⁸. Z aprobatą należy odnieść się również do poglądu, zgodnie z którym emitent nie mógł przenieść odpowiedzialności za zobowiązania wynikające z obligacji na inny podmiot⁴⁹. Wykluczone było także różnicowanie zakresu uprawnień poszczególnych obligatariuszy w zakresie dochodzenia przysługujących im roszczeń⁵⁰. Odmienne w stosunku do ogólnego uregulowanie w zakresie obligacji przychodowych wprowadzał art. 8 ust. 2. Przywołany przepis stanowił, że emitent mógł ograniczyć w treści obligacji swoją odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z tych obligacji do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszowi służy prawo pierwszeństwa na zasadach przewidzianych w ustawie. Rozważenia wymaga czy posługując się sformułowaniem „w treści obligacji” ustawodawca nie zawęził możliwości zastosowania ograniczenia odpowiedzialności emitenta wyłącznie do obligacji przychodowych wydawanych w formie dokumentu. W kwestii tej należy zgodzić się ze stanowiskiem prezentowanym w literaturze, zgodnie z którym nie ma uzasadnienia dla takiego różnicowania obligacji przychodowych⁵¹. Tym samym, możliwość ograniczenia odpowiedzialności istniała zarówno w odniesieniu do obligacji przychodowych dokumentowych, jak i zdematerializowanych.

Ostatnim aspektem, znaczącym dla dochodzenia roszczeń, wynikających ze stosunku obligacji, był termin ich przedawnienia. Zgodnie z art. 37a roszczenia wynikające z obligacji przedawniały się z upływem 10 lat. Powyższe uregulowanie zostało wprowadzone do ustawy

⁴⁷ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 33.

⁴⁸ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 160.

⁴⁹ I. Weiss, *Sposoby wykonania zobowiązań wynikających z obligacji*, „Prawo Spółek” 2005, nr 3, s. 11.

⁵⁰ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 162.

⁵¹ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 81, J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 40.

ustawą z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw. Jak wskazuje się w literaturze celem nowelizacji było ujednoczenie terminów przedawnienia występujących w różnych stosunkach prawnych⁵². Do momentu wejścia w życie przepisu art. 37a ustawy istniały bowiem wątpliwości co do sposobu kwalifikowania roszczeń wynikających z obligacji. Art. 118 k.c. przewidywał bowiem jednocześnie trzyletni termin przedawnienia dla roszczeń związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej i dla roszczeń o świadczenia okresowe oraz dziesięcioletni okres przedawnienia dla pozostałych roszczeń.

Podsumowując należy wskazać, że ustawa o obligacjach z 1995 r. dawała szerokie możliwości ustanawiania zabezpieczeń emitowanych przez emitentów obligacji. Największą niedogodność dla ochrony interesów obligatariuszy stanowiło to, że ustanowienie zabezpieczenia było czynnością fakultatywną, co zniechęcało do inwestowania na rynku obligacji. Z perspektywy natomiast emitentów stanowiło ułatwienie pozwalające na podejmowanie prób emisji większej liczbie podmiotów. Obejmowało bowiem także tych potencjalnych emitentów, którzy nie byli w stanie ustanowić dodatkowych zabezpieczeń.

4. Rodzaje obligacji i ich specyfika

Ustawa o obligacjach z 1995 r. wyróżniała kilka kryteriów podziału obligacji. Pierwszym z nich był podział obligacji na zmaterializowane i zdematerializowane. Rozróżnienie to opierało się na formie, którą przyjmowały obligacje. W pierwszym przypadku mieliśmy do czynienia z formą dokumentu, natomiast w drugim dokument zastępował zapis w stosownej ewidencji. W przypadku kiedy emitent decydował się na emisję obligacji w formie dokumentu ustawa ściśle regulowała treści, które powinien on zawierać. Zgodnie z art. 5 ust. 1 obligacja powinna zawierać w szczególności powołanie podstawy prawnej emisji, nazwę (firmę) i siedzibę emitenta, miejsce i numer wpisu do właściwego rejestru albo wskazanie jednostki samorządu terytorialnego, związku tych jednostek lub miasta stołecznego Warszawy, będących emitentem. Dokument obligacji musiał wskazywać także nazwę obligacji i cel jej wyemitowania (jeżeli był określony), wartość nominalną i numer obligacji oraz opis świadczeń emitenta (w szczególności ze wskazaniem wysokości tych świadczeń lub sposobu ich ustalania, terminów, sposobów i miejsc ich spełniania). W przypadku obligacji imiennych dokument zawierał również oznaczenie obligatariusza oraz ewentualny zakaz lub ograniczenie ich zbywania. Dodatkowo, o ile warunki emisji przewidywały oprocentowanie, w dokumencie emisji należało oznaczyć datę, od której je się nalicza, jego wysokość, terminy

⁵² J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 115.

jego wypłaty i miejsce płatności. Dokument obligacji musiał wskazywać także warunki wykupu, zakres i formę zabezpieczenia albo informację o jego braku. Dokument obligacji zawierał również określenie miejsca i daty wystawienia obligacji oraz podpisy osób uprawnionych do zaciągania zobowiązań w imieniu emitenta, przy czym podpisy te mogły być odtwarzane sposobem mechanicznym. Emitent był również zobligowany do dołączenia do obligacji arkusza kuponowego oprocentowania, jeśli warunki emisji je przewidywały, oraz arkusza wykupu obligacji. Jak wskazuje się w doktrynie zakres treści dokumentu obligacji odzwierciedlał w zasadzie całość reguł dotyczących realizacji wierzytelności obligacyjnej⁵³. Warto również wskazać, że zapewnienie obligatariuszom wydania dokumentów obligacji w formie pozbawionej wad prawnych było podstawowym obowiązkiem emitenta, który dokonał wyboru formy dokumentowej obligacji. Wniosek ten wypływa z faktu, że dokument obligacji stanowił ważne źródło zobowiązania, które z niego wynikało⁵⁴. Na uwagę zasługuje również fakt, że prawo obligatariusza do otrzymania dokumentu obligacji należało do jego podstawowych praw i nie mogło być wyłączone czy ograniczone przez emitenta⁵⁵. Brak któregośkolwiek elementu obligatoryjnego przewidzianego ustawą powodował niemożność uznania danego dokumentu za obligację⁵⁶. Należy zatem przyjąć, że procedura wydawania dokumentów obligacji obligatariuszom cechowała się dużym formalizmem.

Drugim rodzajem obligacji były obligacje zdematerializowane. Możliwość ich emisji wprowadzał art. 5a ust. 1 ustawy, który stanowił, że obligacje mogą nie mieć formy dokumentu, w przypadku gdy emitent tak postanowi. Jak już wskazano powyżej dokument obligacji zastępował w takich sytuacjach wpis w ewidencji. Moment dokonania wpisu miał duże znaczenie. Zgodnie bowiem z art. 5a ust. 2 ustawy prawa z obligacji niemających formy dokumentu powstały właśnie z chwilą dokonania zapisu w ewidencji. Przysługiwały one natomiast osobie wskazanej w ewidencji jako posiadacz tych obligacji. Chwila dokonania wpisu miała istotne znaczenie również w sytuacjach przenoszenia praw wynikających z obligacji. W ustawie wskazano bowiem, iż umowa zobowiązująca do przeniesienia praw z obligacji niemających formy dokumentu przenosi te prawa z chwilą dokonania w ewidencji zapisu wskazującego osobę nabywcy i liczbę nabytych obligacji (art. 5a ust. 4 ustawy o obligacjach). Nabycie obligacji mogło nastąpić również w wyniku zdarzenia, które z mocy prawa przenosiło uprawnienia z obligacji. W takich przypadkach zapis w ewidencji był

⁵³ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 113.

⁵⁴ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 20.

⁵⁵ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 45.

⁵⁶ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 111.

dokonywany na żądanie nabywcy (art. 5a ust. 5 ustawy o obligacjach). Ustawodawca określił ściśle także krąg podmiotów upoważnionych do prowadzenia ewidencji. W myśl art. 5a ust. 3 były to: Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych SA; spółka, której Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. przekazał wykonywanie tej czynności, firmy inwestycyjne oraz banki. Co więcej, na gruncie art. 5a ust. 6 obligacje niemające formy dokumentu mogły być również rejestrowane, na podstawie umowy zawartej przez emitenta z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych S.A., w depozycie papierów wartościowych prowadzonym zgodnie z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. W takim przypadku do powstawania oraz przenoszenia praw z obligacji stosowało się przepisy tej ustawy, dotyczące praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych. W związku z faktem, iż obligatariusz był pozbawiony dokumentu obligacji, a zatem posiłkowania się informacjami, które dokument ten zgodnie z art. 5 ust. 1 musiał zawierać. Ustawodawca w art. 5b ustawy wskazał, iż w przypadku obligacji niemających formy dokumentu, prawa i obowiązki emitenta i obligatariuszy są określone w warunkach emisji. Przywołane powyżej przepisy zostały wprowadzone do ustawy z dniem 27 sierpnia 2000 r. na mocy jej nowelizacji z dnia 29 czerwca 2000 r.⁵⁷. Na uwagę zasługuje fakt, że umożliwienie emitentom emitowania obligacji zdematerializowanych było odpowiedzią na potrzeby rynkowe związane z redukcją kosztów druku dokumentów obligacji, ich przechowywania oraz transportowania. Umożliwiały również zniwelowanie ryzyka utraty lub zniszczenia papieru wartościowego⁵⁸. Podkreślenia wymaga także fakt, że ustawodawca wprowadzając do ustawy nowe regulacje poza usprawnieniem funkcjonowania rynku kierował się potrzebą ochrony obligatariuszy. Przykładem potwierdzającym tę tezę jest ustanowienie zamkniętego katalogu podmiotów dopuszczonych do prowadzenia ewidencji zdematerializowanych obligacji⁵⁹.

Ustawa o obligacjach z 1995 r. wprowadzała również rozróżnienie obligacji na obligacje imienne oraz na okaziciela (art. 14 ustawy). W pierwszym przypadku obligacja jednoznacznie wskazywała oznaczenie obligatariusza. W drugim zaś, emitent obligacji był zobowiązany do świadczeń wynikających z obligacji każdorazowo w stosunku do podmiotu, który znajdował się w posiadaniu dokumentu obligacji i mu go okazał. Słusznie wskazuje się w doktrynie, że podział na obligacje imienne i na okaziciela opierał się na dwóch kryteriach, tj. sposobie

⁵⁷ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 24.

⁵⁸ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 52.

⁵⁹ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 135.

przenoszenia praw inkorporowanych w obligacjach oraz sposobie oznaczania osoby obligatariusza⁶⁰. Zgodzić należy się także ze stanowiskiem prezentowanym w piśmiennictwie, w myśl którego omawiany podział obligacji miał charakter wyczerpujący, bowiem każdą obligację dało się zakwalifikować jako imienną lub na okaziciela⁶¹. Jednocześnie skonstruowanie przepisu we wskazany powyżej sposób powodowało, że niedopuszczalne było emitowanie obligacji jako papierów wartościowych na zlecenie⁶². Unormowanie to wynikało ze specyfiki obligacji i podstawowych założeń konstrukcyjnych tego rodzaju papierów wartościowych. W związku z tym, że na emitenta nie nałożono obowiązku prowadzenia księgi obligatariuszy, nawet w przypadku emisji obligacji imiennych nie miał on pełnej i bieżącej wiedzy na temat tego, kto jest jego obligatariuszem⁶³. W odniesieniu do obligacji imiennych ustawodawca przewidział także tryb postępowania w przypadku utraty dokumentu obligacji imiennej. Zgodnie z art. 26 ustawy podlegała ona odtworzeniu przez sąd, w trybie właściwym dla umarzania utraconych dokumentów.

Kolejnym rodzajem obligacji były obligacje przyznające obligatariuszowi dodatkowo udział w zysku emitenta, tzw. obligacje partycypacyjne (art. 19 ustawy o obligacjach). Szczegółowe warunki i zasady korzystania z tego przywileju musiały być określone w takich sytuacjach w warunkach emisji. Sam tekst warunków emisji musiał być złożony w sądzie rejestrowym właściwym dla siedziby emitenta. Ponadto, zgodnie z art. 19 ust. 2 jeżeli emitentem była spółka akcyjna albo spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, wzmianka o prawie obligatariuszy do udziału w zysku podlegała wpisaniu do Krajowego Rejestru Sądowego. Zabezpieczeniem realizacji uprawnień przyznanych obligatariuszowi była regulacja art. 19 ust. 3, zgodnie z którym rozporządzanie przez emitenta zyskiem w sposób sprzeczny z warunkami emisji było bezskuteczne wobec obligatariuszy. W piśmiennictwie wskazuje się, że istota obligacji partycypacyjnych polegała na powiązaniu korzyści osiągniętych przez obligatariusza z tytułu posiadania obligacji z zyskiem gospodarczym osiąganym przez emitenta obligacji⁶⁴. Podkreślenia wymaga również to, że emisja obligacji partycypacyjnych mogła odbywać się w różnych konfiguracjach. Prawo do udziału w zyskach

⁶⁰ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 421.

⁶¹ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 200.

⁶² L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 200.

⁶³ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 62, R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 121.

⁶⁴ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 228.

mogło być bowiem świadczeniem głównym, ubocznym, a nawet wyłącznym⁶⁵. Łącząc dwa wskazane powyżej aspekty należy stwierdzić, że obligacje partycypacyjne, szczególnie w wariacie, gdy prawo do udziału w zysku było jedynym świadczeniem, były przeznaczone przede wszystkim dla takiego grona obligatariuszy, którzy akceptowali ryzyko inwestycyjne związane się niepewnością osiągnięcia przez emitenta zysków⁶⁶. Natomiast z perspektywy emitentów na uwagę zasługuje fakt, że ich krąg był ograniczony w stosunku do katalogu przewidzianego w art. 2 ustawy. Dodatkowym warunkiem posiadania zdolności emisyjnej tego rodzaju papierów wartościowych była bowiem zdolność emitenta do generowania zysku bilansowego, który mógł podlegać podziałowi⁶⁷.

Ustawa o obligacjach z 1995 r. w art. 20 przewidywała również możliwość emitowania obligacji zamiennych. Zgodnie z treścią art. 20 ust. 1 pod pojęciem obligacji zamiennych rozumiało się obligacje uprawniające obligatariusza do objęcia akcji emitowanych przez spółkę w zamian za te obligacje. Warte podkreślenia jest to, że spółka mogła emitować tego typu obligacje, o ile jej statut przewidywał taką możliwość. Ustawodawca przewidział także zaostrzone warunki ich emisji. Jak stanowił art. 20 ust. 2 obligacje zamienne nie mogły być emitowane poniżej wartości nominalnej i nie mogły być wydawane przed pełną wpłatą. Dodatkowo w myśl art. 20 ust. 3 uchwała o emisji obligacji zamiennych i akcji wydawanych w zamian za te obligacje podlegała zgłoszeniu do Krajowego Rejestru Sądowego. Wpisowi do rejestru podlegała także wzmianka o uchwale wskazująca maksymalną wysokość podwyższenia kapitału akcyjnego. Wskazać także należy, że data przydziału i wydania obligacji zamiennych nie mogła być wcześniejsza, niż data dokonania wpisu w stosownym rejestrze. Ściśle określona została również treść uchwały o emisji obligacji zamiennych. Określała ona w szczególności: zakres przyznawanego prawa oraz warunki jego realizacji (w tym rodzaj akcji wydawanych w zamian za obligacje), sposób przeliczenia obligacji na akcje, (z tym jednak, że na każdy jeden złoty wartości nominalnej obligacji mógł przypadać najwyżej jeden złoty wartości nominalnej akcji) oraz maksymalną wysokość podwyższenia kapitału akcyjnego w drodze zamiany obligacji na akcje (art. 20 ust. 4 ustawy o obligacjach). Ustawodawca przewidział także warunek dotyczący terminu zamiany obligacji na akcje. W myśl art. 20 ust. 5 termin ten nie mógł być dłuższy niż termin wykupu obligacji. Ustawa wskazywała natomiast, że uchwała o emisji obligacji mogła określać krótszy termin. W odniesieniu do emisji obligacji zamiennych ustawodawca nałożył na emitenta dodatkowe

⁶⁵ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 133.

⁶⁶ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 461.

⁶⁷ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 68.

obowiązki w zakresie treści warunków emisji. Zgodnie bowiem z art. 20 ust. 6 w analizowanym przypadku emitent obowiązany był w warunkach emisji określić szczegółowo: termin, w jakim zamiana będzie dopuszczalna, sposób przeliczenia obligacji na akcje, sposób postępowania w przypadku przekształcenia lub likwidacji emitenta lub zmiany wartości nominalnej akcji przed dniem, gdy roszczenie do zamiany stanie się wymagalne. Emitent miał także obowiązek zamieszczenia w warunkach emisji informacji o obowiązku zgłoszenia przez obligatariuszy Prezesowi Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów oraz innym organom zamiaru nabycia akcji w drodze zamiany obligacji na akcje oraz o skutkach jego niedopełnienia, wynikających z właściwych przepisów prawa.

Na obligatariuszu natomiast ciążył obowiązek złożenia w formie pisemnej oświadczenia o zamianie obligacji na akcje. Oświadczenia to musiało zostać złożone spółce. W tego typu przypadkach nie stosowało się, w okresie jego obowiązywania, art. 322 § 1 Kodeksu handlowego⁶⁸. Przepis ten dotyczył terminu na zapisywanie się na akcje. Jednakże ze względu na specyfikę procesu zamiany obligacji na akcje nie mógł on znaleźć zastosowania w tego typu sytuacjach. Odnosząc się do przywołanych powyżej regulacji należy wskazać, że w przypadku emisji obligacji zamiennych mamy do czynienia ze szczególnego rodzaju świadczeniem niepieniężnym w postaci możliwości zamiany obligacji na akcje⁶⁹. W związku z tym, trzeba również zwrócić uwagę na ograniczony krąg emitentów tego rodzaju papierów wartościowych. Obligacje zamienne mogły bowiem emitować tylko te podmioty, które jednocześnie posiadały zdolność emisji akcji, tj. spółki akcyjne i spółki komandytowo-akcyjne⁷⁰. Z perspektywy inwestorów było, to bardzo ciekawe rozwiązanie. Jak słusznie wskazuje się w doktrynie jedną z podstawowych zalet tych papierów wartościowych była możliwość osiągnięcia zysków kapitałowych na skutek wzrostu wartości akcji, na które opiewały obligacje⁷¹. Podsumowując, należy wskazać, że umożliwienie przeprowadzania emisji obligacji zamiennych należy ocenić pozytywnie. Wprowadzenie tej kategorii papierów wartościowych do ustawy wychodziło naprzeciw oczekiwaniom, jakie rynki finansowe

⁶⁸ Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 czerwca 1934 r. Kodeks handlowy, Dz. U. 1934 nr 57 poz. 502 ze zm.

⁶⁹ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 139.

⁷⁰ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 72, R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 140.

⁷¹ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 235.

więzały z potrzebą wprowadzania nowych instrumentów prawnych regulujących funkcjonowanie spółek handlowych⁷².

Kolejnym rodzajem obligacji, których emisję przewidywała ustawa z 1995 r. były obligacje z prawem pierwszeństwa. Jak stanowił art. 22 ust. 1 ustawy były to obligacje uprawniające obligatariuszy – oprócz innych świadczeń – do subskrybowania akcji spółki z pierwszeństwem przed jej akcjonariuszami. Emisja tych obligacji była więc zarezerwowana wyłącznie dla spółek akcyjnych i spółek komandytowo-akcyjnych⁷³. Uchwała o emisji obligacji z prawem pierwszeństwa musiała określać liczbę akcji przypadających na jedną obligację oraz cenę emisyjną akcji lub sposób jej ustalenia (art. 22 ust. 2 ustawy o obligacjach). Ponadto, jak stanowił art. 22 ust. 3 ustawy uchwała o emisji obligacji musiała określać termin wygaśnięcia uprawnień obligatariuszy wynikających z przyznanego im prawa pierwszeństwa. Na uwagę zasługuje fakt, że prawo do subskrybowania akcji emitenta musiało być jedynie jednym z kilku świadczeń przysługujących obligatariuszowi. W związku z tym, każda obligacja z prawem pierwszeństwa powinna była opiewać również na inne świadczenia niepieniężne lub pieniężne, np. w postaci oprocentowania⁷⁴. Z perspektywy inwestora był to atrakcyjny rodzaj obligacji, ponieważ przyznawał dodatkową możliwość wejścia w posiadanie akcji emitenta. Jednocześnie decyzja o skorzystaniu z przysługującego obligatariuszowi uprawnienia była w pełni pozostawiona jego woli⁷⁵.

Jak słusznie wskazuje się w literaturze przedmiotu istniały dwie podstawowe różnice między obligacjami zamiennymi oraz obligacjami z prawem pierwszeństwa. Po pierwsze w przypadku obligacji z prawem pierwszeństwa obligatariusz wykonując swoje uprawnienie musiał wnieść wkład na pokrycie obejmowanych akcji. Natomiast w przypadku obligacji zamiennych kwota wpłacona na poczet ceny jej zakupu była zaliczana jako wkład na akcje. Po drugie, z chwilą wykonania uprawnienia przysługującego obligatariuszowi obligacji zamiennej ulegała ona umorzeniu, zaś w przypadku obligacji z prawem pierwszeństwa skutek taki nie następował⁷⁶.

Emisja obligacji zamiennych lub z prawem pierwszeństwa wpływała także bezpośrednio na sytuację prawną dotychczasowych akcjonariuszy spółki. W związku z tym w art. 23

⁷² B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 468.

⁷³ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 247.

⁷⁴ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 79.

⁷⁵ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 513.

⁷⁶ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 149, L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 248.

ustawodawca przewidział regulację, zgodnie z którą jeżeli akcjonariuszom przysługiwało prawo poboru do objęcia nowych akcji, uchwała o emisji obligacji zamiennych lub obligacji z prawem pierwszeństwa musiała prawo to wyłączyć. Zakres zastosowanego wyłączenia musiał ograniczać się do elementów niezbędnych do wykonania uprawnień obligatariuszy. Wyłączenie to nie mogło jednocześnie naruszać innych przepisów prawa. W doktrynie wskazywano, że przepis ten należało traktować jako przepis szczególny w stosunku do regulacji kodeksu spółek handlowych⁷⁷. Powyższa regulacja miała na celu zapewnienie sobie przez emitenta możliwości wywiązania się przez niego z zobowiązań niepieniężnych inkorporowanych w obligacjach zamiennych lub z prawem pierwszeństwa⁷⁸. W literaturze przedmiotu podnosi się, że istotnym elementem omawianego przepisu było zastosowanie proporcjonalności wyłączenia do potrzeb określonego emitenta. Wyłączenie prawa poboru nie miało charakteru trwałego i całkowitego, ale ograniczony do takiego zakresu, który pozwalał na realizację uprawnień obligatariuszy⁷⁹. Tym samym, w przypadku emisji akcji w liczbie większej, niż niezbędna dla zaspokojenia roszczeń obligatariuszy, pozostała część akcji mogła zostać objęta, w ramach wykonania prawa poboru, przez dotychczasowych akcjonariuszy⁸⁰.

Następnym, a zarazem ostatnim, rodzajem obligacji emitowanych na gruncie przepisów ustawy o obligacjach z 1995 r. były obligacje przychodowe. Zostały one wprowadzone do polskiego systemu prawnego w dniu 27 sierpnia 2000 r. na mocy nowelizacji ustawy o obligacjach z dnia 29 czerwca 2000 r.⁸¹. Zgodnie z art. 23a ust. 1 były to obligacje, które przyznawały obligatariuszowi prawo do zaspokojenia swoich roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta. Pierwszeństwo zaspokojenia nie obejmowało jednakże całości majątku emitenta. Pierwszym źródłem zaspokojenia roszczeń obligatariusza mogły być w całości albo w części przychody lub w całości albo w części majątek przedsięwzięć, które zostały sfinansowane ze środków uzyskanych z emisji obligacji. Drugie źródło zaspokojenia mogły stanowić całość albo część przychodów z innych przedsięwzięć określonych przez emitenta. Podkreślenia wymaga fakt, iż to emitent każdorazowo określał przedmiot, z którego obligatariuszom przysługiwało pierwszeństwo zaspokojenia. Wskazać również należy, że emitentowi przysługiwał wybór sposobu zaspokojenia roszczeń obligatariuszy. Wybór ten musiał być jednakże dokonany już na etapie konstruowania

⁷⁷ A. Michalik, A. Mikuła, *Warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego – na przykładzie obligacji zamiennych i obligacji z prawem pierwszeństwa*, „Prawo papierów wartościowych” 2001, nr 7, s. 27-28.

⁷⁸ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 527.

⁷⁹ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 82.

⁸⁰ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 257.

⁸¹ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 85.

warunków emisji tak, aby potencjalni obligatariusze mieli możliwość oceny sytuacji prawnej dotyczącej planowanej przez nich decyzji inwestycyjnej⁸². Pod samym pojęciem przedsięwzięcia rozumiano natomiast pewną sferę działalności emitenta, która miała być finansowana ze środków pochodzących z emisji obligacji⁸³. Jako przykłady przedsięwzięć, które mogły być realizowane z funduszy pozyskanych z emisji obligacji przychodowych wskazywano w piśmiennictwie, np. modernizację ulic, zakup taboru komunikacji miejskiej, budownictwo komunalne, budowę kanalizacji, oczyszczalni ścieków czy też hali sportowej⁸⁴. Majątek przedsięwzięcia był natomiast definiowany jako wszelkie aktywa, których nabycie lub wytworzenie było finansowane lub współfinansowane ze środków pochodzących z emisji obligacji przychodowych, oraz inne aktywa służące wykonywaniu działalności objętej pojęciem przedsięwzięcia⁸⁵. Przykład składników majątku przedsięwzięcia mogły stanowić choćby uzbrojony grunt, budynek hali sportowej lub budowle wchodzące w skład infrastruktury oczyszczalni ścieków⁸⁶.

Ustawodawca określił także węższy od klasycznego katalog podmiotów uprawnionych do emisji obligacji przychodowych. Jednocześnie w odniesieniu do niektórych z nich przewidział dodatkowe warunki, które musieli oni spełniać. Pierwszą kategorią podmiotów, które nie podlegały dodatkowym obostrzeniom, były jednostki samorządu terytorialnego, związki tych jednostek oraz miasto stołeczne Warszawa. Drugą kategorię stanowił Bank Gospodarstwa Krajowego. Również w odniesieniu do tego podmiotu ustawodawca nie przewidział dodatkowych warunków. Wskazał jednakże otwarty katalog zadań, które Bank Gospodarstwa Krajowego mógł realizować z wykorzystaniem emisji obligacji przychodowych. Do zadań tych w szczególności należała realizacja programów rządowych, o których mowa w art. 5 ust. 1 pkt 3, 5 i 7 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o Banku Gospodarstwa Krajowego⁸⁷. Programy te dotyczyły odpowiednio: obsługi transakcji eksportowych z zastosowaniem instrumentów wspierania eksportu oraz wspieranie eksportu polskich towarów i usług, zgodnie z odrębnymi przepisami lub w ramach realizacji programów rządowych (art. 5 ust. 1 pkt. 3), prowadzenia – bezpośrednio lub pośrednio –

⁸² J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 85.

⁸³ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 155.

⁸⁴ M. Poniatowicz, *Obligacje przychodowe i sekurytyzacyjne jako innowacyjne instrumenty na polskim rynku komunalnych papierów wartościowych*, „Finanse komunalne” 2005, nr 3, s. 23, R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 155.

⁸⁵ M. Spyra, *Obligacje przychodowe jako szczególne zabezpieczenie wierzytelności*, „Prawo papierów wartościowych” 2001, nr 8, s. 18.

⁸⁶ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 156.

⁸⁷ Ustawa z dnia 14 marca 2003 r. o Banku Gospodarstwa Krajowego, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1198.

działalności gwarancyjnej lub poręczeniowej w ramach realizacji programów rządowych lub w imieniu i na rachunek Skarbu Państwa na podstawie ustawy z dnia 8 maja 1997 r. o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa oraz niektóre osoby prawne, w szczególności dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw (art. 5 ust. 1 pkt. 5) oraz wspierania rozwoju budownictwa mieszkaniowego, w szczególności budownictwa mającego na celu budowę lokali mieszkalnych na wynajem, zgodnie z odrębnymi przepisami lub w ramach realizacji rządowych programów (art. 5 ust. 1 pkt. 7). Do emisji obligacji przychodowych upoważniony był również Krajowy Fundusz Kapitałowy Spółka Akcyjna. Z wykorzystaniem emisji obligacji przychodowych mógł on realizować zadanie, o którym mowa w art. 5 ustawy z dnia 4 marca 2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym⁸⁸. Celem tym było wspieranie polityki gospodarczej Rady Ministrów w zakresie stymulowania rozwoju gospodarczego państwa opartego na innowacyjności oraz konkurencyjności gospodarki. Czwartą kategorią podmiotów uprawnionych do emisji obligacji przychodowych były spółki akcyjne albo spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Możliwość emisji tego typu obligacji została jednakże ograniczona do tych podmiotów, w których jednostka samorządu terytorialnego lub ich związek posiadały taką liczbę akcji albo udziałów, która zapewniała im więcej niż 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub zgromadzeniu wspólników. Drugim warunkiem, który musiały spełniać spółki chcące emitować obligacje przychodowe był zakres ich działalności. Jedynym przedmiotem działalności tych spółek mogło być bowiem zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej. Spółki akcyjne albo spółki z ograniczoną odpowiedzialnością miały możliwość emisji obligacji przychodowych również w sytuacji, w której jedynym przedmiotem ich działalności było wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej na podstawie umowy zawartej z jednostką samorządu terytorialnego, związkiem jednostek samorządu terytorialnego lub miastem stołecznym Warszawa. Okres wykonywania takiej umowy musiał być co najmniej równy okresowi zapadalności obligacji. Spółki akcyjne były uprawnione do emisji obligacji przychodowych jeszcze w jednym przypadku. Odnosił się on do spółek, które na podstawie upoważnienia ustawowego lub na podstawie koncesji albo zezwolenia wykonywały zadania z zakresu użyteczności publicznej albo świadczyły usługi w zakresie transportu lub komunikacji oraz utrzymania i rozwoju infrastruktury komunikacyjnej lub transportowej co najmniej przez okres równy okresowi zapadalności obligacji. Ostatnią kategorię podmiotów posiadających możliwość emisji

⁸⁸ Ustawa z dnia 4 marca 2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 892.

obligacji przychodowych stanowił koncesjonariusz, o którym mowa w art. 37a ust. 2 ustawy z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym⁸⁹. Była to spółka, która zawarła umowę o budowę i eksploatację albo wyłącznie eksploatację autostrady. Z praktycznego punktu widzenia należy wskazać, że obligacje przychodowe były emitowane przede wszystkim przez szpitale, uniwersytety, porty lotnicze, przedsiębiorstwa drogowe oraz przedsiębiorstwa użyteczności publicznej⁹⁰. Jak wskazuje się w doktrynie, cechą wspólną emitentów obligacji przychodowych było wykonywanie przez nich zadań z zakresu użyteczności publicznej⁹¹.

Ustawodawca przewidział również szczegółową regulację dotyczącą treści uchwały o emisji obligacji przychodowych. Uchwała ta musiała określać rodzaj i cel przedsięwzięcia, sposób obliczenia przychodów z przedsięwzięcia, a także wskazywać, do jakiej części przychodów z przedsięwzięcia lub majątku z przedsięwzięcia służy obligatariuszom prawo pierwszeństwa zaspokojenia swoich wierzytelności względem emitenta. Co warte podkreślenia uchwała o emisji obligacji mogła wskazywać na więcej niż jedno przedsięwzięcie. Wskazać również należy, że dane, o których mowa powyżej musiały zostać umieszczone w treści obligacji przychodowej. Wymóg ten dotyczył oczywiście sytuacji, w których obligacja miała formę dokumentu.

Regulacja wskazująca obligatoryjne elementy treści uchwały o emisji obligacji przychodowych nie dotyczyła sytuacji, w której emitentem była spółka eksploatująca autostradę. W tego typu przypadkach zastosowanie znajdował przepis art. 37b ust. 3 ustawy o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym, który stanowił, że w przypadku finansowania budowy autostrady środkami z obligacji przychodowych wyemitowanych przez spółkę, część przychodów z opłat za przejazd autostradą określona w umowie o budowę i eksploatację albo wyłącznie eksploatację autostrady stanowi przychód spółki przeznaczony wyłącznie na pokrycie zobowiązań wobec obligatariuszy z tytułu tych obligacji. W związku z tym, nie było potrzeby powielania w uchwale o emisji obligacji informacji dotyczących rodzaju i celu przedsięwzięcia, sposobu obliczania przychodów z niego oraz zakresu w ramach, którego obligatariuszom przysługiwało pierwszeństwo zaspokojenia. Informacje te bowiem wskazywała wprost regulacja ustawowa.

⁸⁹ Ustawa z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 72. ze zm.

⁹⁰ F. Faerber, *Wszystko o obligacjach*, Warszawa 1996, Wydawnictwo WIG Press, s. 125.

⁹¹ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 266.

W związku z tym, że emisja obligacji przychodowych była ściśle powiązana z realizowanym przez emitenta przedsięwzięciem, również w tym zakresie nałóżono na niego dodatkowe obowiązki. Zgodnie z art. 23a ust. 5 ustawy emitent obligacji przychodowych, poza obowiązkami określonymi w art. 10, musiał udostępniać dodatkowo obligatariuszom co najmniej na dwa tygodnie przed każdym terminem wypłaty świadczeń z obligacji sprawozdanie zawierające dane o sumie przychodów z przedsięwzięcia. W ustawie zastrzeżono ponadto, że nie mogło to następować rzadziej niż raz w roku. Sprawozdanie dotyczyło tych przychodów, które wpłynęły na specjalnie do tego przeznaczony rachunek. Informacje musiały również obejmować wskazanie kwot wypłaconych obligatariuszom oraz emitentowi z tego rachunku w okresie od poprzedniej wypłaty świadczeń, a także omówienie struktury przychodów z przedsięwzięcia oraz struktury kosztów ponoszonych przez emitenta na utrzymanie przedsięwzięcia w tym okresie. Słusznie podnosi się w piśmiennictwie, że nieudostępnienie sprawozdania finansowego było objęte zakresem art. 40 ustawy o obligacjach, tzn. stanowiło przestępstwo zagrożone grzywną, karą ograniczenia wolności albo pozbawienia wolności do roku⁹². Szczególne obowiązki ciążyły na emitencie obligacji przychodowych również po ich emisji. Jak stanowił art. 23a ust. 6 po wyemitowaniu obligacji przychodowych emitent zobowiązany był ogłosić w dwóch dziennikach, w tym co najmniej jednym ogólnopolskim, łączną wysokość zadłużenia z tytułu tych obligacji oraz wskazać przedsięwzięcie, które zamierzał w ramach emisji zrealizować. Jako zasadniczą funkcję przywołanych powyżej przepisów, wskazywano w literaturze przedmiotu zapewnienie obligatariuszom łatwego dostępu do informacji o bieżącym stanie zadłużenia i kondycji finansowej emitenta oraz aktualnych parametrów ekonomicznych przedsięwzięcia finansowanego ze środków pochodzących z emisji obligacji⁹³.

Emitentowi zostało także ograniczone prawo rozporządzania mieniem przedsięwzięcia. W myśl art. 23a ust. 7 emitent obligacji przychodowych nie mógł zbywać ani obciążać składników majątkowych przedsięwzięcia, z wyjątkiem sytuacji, gdy dokonywał zbycia w ramach prawidłowej gospodarki, nie powodując istotnego zmniejszenia wartości tego przedsięwzięcia. Ograniczeniom podlegało również rozporządzanie wierzytelnościami tworzącymi przychody z przedsięwzięcia. Zgodnie z art. 23a ust. 8 wierzytelności tworzące przychody, do których pierwszeństwo przysługiwało obligatariuszom obligacji przychodowych, nie mogły być przedmiotem zabezpieczenia zastawem ani też przedmiotem

⁹² L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 270.

⁹³ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 88.

cesji. Celem nałożenia wskazanych powyżej ograniczeń na emitenta było zagwarantowanie koncentracji przychodów z przedsięwzięcia finansowanego ze środków pochodzących z emisji obligacji przychodowych, co chroniło interesy majątkowe obligatariuszy przed uszczupleniem należnych im środków⁹⁴.

Niezwykle istotna w kontekście emisji obligacji przychodowych była zasygnalizowana już powyżej tematyka rachunku bankowego, na który wpływały przychody z przedsięwzięcia. Jak stanowił art. 23b ust. 1 ustawy o obligacjach w przypadku przyznania obligatariuszom, prawa do zaspokojenia swoich roszczeń z przychodów z określonego przedsięwzięcia, wszystkie przychody z takiego przedsięwzięcia musiały wpływać na rachunek bankowy, przeznaczony wyłącznie do ich gromadzenia i dokonywania wypłat. Wyjaśnić należy, że zgodnie z definicją sformułowaną w literaturze przedmiotu przychodami z przedsięwzięcia były świadczenia pieniężne otrzymane przez emitenta bez obowiązku zwrotu wynikające z działalności stanowiącej przedsięwzięcie emitenta⁹⁵. Z aprobatą należy także odnieść się do stanowiska, w myśl którego sposób zaliczenia przychodów do kategorii podlegających obowiązkowi wpływu na specjalny rachunek bankowy musiał być precyzyjnie określony w uchwale o emisji obligacji oraz warunkach emisji⁹⁶. Realizacja tego postulatu pozwalała potencjalnym inwestorom na zapoznanie się ze strukturą planowanych przez emitenta przepływów pieniężnych. Zamysłem ustawodawcy przyświecającym ustanowieniu wskazanych powyżej zasad gromadzenia środków pochodzących z przychodów uzyskiwanych w ramach przedsięwzięcia było bowiem zapewnienie przejrzystości finansowej oraz zagwarantowanie obligatariuszom kontroli wszelkich wpływów i wydatków związanych z przedsięwzięciem⁹⁷. Uzupełniając, należy wskazać, że wydzielonego rachunku nie tworzyło się jedynie w sytuacji realizacji przedsięwzięcia związanego z budową i obsługą autostrad.

Podstawową zasadą wprowadzoną w treści przepisu art. 23b ust. 2 zd. 1 była regulacja, zgodnie z którą emitent nie mógł dokonywać wypłat środków z tego rachunku dla celów innych niż zaspokojenie roszczeń obligatariuszy. Wyjątek od tej zasady został sformułowany w art. 23b ust. 3. W myśl tego przepisu emitent mógł dokonywać wypłat z rachunku bankowego w innych celach niż zaspokojenie roszczeń obligatariuszy wyłącznie w zakresie kwot przewyższających kwotę wystarczającą do zaspokojenia ich roszczeń wynikających z

⁹⁴ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 269.

⁹⁵ M. Spyra, *Obligacje przychodowe jako szczególne zabezpieczenie wiarytelności*, „Prawo papierów wartościowych” 2001, nr 8, s. 18.

⁹⁶ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 90.

⁹⁷ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 276.

obligacji w okresie następnych 12 miesięcy. Ponadto możliwość taka musiała być przewidziana w warunkach emisji. W piśmiennictwie podnosi się, że skorzystanie z tego rozwiązania było co prawda bezpieczne dla obligatariuszy, ale jednocześnie mogło wywołać zwiększone koszty emisji obligacji przychodowych, a w konsekwencji obniżyć efektywność wykorzystania środków pozyskanych w jej ramach. Przyczyną tego stanu rzeczy była potrzeba poszukiwania dodatkowych źródeł finansowania odsetek przysługujących obligatariuszom oraz środków niezbędnych do zabezpieczenia roszczeń z obligacji przypadających na kolejne 12 miesięcy w przypadku, gdy przedsięwzięcie finansowane z obligacji przychodowych nie przynosiło przez pewien czas spodziewanych zysków⁹⁸.

Warte uwagi jest również to, że środki zgromadzone na rachunku podlegały dodatkowym zabezpieczeniom. Jak stanowił art. 23b ust. 2 zd. 2 w odniesieniu do środków znajdujących się na rachunku bankowym przeznaczonym do wpływów przychodów z przedsięwzięcia nie przysługiwało prawo potrącenia. Zakaz dokonywania potrąceń obejmował zarówno potrącenie umowne, jak i ustawowe⁹⁹. W sferze podmiotowej dotyczył on zarówno emitenta, obligatariuszy, jak i inne podmioty mające wzajemne wierzytelności wobec emitenta¹⁰⁰. Co więcej, środki zgromadzone na tym rachunku nie podlegały egzekucji prowadzonej z rachunku emitenta. Ograniczenie to obowiązywało jednakże wyłącznie do wysokości kwoty zobowiązania emitenta wobec obligatariuszy (art. 23b ust. 4 ustawy o obligacjach). Podkreślenia wymaga także to, że wskazany powyżej przywilej obligatariuszy obligacji przychodowych był skuteczny wobec wszystkich wierzycieli emitenta¹⁰¹. Kolejne zabezpieczenie ustanawiała regulacja art. 23b ust. 5, zgodnie z którą w przypadku egzekucji przeprowadzanej ze składników majątkowych przedsięwzięcia, zajęciu nie podlegała kwota w wysokości niezbędnej do zaspokojenia roszczeń obligatariuszy. Kwota ta przekazywana była na rachunek bankowy służący do gromadzenia przychodów z przedsięwzięcia i nie mogła być wypłacana na inne cele niż zaspokojenie roszczeń obligatariuszy. Tym samym, przywołane powyżej unormowanie nie wyłączało całkowicie możliwości prowadzenia egzekucji ze składników majątkowych przedsięwzięcia, a jedynie ograniczało kwotowo możliwość dokonania skutecznego zajęcia i przekazania wyegzekwowanych kwot na rzecz wierzycieli

⁹⁸ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 158-159.

⁹⁹ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 159.

¹⁰⁰ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 91.

¹⁰¹ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 283, R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 159.

innych niż obligatariusze¹⁰². Kwota przekazywana na odrębny rachunek bankowy do dyspozycji obligatariuszy mogła podlegać jednakże zajęciu w przypadku egzekucji wszczętej celem zaspokojenia roszczeń z obligacji przychodowych (art. 23b ust. 6 ustawy o obligacjach). Powyższe regulacje stanowiły gwarancję nienaruszalności środków przeznaczonych na wypłatę świadczeń należnych obligatariuszom¹⁰³. Były także przejawem woli ustawodawcy do ustanowienia dodatkowych gwarancji bezpieczeństwa inwestowania w obligacje przychodowe¹⁰⁴.

Szczególną regulacją zostały objęte obligacje przychodowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego. Zgodnie bowiem z art. 23b ust. 7 środków przeznaczonych na wypłaty obligatariuszom oraz świadczeń emitenta należnych obligatariuszom od emitenta obligacji w wykonaniu zobowiązań wynikających z tych obligacji nie uwzględniało się przy ustalaniu ograniczeń zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego wskazanych w art. 243 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych. Powyższa regulacja była wyrazem stanowiska ustawodawcy, zgodnie z którym emisja obligacji przychodowych nie stwarzała ryzyka dla zbyt dużego zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego. W związku z tym, nie istniała potrzeba uwzględniania zobowiązań z nich wynikających przy ustalaniu limitów zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego¹⁰⁵.

Środki gromadzone na wydzielonym rachunku podlegały uprzywilejowaniu również w przypadku ogłoszenia upadłości emitenta. Zgodnie z art. 23c ust. 1 środki zgromadzone na tym rachunku były wyłączone z masy upadłości emitentów obligacji przychodowych. Powyższa regulacja dotyczyła jednakże tylko spółek z ograniczoną odpowiedzialnością oraz spółek akcyjnych¹⁰⁶. Wyłączenie to nie dotyczyło bowiem jednostek samorządu terytorialnego i ich związków, miasta stołecznego Warszawy, Banku Gospodarstwa Krajowego oraz Krajowego Funduszu Kapitałowego S.A. Z mocy przepisów prawa upadłościowego podmioty te były w okresie obowiązywania ustawy o obligacjach z 1995 r. pozbawione zdolności upadłościowej¹⁰⁷. W myśl art. 23c ust. 2 z chwilą otwarcia postępowania upadłościowego lub likwidacyjnego podmiotu będącego emitentem obligacji

¹⁰² J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 91.

¹⁰³ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 91.

¹⁰⁴ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 276.

¹⁰⁵ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 284.

¹⁰⁶ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 160.

¹⁰⁷ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 93, L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 287.

przychodowych zobowiązania z tytułu obligacji przychodowych stawały się natychmiast wymagalne. Ten sam skutek następował również w przypadku podjęcia, w trybie wskazanym właściwymi przepisami, decyzji o podziale jednostek samorządu terytorialnego będących emitentami (art. 23c ust. 3). Podsumowanie powyższych regulacji stanowił art. 23c ust. 4, zgodnie z którym zaspokojenia roszczeń posiadaczy obligacji przychodowych dokonywało się ze składników majątku przedsięwzięcia, z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami upadłego. Tym samym, przedmiot zabezpieczenia praw z obligacji tworzył osobną masę upadłości przeznaczoną za zaspokojenie praw obligatariuszy¹⁰⁸. Przytoczone powyżej regulacje należy zaliczyć do grupy przepisów chroniących interesy obligatariuszy oraz ustanawiających gwarancje bezpieczeństwa środków służących zaspokojeniu ich roszczeń¹⁰⁹.

5. Zbywanie i nabywanie obligacji

Do najważniejszych czynności związanych z obrotem obligacjami na rynku należało w pierwszej kolejności nabycie, a następnie ewentualne zbycie obligacji. Dla dokonywania tych czynności zostały przewidziane szczegółowe regulacje prawne. Zgodnie z generalną zasadą nabycie obligacji następowało w momencie wydania dokumentu obligacji obligatariuszowi, które miało miejsce po dokonaniu przez emitenta ich przydziału. W odniesieniu natomiast do obligacji zdematerializowanych kluczowy był moment dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych.

Ustawodawca przewidział jednakże w określonych przypadkach stosowne obostrzenia. Zgodnie z art. 15 ustawy w sytuacjach, w których w warunkach emisji przewidziano ustanowienie zabezpieczenia, obligacje nie mogły być wydawane przed zrealizowaniem tego zobowiązania. Regulacja ta miała na celu ochronę interesów obligatariusza, który nabywał obligację dopiero w momencie, w którym emitent w pełni wywiązał się ze swoich obowiązków. Jak słusznie wskazuje się w literaturze powyższy przepis jest kolejnym przykładem emanacji nadrzędnych zasad ochrony obligatariuszy oraz pewności i bezpieczeństwa obrotu papierami wartościowymi¹¹⁰. Pełnił także rolę prewencyjną. Stanowił bowiem zabezpieczenie obligatariuszy przed sytuacją, w której emitent w warunkach emisji określiłby formy dodatkowego zabezpieczenia, a następnie nie ustanawiając ich, pozbawiłby

¹⁰⁸ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 161.

¹⁰⁹ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 93.

¹¹⁰ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 207.

uprawnionych z obligacji zadeklarowanej uprzednio ochrony¹¹¹. Nieustanowienie zabezpieczeń, a w konsekwencji niewydanie dokumentu obligacji rodziło odpowiedzialność odszkodowawczą emitenta¹¹². W piśmiennictwie podkreśla się jednakże fakt, że brak ustanowienia przewidzianych w warunkach emisji zabezpieczeń nie zawsze musiał wynikać z przyczyn zależnych od emitenta¹¹³. W takich sytuacjach niekoniecznie ponosił on odpowiedzialność za zaniechania w zakresie ustanowienia zabezpieczeń i wydania obligacji. Przede wszystkim należy jednak wskazać, że naruszenie zakazu przewidzianego w art. 15 skutkowało nieważnością wydanych dokumentów obligacji. Stanowiło bowiem czynność sprzeczną z ustawą¹¹⁴. Powyższa regulacja dotyczyła jedynie sytuacji, w których ustanowienie zabezpieczenia zostało przewidziane już w warunkach emisji. Jak słusznie wskazuje się w literaturze dopuszczalne było bowiem ustanowienie zabezpieczeń już po wyemitowaniu (wydaniu) obligacji. Ustanawiane na tym etapie zabezpieczenia funkcjonowały jako zabezpieczenia dodatkowe w stosunku do przewidzianych w warunkach emisji, albo jako pierwotne wobec braku określenia zabezpieczeń w warunkach emisji¹¹⁵. We wskazanych powyżej przypadkach obligatariusz nie potrzebował szczególnej ochrony, gdyż decydował się na nabycie obligacji niezabezpieczonych. Ustanowienie przez emitenta zabezpieczeń w późniejszym czasie stanowiło dla obligatariuszy tylko dodatkową korzyść, wykraczającą poza czynności, do których zobowiązał się emitent wobec obligatariuszy w warunkach emisji. Zgodzić należy się również z twierdzeniem prezentowanym w literaturze przedmiotu, zgodnie z którym ustanowienie nieprzewidzianych w warunkach emisji form zabezpieczeń mogło odbywać się obok, a nie zamiast zabezpieczenia przewidzianego w warunkach emisji¹¹⁶.

Szczególna regulacja dotycząca nabywania obligacji została przewidziana na wypadek nabycia własnych obligacji przez emitenta. Zgodnie z art. 25 ust. 1 emitent mógł nabywać własne obligacje jedynie w celu ich umorzenia. Zamysłem tej regulacji było zapobieżenie sytuacji, w której emitenci byliby uprawnieni do wykupywania własnego długu, a tym samym mieliby możliwość spekulowania nim w celu uzyskania dodatkowych korzyści czy

¹¹¹ L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 124.

¹¹² R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 121-122.

¹¹³ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 430-432.

¹¹⁴ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 63, R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 122.

¹¹⁵ L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 124.

¹¹⁶ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 426.

ingerowania w kurs obligacji na rynku wtórnym¹¹⁷. Nie można zatem zgodzić się z poglądem prezentowanym w literaturze, jakoby brakowało wystarczającego merytorycznego uzasadnienia dla zakazu nabywania obligacji przez emitenta z możliwością późniejszego ponownego wprowadzenia do obrotu¹¹⁸. Pod samym pojęciem umorzenia obligacji rozumiano natomiast pozbawienie obligacji mocy prawnej w sposób nieodwracalny¹¹⁹. Tym samym, obligacje nabyte przez emitenta nie mogły być ponownie wprowadzane do obiegu¹²⁰.

Nawet jeżeli wskazany powyżej podstawowy warunek nabycia własnych obligacji przez emitenta został spełniony to istniały dodatkowe obostrzenia, które uniemożliwiały dokonanie tej czynności. W myśl art. 25 ust. 2 emitent bezwzględnie nie mógł nabywać własnych obligacji po upływie terminu do spełnienia wszystkich zobowiązań z obligacji, który był określony w warunkach emisji. Własnych obligacji nie mógł również nabywać emitent, który pozostawał w zwłoce z realizacją zobowiązań (art. 25 ust. 3 ustawy o obligacjach). Zgodnie ze wskazywanym w piśmiennictwie poglądem zamiarem ustawodawcy we wprowadzeniu powyższych zakazów było zapobiegnięcie sytuacji, w której emitent mógłby zyskać uprzywilejowaną sytuację w stosunku do pozostałych obligatariuszy¹²¹. Przychylić należy się w tym kontekście do stanowiska, w myśl którego brak zakazów wskazanych w art. 25 ust. 2-3 mógłby zachęcać emitentów do celowego opóźniania wykupu. Związany z tym spadek wartości rynkowej obligacji umożliwiałby emitentowi skupowanie obligacji po atrakcyjnej cenie, a następnie ich umarzanie¹²². Za złamanie przewidzianych w art. 25 ust. 2-3 zakazów ustawodawca przewidział w art. 43a ust. 2 ustawy o obligacjach z 1995 r. karę grzywny w wysokości do 1 mln złotych.

Na gruncie ustawy o obligacjach z 1995 r. również zbywanie obligacji podlegało stosownemu unormowaniu. Jak słusznie wskazuje się w literaturze przedmiotu zbywalność obligacji stanowi ich podstawową zasadę konstrukcyjną¹²³. Pozwala ona na dynamizację

¹¹⁷ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 169, L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 176, B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 569.

¹¹⁸ L. Sobolewski, w: S. Włodyka (red.), *Prawo gospodarcze i handlowe. Tom 4. Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2004, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 431.

¹¹⁹ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 569, L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 297.

¹²⁰ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 297.

¹²¹ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 170.

¹²² B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 570, L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 298.

¹²³ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 219, R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 122.

rynku papierów wartościowych, w tym rynku obligacji. Co do zasady, obowiązywała swoboda obrotu obligacjami przejawiająca się w możliwości przenoszenia praw z nich wynikających zarówno w sposób odpłatny, jak i nieodpłatny, między żyjącymi, jak i na wypadek śmierci. Swoboda ta podlegała jednakże określonym ograniczeniom. Regulacje przewidziane w tym zakresie odnosiły się do wtórnego obrotu obligacjami¹²⁴. Jak stanowił art. 16 ust. 1 ustawy obligacje można było zbywać wyłącznie bezwarunkowo. Przyczyną wprowadzenia tego przepisu do ustawy była wola ograniczenia sytuacji, w których mogłyby pojawić się wątpliwości, jaki podmiot jest wierzycielem w stosunku wynikającym z obligacji. Miał on również na celu uproszczenie obrotu obligacjami¹²⁵. Wskazane powyżej ograniczenie nie obejmowało zdaniem przedstawicieli doktryny obrotu instrumentami pochodnymi (derywatami), wystawionymi w oparciu o obligacje jako instrumentu podstawowego¹²⁶. Natomiast złamanie ustawowego zakazu skutkowało nieważnością dokonanej czynności prawnej¹²⁷.

Zgodnie z drugim obostrzeniem, sam emitent na gruncie art. 16 ust. 2 ustawy, miał uprawnienie do wprowadzenia ograniczeń lub zakazu zbywania obligacji imiennych. Ograniczenia lub zakaz zbywania nie mogły natomiast dotyczyć obligacji na okaziciela. Zasadnie wskazuje się w piśmiennictwie, że w odniesieniu do tego rodzaju obligacji egzekwowanie ograniczeń byłoby w praktyce niewykonalne¹²⁸. Podkreślić należy, że wskazane powyżej ograniczenia stanowiły wyjątek od uregulowania przewidzianego w art. 57 k.c.¹²⁹. Ograniczenia zbywania obligacji imiennych mogły przyjmować formę choćby konieczności uzyskania zgody od emitenta na przeniesienie własności obligacji w ogóle lub na określoną osobę, zakazie zbywania obligacji określonym podmiotom czy też czasowego zakazu zbywania obligacji¹³⁰. Możliwe było również ustanowienie w warunkach emisji prawa pierwszeństwa nabycia obligacji przez pozostałych obligatariuszy lub osoby spoza ich grona.

¹²⁴ Pod pojęciem tym należy rozumieć zbywanie obligacji przez osoby inne niż emitent – tak: L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 219.

¹²⁵ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 123.

¹²⁶ L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 127, J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 66, R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 124.

¹²⁷ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 123.

¹²⁸ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 223.

¹²⁹ L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 135, B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 447.

¹³⁰ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 223-224.

Z aprobatą należy odnieść się także do stanowiska, zgodnie z którym wprowadzenie w treści art. 16 ust. 1 ustawy zakazu zbywania obligacji pod warunkiem powodowało, że ograniczeniem zbywania obligacji nie mogło być przyznanie określonym podmiotom prawa pierwokupu. Prawo to bowiem, ze swej natury, wiąże się z przeniesieniem praw do przedmiotu umowy pod warunkiem¹³¹. Nie można zaakceptować natomiast poglądu, zgodnie z którym ograniczenia zbywania obligacji mogły występować w odniesieniu tylko do obligacji należących do wybranych obligatariuszy¹³². Po pierwsze, byłoby to nieuzasadnione dyskryminowanie wybranych kategorii obligatariuszy. Po drugie, emitent co do zasady nie był w stanie wskazać konkretnych obligatariuszy w warunkach emisji, ponieważ na etapie ich konstruowania nie znał jeszcze ich składu osobowego. Zakaz zbywania obligacji polegał natomiast na całkowitym wyłączeniu tego prawa przez cały okres trwania stosunku wynikającego z obligacji¹³³. Skuteczną metodą realizacji całkowitego zakazu zbywania obligacji imiennych było zawieranie przez emitenta z obligatariuszami umów o zdeponowanie dokumentów obligacji, np. w banku¹³⁴. Uzasadnieniem dla umożliwienia emitentowi wprowadzenia wskazanych powyżej ograniczeń była potrzeba ochrony jego interesów. Emitent dzięki zastosowanym ograniczeniom zyskiwał kontrolę nad składem obligatariuszy¹³⁵. Kontrola ta miała znaczenie praktyczne w szczególności w odniesieniu do emisji obligacji zamiennych i z prawem pierwszeństwa, które przyznawały obligatariuszom dodatkowe uprawnienia w postaci objęcia w przyszłości papierów wartościowych emitenta o charakterze udziałowym¹³⁶.

W związku z tym, regulacje ograniczające obrót obligacjami na rynku wtórnym należy uznać w ujęciu ogólnym za uzasadnione. Zbyt szeroki wydaje się jedynie zakres możliwości wprowadzania ograniczeń lub zakazu zbywania, odnoszący się do wszystkich obligacji imiennych. Zasadne bowiem byłoby wprowadzenie takiego uprawnienia emitenta wyłącznie w stosunku do obligacji zamiennych i z prawem pierwszeństwa. W przypadku innych rodzajów obligacji przywołana powyżej regulacja ustanawiała jedynie zbędne ograniczenie swobody obrotu obligacjami na rynku wtórnym. Tym samym, stanowiła jedną z barier dla rozwoju rynku obligacji.

¹³¹ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 443-444.

¹³² J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 66.

¹³³ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 223.

¹³⁴ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 447.

¹³⁵ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 445.

¹³⁶ L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 135.

Źródłem ograniczenia zbywalności obligacji, poza ustawą i warunkami emisji, mogły być również odrębne umowy zawierane pomiędzy emitentem a obligatariuszami lub między samymi obligatariuszami. Ograniczenie prawa do zbycia obligacji musiało w takiej sytuacji dotyczyć konkretnie oznaczonych czynności, np. sprzedaży lub ustanowienia zastawu. Niezgodne z prawem było natomiast całkowite wyłączenie zbywalności obligacji w drodze umownej. Skutkiem osiąganym dzięki zawieraniu wskazanych powyżej umów było uzyskanie kontroli nad składem obligariatu oraz ceną rynkową obligacji. Co więcej, umowne ograniczenia zbywalności obligacji mogły dotyczyć wyłącznie konkretnych obligatariuszy lub ich grup. Warte uwagi jest również to, że umowne ograniczenia możliwości zbywania obligacji mogły dotyczyć zarówno obligacji imiennych, jak i na okaziciela. Realizację drugiego rodzaju umów gwarantowano przez zawarcie postanowień umownych dotyczących obowiązku złożenia przez dotychczasowego obligatariusza dokumentu obligacji do depozytu, np. bankowego. Konsekwencje naruszenia warunków umów ograniczających obrót obligacjami były natomiast rozstrzygane w oparciu o przepisy prawa cywilnego, w szczególności na gruncie art. 471 k.c. Wskazać również należy, że treść umownego ograniczenia zbywalności, jako oderwanego od podstawowego stosunku łączącego emitenta obligacji z obligatariuszem, nie znajdowała odzwierciedlenia w treści dokumentu obligacji¹³⁷.

6. Wykup obligacji

Kolejnym istotnym dla funkcjonowania obligacji w obrocie zdarzeniem jest moment jej wykupu. Kwestia ta została szczegółowo uregulowana również na gruncie ustawy o obligacjach z 1995 r. Zgodnie z art. 24 ust. 1 przywołanej ustawy z chwilą wykupu obligacje podlegały umorzeniu. Wykup obligacji polegał na spełnieniu przez emitenta świadczenia pieniężnego lub niepieniężnego¹³⁸. Natomiast przez umorzenie rozumiano wygaśnięcie zobowiązania inkorporowanego w obligacji, a tym samym ustanie ważności obligacji jako papieru wartościowego¹³⁹. Jak wskazuje się w piśmiennictwie umorzenie nie oznaczało zwykłego fizycznego zniszczenia dokumentu, lecz unicestwienie praw z niego wynikających¹⁴⁰. Tym samym, dla unicestwienia prawa inkorporowanego w obligacji nie było konieczne zniszczenie dokumentu stanowiącego nośnik tego prawa. Natomiast w przypadku

¹³⁷ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 450-451.

¹³⁸ L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 168, L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 288.

¹³⁹ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 163, L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 288, L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 169.

¹⁴⁰ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 96.

obligacji w formie zdematerializowanej umorzenie następowało przez wykreślenie prawa z obligacji z ewidencji (w przypadku obligacji niepublicznych) albo z rachunku papierów wartościowych (w przypadku obligacji publicznych)¹⁴¹.

Modelowy moment wykupu obligacji nie zawsze jednakże następował. W związku z tym, ustawodawca przewidział na tę okoliczność regulacje szczególne. Jak stanowił art. 24 ust. 2 jeżeli emitent nie wypełnił w terminie, w całości lub w części, zobowiązań wynikających z obligacji, obligacje podlegały, na żądanie obligatariusza, natychmiastowemu wykupowi w części, w jakiej przewidywały świadczenie pieniężne. Opóźnienie w realizacji zobowiązań mogło dotyczyć zarówno odsetek, jak i świadczenia głównego¹⁴². Odpowiedzialność emitenta za nieterminowe regulowanie zobowiązań miała charakter obiektywny, a zatem do jej zaktualizowania się nie było potrzebne zaistnienie po stronie emitenta jakiegokolwiek winy (zarówno w postaci działania umyślnego, jak i braku należytej staranności)¹⁴³. W pierwotnym brzmieniu ustawa ograniczała możliwość przedstawienia obligacji emitentowi do natychmiastowego wykupu wyłącznie do sytuacji, gdy został ustanowiony bank reprezentant. Regulacja ta wzbudzała jednakże sprzeciw przedstawicieli doktryny¹⁴⁴, w konsekwencji czego ograniczenie zostało uchylone w ramach przeprowadzonej nowelizacji ustawy o obligacjach¹⁴⁵.

Dodatkowego doprecyzowania wymagał również tok postępowania w przypadku likwidacji emitenta. Na tę okoliczność w art. 24 ust. 3 zd. 1 przewidziano, że w razie likwidacji emitenta obligacje podlegały natychmiastowemu wykupowi z dniem otwarcia likwidacji, chociażby termin ich wykupu jeszcze nie nastąpił. Jak słusznie wskazuje się w piśmiennictwie analogiczny skutek występował w sytuacji ogłoszenia upadłości emitenta¹⁴⁶. Uszczegółowienie przewidziano także na okoliczność dokonywania przekształceń w ramach jednostek samorządu terytorialnego. Jak stanowił art. 24 ust. 3 zd. 2 w przypadku zniesienia lub podziału jednostki samorządu terytorialnego, związku tych jednostek lub miasta stołecznego Warszawy, będących emitentami obligacji, odpowiedzialność za zobowiązania

¹⁴¹ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 96.

¹⁴² L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 169.

¹⁴³ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 294, L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 169, R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 163, J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 96.

¹⁴⁴ L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 169.

¹⁴⁵ Ustawa z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw, Dz. U. 2000 nr 60 poz. 702.

¹⁴⁶ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 164, L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 171.

wynikające z emisji obligacji ponosiły solidarnie jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki, które przejęły mienie emitenta. Choć ustawodawca nie wyraził tego wprost analogiczna zasada obowiązywała w razie połączenia się jednostek samorządu terytorialnego¹⁴⁷. Odpowiedzialność za zobowiązania spoczywała wtedy na nowopowstałej jednostce samorządu terytorialnego. Jak słusznie wskazywano w piśmiennictwie w stosunku do jednostek samorządu terytorialnego nie miała zastosowania regulacja dotycząca natychmiastowej wymagalności świadczenia w przypadku upadłości, bowiem jednostki samorządu terytorialnego nie były wyposażone w zdolność upadłościową¹⁴⁸.

Ustawa przewidywała również swoisty instrument ochrony obligatariuszy, którym przysługiwało świadczenie niepieniężne. Zgodnie z art. 24 ust. 4 jeżeli emitent zobowiązał się do spełnienia świadczenia niepieniężnego, w razie opóźnienia w jego spełnieniu, na żądanie obligatariusza następowało przekształcenie tego świadczenia w świadczenie pieniężne. Zasady przeliczania wartości takiego świadczenia niepieniężnego określały warunki emisji. Po przekształceniu świadczenia niepieniężnego na pieniężne stosowało się do niego przepis art. 24 ust. 2, który uprawniał wierzyciela do żądania natychmiastowego wykupu obligacji w części przewidującej świadczenie pieniężne.

Należy również wskazać, że wykup obligacji wcześniej, niż w terminie określonym w warunkach emisji, mogły przewidywać same warunki emisji obligacji. Jak słusznie podnosi się w piśmiennictwie, postanowienia w tym zakresie stanowiły niekiedy instrument ograniczania ryzyka zmiany sytuacji na rynkach finansowych ponoszonego przez strony stosunku wynikającego z obligacji. Dotyczyło to w szczególności emisji obligacji długoterminowych¹⁴⁹. W literaturze wskazuje się również, że wykup obligacji mógł mieć charakter ratalny. W takim przypadku warunki emisji musiały określać harmonogram wykupu obligacji w ratach¹⁵⁰.

7. Instytucja banku-reprezentanta.

Ustawa o obligacjach z 1995 r. przewidywała również instytucję banku-reprezentanta. Ideą, która towarzyszyła koncepcji wprowadzenia jej do ustawy o obligacjach z 1995 r. była potrzeba stworzenia ram prawnych, które w dostatecznym stopniu chroniłyby interesy

¹⁴⁷ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 296.

¹⁴⁸ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 296.

¹⁴⁹ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 293.

¹⁵⁰ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 162.

inwestorów, a jednocześnie przyszłych obligatariuszy¹⁵¹. Ustanowienie przez emitenta takiego podmiotu było co do zasady fakultatywne. Na uwagę zasługuje jednakże fakt, że w pierwotnym brzmieniu sprzed nowelizacji z dnia 29 czerwca 2000 r. ustawa o obligacjach przewidywała obowiązek ustanowienia banku-reprezentanta w przypadku każdej emisji¹⁵². Z czasem przepis ten ewoluował.

W ostatecznym brzmieniu ustawa także przewidywała okoliczności, w których emitent był zobligowany do jego powołania. Jednakże katalog tych sytuacji został ograniczony do minimum. Zgodnie z art. 29 ust. 1 emitent w przypadku, gdy emisja obligacji była zabezpieczona poręczeniem lub gwarancją Skarbu Państwa, a liczba nabywców obligacji była wyższa niż 15 był przed rozpoczęciem emisji obligacji zobowiązany do zawarcia z bankiem umowy o reprezentację obligatariuszy wobec emitenta. Umowa ta była zwana „umową o reprezentację”. Wyjątek od zasady obligatoryjności zawarcia umowy o reprezentację stanowiła sytuacja, w której mimo spełniania wskazanych powyżej przesłanek emitentem obligacji przychodowych był Bank Gospodarstwa Krajowego. Możliwość uchylenia się od tego obowiązku powstawała jednakże tylko wtedy, gdy obligacje były rejestrowane w depozycie papierów wartościowych prowadzonym przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. (art. 29 ust. 2 ustawy o obligacjach).

Przechodząc do oceny przywołanej powyżej regulacji należy wskazać, że przepis w pierwotnym brzmieniu nie spotkał się z aprobatą zarówno środowiska akademickiego, jak i praktyków. Głównymi zarzutami podnoszonymi w odniesieniu do tej regulacji było to, że jest ona zbyt radykalna, co w konsekwencji prowadziło do ograniczania możliwości wykorzystania emisji obligacji jako źródła pozyskiwania środków finansowych¹⁵³. W kontekście wprowadzonych do ustawy zmian w piśmiennictwie wskazuje się, że odejście od restrykcyjnego wymogu zawierania umowy o reprezentację w przypadku każdej emisji należy ocenić pozytywnie. Zdaniem przedstawicieli doktryny ostateczne brzmienie przepisu bardziej odpowiadało potrzebom i realiom rynku kapitałowego oraz stwarzało elastyczniejsze ramy i wymogi prawne dla emisji obligacji¹⁵⁴.

Ustawodawca wyjaśnił ponadto rolę, jaką miał pełnić bank-reprezentant. Zgodnie z art. 30 ust. 1 bank, z którym zawierana umowa o reprezentację, miał pełnić funkcję przedstawiciela ustawowego obligatariuszy. W związku z tym, bank-reprezentant był

¹⁵¹ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 592.

¹⁵² L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 319.

¹⁵³ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 175.

¹⁵⁴ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 103.

nazywany powiernikiem emisji¹⁵⁵. Szczegółowe zasady wykonywania przez niego jego obowiązków były określone w ustawie oraz w umowie o reprezentację. Podkreślenia wymaga jednakże fakt, że umocowanie banku-reprezentanta do działania w imieniu i na rachunek wszystkich obligatariuszy wynikało wprost z przepisu art. 30 ust. 1 ustawy, który miał charakter przepisu bezwzględnie obowiązującego. Nie było więc możliwości ograniczenia uprawnień banku-reprezentanta, w szczególności w umowie o reprezentację¹⁵⁶. Zgodzić należy się zatem ze stanowiskiem prezentowanym w literaturze, zgodnie z którym obligatariusze nie musieli podejmować żadnych czynności zmierzających do przyznania bankowi statusu banku-reprezentanta, w szczególności nie byli zobowiązani do udzielania mu odrębnego umocowania do działania w ich imieniu¹⁵⁷.

Pierwszoplanowa zasada, jaką miał kierować się bank-reprezentant przy reprezentowaniu obligatariuszy została określona w art. 30 ust. 2. Zgodnie z jego treścią, przy wykonywaniu obowiązków wobec obligatariuszy bank-reprezentant powinien być działać z zachowaniem najwyższej staranności zawodowej. Przez należytą staranność zawodową należy rozumieć staranność dostosowaną do działającej osoby, przedmiotu, jakiego działanie dotyczy, oraz okoliczności, w jakich działanie to następuje¹⁵⁸. Zdaniem przedstawicieli doktryny dodatkowe zaostrzenie wymogów stawianych bankowi-reprezentantowi w postaci obowiązku działania z najwyższą starannością wynika z tego, że miał on działać w interesie obligatariuszy, których to interesy mogą być przecież sprzeczne z interesami emitenta, czyli strony, która zawiera z bankiem umowę o reprezentację¹⁵⁹. Wskazać również należy, że takie ukształtowanie praw i obowiązków stron tej umowy rodziło po stronie obligatariuszy roszczenie do banku-reprezentanta o należyte wykonywanie obowiązków wynikających z ustawy i umowy o reprezentację¹⁶⁰.

Ustawa ściśle regulowała także to, kto może pełnić funkcję banku-reprezentanta. Z uwagi na pełnioną przez bank-reprezentanta funkcję ochronną w stosunku do interesów obligatariuszy oraz w sytuacji, gdy emisja była poręczana lub gwarantowana przez Skarb Państwa także w odniesieniu do interesów finansów publicznych, wymogi postawione przez ustawodawcę miały na celu zagwarantowanie wykonywania tej działalności w sposób

¹⁵⁵ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 324.

¹⁵⁶ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 103.

¹⁵⁷ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 604-605.

¹⁵⁸ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 25 września 2000 r., I CKN971/00, SIP LEX nr 56902.

¹⁵⁹ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 178.

¹⁶⁰ L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 182.

profesjonalny i odpowiedzialny¹⁶¹. Pierwszym zasadniczym wymogiem, który musiał spełniać bank-reprezentant był obowiązek posiadania kapitału własnego w odpowiedniej wysokości. Jak stanowił art. 31 ust. 1 funkcję tę mógł sprawować wyłącznie bank posiadający kapitał własny w wysokości nie niższej niż równowartość 10 000 000 euro w walucie polskiej, utworzony w formie spółki akcyjnej, lub bank państwowy. Tym samym, roli tej nie mogły pełnić banki spółdzielcze¹⁶². W art. 31 ust. 2 sformułowano natomiast szereg obostrzeń o charakterze podmiotowym. W pierwszej kolejności należy wskazać, że bankiem-reprezentantem w ramach danej emisji obligacji nie mógł być bank, którego członkowie organów nadzoru lub zarządu byli dłużnikami emitenta. Ponadto funkcji tej nie mógł pełnić bank będący sprzedającym papiery wartościowe danego emitenta¹⁶³. Co więcej, umowy o reprezentację nie mógł zawrzeć bank, z którym emitent jednocześnie zawarł umowę o oferowanie papierów wartościowych¹⁶⁴. Bankiem reprezentantem nie mógł być też bank, którego więcej niż 20% członków organów nadzoru lub zarządu pełniło jednocześnie funkcje członka organu stanowiącego, nadzoru lub zarządu emitenta. Kolejne dwa zakazy odnosiły się wprost do powiązań kapitałowych banku i emitenta. Po pierwsze, bankiem-reprezentantem nie mógł być bank posiadający więcej niż 10% akcji lub udziałów emitenta lub podmiotu dominującego lub zależnego w stosunku do emitenta. Po drugie, roli tej nie mógł sprawować bank, którego więcej niż 10% akcji lub udziałów było łącznie w posiadaniu emitenta, członków jego organów stanowiących, nadzoru lub zarządu oraz któregokolwiek z właścicieli emitenta. Obostrzenie to dotyczyło także sytuacji, gdy więcej niż 10% akcji lub udziałów podmiotu dominującego lub zależnego w stosunku do banku znajdowało się w posiadaniu wskazanych powyżej podmiotów lub osób. Powyższe ograniczenia dotyczące powiązań kapitałowych, ale tylko wyłącznie w zakresie drugiej grupy, nie miały jednakże zastosowania do posiadanych przez Skarb Państwa akcji lub udziałów emitenta, banku-reprezentanta oraz podmiotu dominującego lub zależnego w stosunku do podmiotów, których członkowie organów nadzoru lub zarządu byli dłużnikami emitenta albo będących sprzedającymi papiery wartościowe danego emitenta (art. 31 ust. 3 ustawy o obligacjach). Słusznie wskazuje się w literaturze przedmiotu, że celem powyższych regulacji było zminimalizowanie ryzyka

¹⁶¹ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 330.

¹⁶² J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 105.

¹⁶³ W rozumieniu art. 4 pkt. 7 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

¹⁶⁴ W myśl w art. 72 ust. 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

potencjalnego konfliktu interesów, który mógł prowadzić w rezultacie do naruszenia interesu obligatariuszy¹⁶⁵.

Wskazane powyżej przesłanki negatywne związane były z okolicznościami o charakterze dynamicznym, tzn. takimi, które mogły wystąpić już w okresie, gdy dany bank pełnił funkcję banku reprezentanta¹⁶⁶. W związku z tym, zgodnie z art. 31 ust. 4 ustawy w przypadku wystąpienia okoliczności wskazujących na niedozwolone powiązania podmiotów bank-reprezentant zobowiązany był, w terminie 30 dni od ich wystąpienia, do usunięcia powstałych przeszkód. Jeżeli usunięcie tych przeszkód nie było możliwe, emitent był zmuszony do rozwiązania umowy o reprezentację w terminie nie dłuższym niż kolejne 60 dni. Nie mogło to nastąpić jednakże przed zawarciem przez emitenta umowy o reprezentację z nowym bankiem. Zastosowane rozwiązanie pozwalało na zachowanie ciągłości działań podejmowanych przez bank-reprezentanta, a tym samym gwarantowało nieprzerwaną ochronę interesów obligatariuszy¹⁶⁷. W art. 31 ust. 5 ustawodawca przewidział natomiast tryb postępowania w przypadku zawieszenia prowadzenia działalności przez bank-reprezentanta lub też wszczęcia w stosunku do niego procedury likwidacyjnej. Zgodnie z treścią przywołanego przepisu w przypadku zawieszenia działalności banku-reprezentanta lub otwarcia jego likwidacji emitent zobowiązany był do zawarcia umowy o reprezentację z nowym bankiem. Musiało to nastąpić w terminie 60 dni od momentu wystąpienia wskazanych powyżej okoliczności. Do chwili zawarcia nowej umowy obowiązki reprezentanta obligatariuszy pełnił bank dotychczasowy. W piśmiennictwie zasadnie podnosi się, że naruszenie wskazanych powyżej obowiązków nie prowadziło wprost do nieważności lub bezskuteczności umowy o reprezentację z dotychczasowym bankiem-reprezentantem, lecz mogło rodzić jego odpowiedzialność odszkodowawczą wobec obligatariuszy na zasadach ogólnych¹⁶⁸.

Istotnym elementem, kształtującym relacje między emitentem, bankiem-reprezentantem oraz obligatariuszami, była treść umowy o reprezentację. Z doktrynalnego punktu widzenia umowę tę należało kwalifikować do kategorii umów na rzecz osoby trzeciej¹⁶⁹. W odniesieniu do samej treści umowy należy wskazać, że zgodnie z art. 32 ust. 1 umowa o reprezentację musiała określać szczegółowo uprawnienia i obowiązki banku-reprezentanta wobec emitenta oraz obowiązki wobec obligatariuszy. Musiała również precyzować obowiązki emitenta

¹⁶⁵ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 107.

¹⁶⁶ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 609.

¹⁶⁷ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 180.

¹⁶⁸ L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 186.

¹⁶⁹ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 181.

wobec banku-reprezentanta. Uwagę należy zwrócić na fakt, że sama ustawa stosunkowo szczegółowo regulowała wymienione powyżej relacje. W związku z tym, umowa o reprezentację mogła stanowić uszczegółowienie lub rozszerzenie dyspozycji ustawowych¹⁷⁰. Postanowienia umowy musiały być na tyle szczegółowe, aby bank miał faktyczne możliwości sprawowania kontroli realizacji ustawowych obowiązków przez emitenta¹⁷¹. Co więcej, w art. 32 ust. 2 ustawa obligowała emitenta do zamieszczenia w prospekcie emisyjnym lub memorandum informacyjnym danej emisji obligacji istotnych postanowień umowy z bankiem-reprezentantem. W literaturze przedmiotu wskazuje się, że do istotnych postanowień umowy należało zaliczać przede wszystkim unormowania regulujące obowiązki banku-reprezentanta wobec obligatariuszy¹⁷².

W relacjach z bankiem-reprezentantem emitent był zobligowany do dokonywania szeregu istotnych czynności, mających wpływ na prawidłową realizację jego zobowiązań wynikających ze stosunku obligacji. Jak stanowił art. 33 ust. 1 ustawy emitent zobowiązany był do przekazywania bankowi-reprezentantowi informacji bieżących i okresowych. Przekazywanie informacji odbywało się na zasadach określonych w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych lub na zasadach określonych w warunkach emisji, zgodnie z ustawą z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości¹⁷³. Z pierwszą sytuacją mieliśmy do czynienia w przypadku obligacji, którymi obrót dokonywał się w ramach zorganizowanego systemu obrotu w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Z drugą zaś, w odniesieniu do pozostałych obligacji. Emitent zobowiązany był również do składania bankowi-reprezentantowi okresowego sprawozdania z wypełnienia obowiązków wynikających z warunków emisji. Musiał dokonywać tego w odstępach czasu nie dłuższych niż trzy miesiące. Na emitencie ciążył także obowiązek zawiadamiania banku-reprezentanta o wszelkich zmianach dotyczących ustanowionych zabezpieczeń, w tym także o istotnych zmianach wartości rzeczy lub praw stanowiących podstawę zabezpieczenia. Z ostatnim obowiązkiem mieliśmy do czynienia wyłącznie w sytuacjach, gdy zabezpieczenia emisji zostały ustanowione. Wprowadzenie powyższych regulacji miało na celu zapewnienie bankowi-reprezentantowi stosownych informacji w zakresie sytuacji ekonomicznej emitenta obligacji i przebiegu

¹⁷⁰ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 612.

¹⁷¹ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 334.

¹⁷² J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 109.

¹⁷³ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 351 ze zm.

emisji. Umożliwiały mu one realizację nałożonych na niego przez ustawodawcę obowiązków¹⁷⁴. Co więcej, pozyskane przez bank-reprezentanta informacje mogły służyć również obligatariuszom, którym w przypadku stwierdzenia niewypłacalności emitenta lub znacznego zmniejszenia zabezpieczenia wiarygodności wynikających z obligacji przysługiwało roszczenie o natychmiastowe spełnienie niewymagalnego roszczenia¹⁷⁵. Podkreślenia wymaga również fakt, że omawiany przepis nakładał na emitenta minimalny zakres obowiązków sprawozdawczych. Nie było natomiast przeszkód, aby rozszerzyć go w umowie o reprezentację¹⁷⁶. W sytuacji, w której umowa o reprezentację nie zawierała żadnych postanowień w tym zakresie, emitent był zobowiązany wyłącznie do przekazywania informacji wskazanych w art. 33 ustawy¹⁷⁷.

Bank-reprezentant z racji tego, że był powołany do reprezentowania obligatariuszy, zobligowany był do podejmowania określonych działań w stosunku do nich oraz na ich rzecz. Jak wskazuje się w literaturze przedmiotu katalog obowiązków banku-reprezentanta ustanowiony w przepisach miał charakter otwarty¹⁷⁸. Przepisy wyznaczały wprost jedynie kilka najważniejszych zadań banku-reprezentanta. Natomiast zakres obowiązków banku-reprezentanta mógł być rozszerzony w umowie o reprezentację¹⁷⁹. Zgodnie z art. 34 ustawy do obowiązków banku-reprezentanta wobec obligatariuszy należała w szczególności okresowa analiza sytuacji finansowej emitenta. Słusznie podnosi się w doktrynie, że obowiązkiem emitenta i banku-reprezentanta było doprecyzowanie w umowie o reprezentację, w jakich okresach analiza powinna być dokonywana. Brak stosownego postanowienia na tę okoliczność powodował niemożność ustalenia treści ciążącego na banku-reprezentancie obowiązku¹⁸⁰. Analiza ta miała być przeprowadzana z punktu widzenia jego zdolności do wykonywania obowiązków wynikających z warunków emisji. Ponadto bank-reprezentant musiał udzielać odpowiedzi na pytania obligatariuszy dotyczące emisji. Co więcej, do jego obowiązków należało składanie obligatariuszom oświadczenia o braku powiązań między nim a emitentem, o których była mowa w art. 31 ust. 2 ustawy o obligacjach. Oświadczenie musiało być przedstawiane obligatariuszom co najmniej raz na

¹⁷⁴ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 338, J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 110.

¹⁷⁵ L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 188.

¹⁷⁶ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 184.

¹⁷⁷ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 614.

¹⁷⁸ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 339.

¹⁷⁹ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 185.

¹⁸⁰ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 616.

sześć miesięcy. Ostatnim zadaniem wymienionym przez ustawodawcę wprost w przepisach prawa było zawiadamianie obligatariuszy o sytuacji finansowej emitenta, o ile zdaniem banku-reprezentanta sytuacja ta stwarzała realne zagrożenie dla zdolności wykonywania przez emitenta jego obowiązków. Zawiadomienie mogło nastąpić jeszcze przed wystąpieniem okoliczności stanowiących naruszenie obowiązków emitenta ciążących na nim w ramach emisji. W piśmiennictwie wskazuje się, że obowiązek ten miał charakter prewencyjny i służył zapewnieniu obligatariuszom możliwości odpowiednio wczesnego zareagowania na nieprawidłowości występujące po stronie emitenta¹⁸¹. Posiadanie stosownej wiedzy przez obligatariuszy umożliwiało im m.in. podjęcie decyzji o zbyciu posiadanych obligacji w celu uniknięcia ryzyka związanego ze spadkiem ich wartości¹⁸². Bank-reprezentant musiał dokonywać zawiadomienia niezwłocznie po uzyskaniu wskazanych powyżej informacji.

Bank-reprezentant miał również obowiązek podjęcia stosownych działań, po stwierdzeniu naruszenia przez emitenta obowiązków wynikających z warunków emisji. W piśmiennictwie podnosi się, że instrumenty prawne przyznane mu w tym zakresie obejmowały zarówno obowiązki informacyjne względem obligatariuszy, jak i czynności prawne zmierzające do ochrony ich interesów¹⁸³. W myśl art. 35 ust. 1 należały do nich niezwłoczne zawiadomienie obligatariuszy o zaistnieniu okoliczności stanowiących naruszenie obowiązków emitenta wobec obligatariuszy oraz zastosowanie środków mających na celu ochronę praw obligatariuszy danej emisji. Przez naruszenie obowiązków emitenta rozumiano obiektywne działanie lub zaniechanie emitenta niezgodne z warunkami emisji, niezależnie od stopnia zawinienia ze strony emitenta oraz rzeczywistego zagrożenia dla interesów obligatariuszy¹⁸⁴. O zastosowanych środkach bank-reprezentant niezwłocznie zawiadamiał obligatariuszy.

Ustawodawca w art. 35 ust. 2 wskazał otwarty katalog działań, które w przypadku dopuszczenia się naruszeń przez emitenta mógł podejmować bank-reprezentant. Do środków tych należały w szczególności podjęcie działań mających na celu ustanowienie przez emitenta dodatkowych zabezpieczeń, a także zawiadomienie emitenta o wymagalności całego długu głównego na wypadek opóźnienia w spłacie określonej części tego długu lub raty odsetek, jeżeli spłatę taką przewidywały warunki emisji. Bank-reprezentant był również uprawniony do wystąpienia z właściwym powództwem przeciwko emitentowi albo do zgłoszenia wniosku

¹⁸¹ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 112.

¹⁸² L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 189.

¹⁸³ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 343.

¹⁸⁴ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 619.

o ogłoszenie jego upadłości. Zgodzić należy się ze spostrzeżeniem, zgodnie z którym katalog środków wymienionych w art. 35 ust. 2 został uporządkowany od najmniej do najbardziej drastycznych dla emitenta¹⁸⁵. Wskazać jednakże należy, że bank-reprezentant nie musiał realizować ich po kolei. Wybór zastosowanego środka zależał w pełni od decyzji banku-reprezentanta. W doktrynie podkreśla się, że ogół uprawnień przyznanych bankowi-reprezentantowi umożliwiał mu kontrolowanie sytuacji prawnej i ekonomicznej emitenta, a także sprawowanie wobec niego w ograniczonym przepisami zakresie nadzoru¹⁸⁶. Wskazać należy również, że szerokie ramy kompetencji przyznanych bankowi-reprezentantowi zostały skorelowane z daleko idącą odpowiedzialnością osób działających w jego imieniu. Za niewykonywanie nałożonych na niego obowiązków podlegali oni na mocy art. 43 ustawy o obligacjach odpowiedzialności karnej obejmujących grzywnę w wysokości nawet 5 mln złotych¹⁸⁷.

Ustawa przewidywała także instrumenty gwarantujące obligatariuszom ich uprawnienia w relacji z bankiem-reprezentantem. Po pierwsze, jak stanowił art. 36 ustawy udostępnienie obligatariuszom przez bank-reprezentanta informacji wymaganych przez ustawę lub umowę o reprezentację odbywało się w drodze publikacji w co najmniej dwóch dziennikach, wskazanych w treści prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego. W doktrynie wskazuje się, że nie było to rozwiązanie zbyt fortunne. Obowiązek publikowania informacji w dwóch dziennikach generował bowiem znaczne koszty¹⁸⁸. Poza tym, skuteczność docierania przekazywanych informacji do obligatariuszy była znikoma. W piśmiennictwie postulowano zmianę przepisów w tym zakresie. Miała ona polegać na wykorzystaniu Internetu jako skuteczniejszego sposobu informowania inwestorów o sytuacji finansowej i prawnej emitentów¹⁸⁹. Po drugie zaś, w myśl art. 37 wierzytelności banku-reprezentanta wobec emitenta, w tym także roszczenie o wynagrodzenia przewidziane w umowie o reprezentację, nie mogły zostać zaspokojone w stopniu wyższym niż ten, w którym następuje zaspokojenie wierzytelności obligatariuszy wobec emitenta. Celem wprowadzenia regulacji w zakresie stopnia zaspokojenia roszczeń banku-reprezentanta była wola wyeliminowania przypadków, w których pogarszająca się sytuacja finansowa emitenta,

¹⁸⁵ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 113.

¹⁸⁶ L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 189.

¹⁸⁷ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 189.

¹⁸⁸ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 189-190.

¹⁸⁹ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 351, R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 190.

wywołująca określone konsekwencje w zakresie realizacji wiarygodności obligacyjnych i podjęte przez bank-reprezentanta działania w celu ochrony interesów obligatariuszy, okazałyby się w rzeczywistości mniej efektywne niż realizacja osobistych roszczeń banku reprezentanta w stosunku do emitenta¹⁹⁰. Powyższe rozwiązanie stanowiło dodatkową motywację dla banku-reprezentanta do przeprowadzenia gruntownej analizy wiarygodności finansowej emitenta oraz wszechstronnej oceny ryzyk związanych z prowadzoną przez emitenta działalnością jeszcze przed zawarciem umowy o reprezentację¹⁹¹.

8. Przepisy karne dotyczące obligacji

Ustawa przewidywała także szereg regulacji o charakterze karnym. Dotyczyły one przede wszystkim możliwych nadużyć związanych z funkcjonowaniem obligacji w obrocie prawnym. Zgodzić należy się ze stanowiskiem prezentowanym w piśmiennictwie¹⁹², zgodnie z którym uwzględnienie ich w ustawie o obligacjach z 1995 r. było konieczne z uwagi na fakt, że naruszenie jej przepisów nie kwalifikowało się co do zasady jako naruszenie przepisów Kodeksu karnego¹⁹³. We wcześniejszych fragmentach rozprawy pojawiły się już wzmianki o konsekwencjach prawnych przewidzianych za niewywiązywanie się z poszczególnych obowiązków przez podmioty, które uczestniczyły w procesie emisji oraz obrotu obligacjami. W niniejszym fragmencie regulacje o charakterze karnoprawnym zostaną poddane usystematyzowanej i kompleksowej analizie.

Pierwsza kategoria przepisów dotyczyła przestępstw popełnianych w związku z emisją obligacji. Zgodnie z art. 38 ust. 1 każdy kto dokonywał emisji obligacji nie będąc do tego uprawnionym lub przy emisji nie zachowywał warunków określonych w ustawie podlegał grzywnie do 5 000 000 zł i karze pozbawienia wolności od 6 miesięcy do lat 5. W myśl natomiast art. 38 ust. 2 tej samej karze podlegał ten, kto działając w imieniu lub w interesie osoby prawnej albo jednostki organizacyjnej nieposiadającej osobowości prawnej dopuszczał się nieuprawnionej lub niezgodnej z przepisami prawa emisji obligacji. Pod pojęciem podmiotów działających w imieniu lub w interesie określonych kategorii emitentów należało rozumieć osoby zarządzające tymi podmiotami, tzn. członków zarządu spółek kapitałowych, wspólników uprawnionych do reprezentacji spółek osobowych, ich pełnomocników,

¹⁹⁰ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 623.

¹⁹¹ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 115.

¹⁹² L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 359.

¹⁹³ Ustawa z dnia 6 czerwca 1997 r. - Kodeks karny, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1444 ze zm.

likwidatorów oraz kuratorów¹⁹⁴. W piśmiennictwie zasadnie wskazuje się, że oceny legalności emisji obligacji należało dokonywać przede wszystkim z punktu widzenia zdolności emisyjnej podmiotu, który jej się podejmował¹⁹⁵. Na uwagę zasługuje również fakt, że do popełnienia przestępstwa dochodziło już w momencie proponowania nabycia obligacji przez osobę nieuprawnioną lub ich emisji bez zachowania warunków ustawowych¹⁹⁶. Podsumowując trzeba wskazać, że zasadniczym celem omawianej regulacji było zagwarantowanie prawidłowej emisji obligacji oraz zabezpieczenie interesów majątkowych ich potencjalnych nabywców¹⁹⁷.

Ściśle związane z emisją obligacji były również czyny zabronione, określone w art. 39 ustawy o obligacjach. Zgodnie z jego treścią każdy kto, przy emisji obligacji, do której nie stosowało się ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, podawał nieprawdziwe lub zatajał prawdziwe dane, które mogły w istotny sposób wpłynąć na ocenę zdolności emitenta do wywiązania się z zobowiązań wynikających z obligacji, podlegał grzywnie do 5 000 000 zł i karze pozbawienia wolności od 6 miesięcy do lat 5 (art. 39 ust 1 ustawy o obligacjach). Wyjaśnienia wymaga to, że przez informacje nieprawdziwe należało rozumieć dane niezgodne z rzeczywistością¹⁹⁸. Wskazany powyżej przepis nie obejmował obligacji wprowadzanych na podstawie ustawy o ofercie publicznej, ponieważ przewidywała ona odrębne regulacje karne¹⁹⁹. Zgodnie z treścią art. 39 ust. 2 wskazane powyżej kary znajdowały zastosowanie również do sytuacji w której, dochodziło do dopuszczenia się czynu określonego w ust. 1 przez działanie w imieniu lub w interesie osoby prawnej albo jednostki organizacyjnej nieposiadającej osobowości prawnej. Celem ustawodawcy przyświecającym wprowadzeniu powyższej regulacji było dążenie do zagwarantowania rzetelności danych o stanie finansowym emitenta oraz zapewnienie realizacji ciężących na nim obowiązków informacyjnych²⁰⁰.

Ustawa przewidywała również stosowne kary dla emitentów, którzy nie wywiązywali się z nałożonych na nich ustawą obowiązków. Jak stanowił art. 40 ust. 1 grzywnie, karze

¹⁹⁴ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 116.

¹⁹⁵ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 625.

¹⁹⁶ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 194.

¹⁹⁷ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 371.

¹⁹⁸ B. Kurzępa, *Przestępstwa z ustawy o obligacjach*, „Przegląd Sądowy” 1999, nr 1, s. 56.

¹⁹⁹ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 117, który słusznie wskazuje, że analogiczny czyn zabroniony popełniony w ramach emisji obligacji publicznej był ujęty w art. 100 ustawy o ofercie publicznej.

²⁰⁰ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 627.

ograniczenia wolności albo pozbawienia wolności do roku podlegał ten, kto nie udostępniał sprawozdań finansowych, sprawozdań z wykonania budżetu jednostki samorządu terytorialnego lub też w przypadku emisji obligacji przychodowych sprawozdań zawierających dane o sumie przychodów z przedsięwzięcia. Tej samej karze podlegały podmioty, które dopuszczały się wskazanych powyżej czynów, działając w imieniu lub w interesie emitenta. Podkreślenia wymaga to, że przepisem objęte było również zachowanie emitenta polegające na niezupełnym wykonaniu ciężących na nim obowiązków, np. w postaci udostępnienia sprawozdań bez opinii biegłego rewidenta²⁰¹. Przywołana powyżej regulacja stanowiła kolejny przejaw dbałości ustawodawcy o realizację nałożonych na emitenta obowiązków informacyjnych wobec obligatariuszy²⁰². Podstawowym założeniem powyższego unormowania było dodatkowe zmobilizowanie emitenta do umożliwienia obligatariuszom dokonania oceny jego sytuacji finansowej i wiarygodności ekonomicznej²⁰³.

Ścisły związek z emisją obligacji przychodowych miała regulacja art. 40a ustawy o obligacjach. Zgodnie z jej treścią każdy, kto nie przechowywał środków będących przychodami z przedsięwzięcia na wydzielonym rachunku bankowym lub wypłacał zgromadzone środki w sposób sprzeczny z przepisami podlegał grzywnie do 5 000 000 zł, karze pozbawienia wolności do lat 2 albo obu tym karom łącznie. Celem wprowadzenia tego przepisu była niewątpliwie wola zapewnienia dodatkowej ochrony obligatariuszom obligacji przychodowych i wzmocnienia pewności realizacji przez emitenta przysługujących im przywilejów²⁰⁴.

Określenie celu obligacji mogło pociągać za sobą skutki również w sferze odpowiedzialności karnej. Jak stanowił bowiem art. 41 grzywnie do 5 000 000 zł lub karze pozbawienia wolności do lat 2 albo obu tym karom łącznie podlegały podmioty, które przeznaczały środki pochodzące z emisji obligacji na inne cele niż określone w warunkach emisji. W doktrynie słusznie wskazuje się, że przedmiotem ochrony powyższego unormowania była pewność i zaufanie nabywców obligacji co do tego, że środki pieniężne zgromadzone w ramach emisji obligacji były przeznaczane na określony cel²⁰⁵. Słusznie wskazuje się w piśmiennictwie, że poza aspektem ściśle gospodarczym, o decyzji inwestora

²⁰¹ R. Zakrzewski, *Przestępstwa stypizowane w ustawie o obligacjach*, „Monitor Prawniczy” 1995, nr 11, s. 327.

²⁰² B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 629.

²⁰³ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 381.

²⁰⁴ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 198, L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 384.

²⁰⁵ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 630.

dotyczącej dokonania zakupu obligacji określonej emisji, mogły decydować również idee, które przyświecały realizacji danego celu emisji²⁰⁶. Wdrożenie tej regulacji należy uznać zatem za zasadne. Przeznaczenie przez emitenta środków pozyskanych w ramach emisji na inny niż pierwotnie założony cel kwalifikowano bowiem, jako rażące naruszenie interesów obligatariuszy²⁰⁷. Doprecyzowania wymaga, że do popełnienia przestępstwa wystarczyło podjęcie decyzji o przeznaczeniu środków pochodzących z emisji na inny cel niż pierwotnie określony. Finalnie nie miało żadnego znaczenia czy środki te faktycznie zostały w sposób niezgodny z prawem wydatkowane²⁰⁸.

Regulacje karne obejmowały także działania banku-reprezentanta. W myśl art. 43 podmioty, które działając w imieniu banku-reprezentanta nie dopełniały jego obowiązków względem obligatariuszy w zakresie podjęcia stosownych działań po stwierdzeniu naruszenia przez emitenta obowiązków wynikających z warunków emisji, podlegały grzywnie do 5 000 000 zł. Do działań, o których mowa w przepisie zaliczało się zawiadomienie obligatariuszy o zaistnieniu okoliczności stanowiących naruszenie obowiązków emitenta wobec obligatariuszy lub niezastosowanie środków mających na celu ochronę ich praw oraz brak niezwłocznego zawiadomienia ich o zastosowanych środkach²⁰⁹. Celem wprowadzenia przywołanej powyżej regulacji było zagwarantowanie obligatariuszom, że bank-reprezentant będzie właściwie wykonywał swoje obowiązki, a tym samym prawidłowo chronił ich interesy²¹⁰.

Ustawa przewidywała również karę za nieuprawniony obrót własnymi obligacjami nabytymi w celu umorzenia. Jak stanowił art. 43a ust. 1 ustawy kto, działając w imieniu lub na rachunek emitenta, proponował nabycie obligacji nabytych przez emitenta w celu ich umorzenia podlegał grzywnie do 1 000 000 zł. W doktrynie wskazywano, że pojęcie „proponowania nabycia” obejmowało nie tylko podjęcie czynności nabycia papierów wartościowych, ale również wszelkie działania, które mogły doprowadzić do ich nabycia, niezależnie od końcowego skutku²¹¹. Wskazanej powyżej karze podlegały także podmioty, które nabywały obligacje z naruszeniem zakazów dotyczących nabywania własnych obligacji

²⁰⁶ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 388.

²⁰⁷ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 119

²⁰⁸ B. Kurzępa, *Przestępstwa z ustawy o obligacjach*, „Przełęcz Sądowy” 1999, nr 1, s. 56.

²⁰⁹ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 200.

²¹⁰ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 632, L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 390.

²¹¹ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 201.

przez emitenta (art. 43a ust. 2). W przepisie tym chodziło o sytuacje, w których emitent nabywał własne obligacje po upływie terminu do spełnienia wszystkich zobowiązań z obligacji, określonego w warunkach emisji lub też nabycia własnych obligacji dokonywał emitent będący w zwłoce z realizacją zobowiązań z obligacji. Na uwagę zasługuje fakt, że przepis ten został dodany do ustawy nowelizacją z dnia 29 czerwca 2000 r., zaś wszedł w życie z dniem 27 sierpnia 2000 r.²¹². Wskazać również należy, że po jego wprowadzeniu do systemu prawa zakaz w nim przewidziany był kwestionowany. Postulowano bowiem dopuszczenie możliwości nabywania przez emitenta własnych obligacji nie tylko w celu ich umorzenia, ale również w celu ich ponownego wprowadzenia do obrotu²¹³.

9. Przepisy przejściowe i końcowe.

Ustawa o obligacjach z 1995 r. w sposób zwięzły regulowała również zagadnienia związane z zakresem jej obowiązywania oraz jej wejściem w życie. Zgodnie z art. 44 do obligacji wyemitowanych przed dniem wejścia w życie ustawy stosowało się przepisy dotychczasowe. Przepisami tymi były regulacje objęte ustawą z dnia 27 września 1988 r. o obligacjach, która na mocy art. 45 ustawy o obligacjach z 1995 r. traciła moc z dniem wejścia jej w życie. Przepis art. 44 ustawy był o tyle mało znaczący, że na podstawie ustawy o obligacjach z 1988 r. nie realizowano praktycznie żadnych emisji obligacji²¹⁴. W myśl natomiast art. 46 ustawy o obligacjach z 1995 r. weszła ona w życie po upływie miesiąca od dnia ogłoszenia, tj. w dniu 20 sierpnia 1995 r.²¹⁵.

10. Wnioski.

Podsumowując rozważania, dotyczące regulacji prawnych zawartych w ustawie z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach należy w pierwszej kolejności zwrócić uwagę na fakt, że przepisy w niej zawarte kładły duży nacisk na zapewnienie prawnych mechanizmów ochrony obligatariuszy. Jako przykłady takich przepisów należy wskazać unormowania nakładające na emitentów obligacji szereg obowiązków informacyjnych w stosunku do obligatariuszy. Obowiązki te dotyczyły m.in. zawarcia w propozycji nabycia informacji pozwalających obligatariuszom na ocenę sytuacji finansowej emitenta. Emitenci byli w pierwszej kolejności zobowiązani do udostępnienia sprawozdania finansowego sporządzonego na dzień bilansowy przypadający nie wcześniej niż 15 miesięcy przed datą publikacji warunków emisji.

²¹² J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 121.

²¹³ L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 395.

²¹⁴ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 632.

²¹⁵ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 121.

Następnie musieli udostępniać obligatariuszom roczne sprawozdania finansowe aż do czasu całkowitego wykupu obligacji. W propozycji nabycia zawierano także informację o wartości zaciągniętych przez emitenta zobowiązań oraz perspektywy kształtowania zobowiązań emitenta do czasu całkowitego wykupu obligacji. Emitent udostępniał w niej również dane umożliwiające potencjalnym nabywcom obligacji orientację w zakresie zdolności emitenta do wywiązania się z zobowiązań wynikających z obligacji. Podkreślenia wymaga jednakże fakt, że wystarczającym było stworzenie obligatariuszom faktycznej możliwości zapoznania się z treścią wymienionych powyżej dokumentów. Emitent nie miał obowiązku dostarczania wskazanych w nich danych niezależnie od woli i zainteresowania obligatariuszy. Tym samym, sprowadzało się to tego, że jeżeli obligatariusz sam nie wykazał się determinacją w pozyskaniu informacji finansowych od emitenta, to ich nie otrzymał. Co więcej, jeżeli już nawet wszedł w posiadanie danych finansowych, to często nie był w stanie samodzielnie zrozumieć ich w pełni i realnie zapoznać się z kondycją finansową emitenta. Niejednokrotnie mogło prowadzić to do tego, że mimo obowiązków nałożonych na emitentów, obligatariusz podejmował decyzję o nabyciu obligacji bez kompleksowego zidentyfikowania ryzyka inwestycyjnego, jakie się z tym wiązało. W konsekwencji, duże znaczenie dla efektywności tych przepisów miało zaangażowanie w sprawę samego obligatariusza oraz poziom jego wiedzy w zakresie ekonomii i gospodarki.

Ustawodawca wprowadził także mechanizm ochrony obligatariuszy w postaci możliwości dodatkowego zabezpieczenia obligacji. Już propozycja nabycia musiała wskazywać wysokość i formę ewentualnego zabezpieczenia oraz oznaczenie podmiotu udzielającego zabezpieczenia. W przypadku ustanowienia zastawu lub hipoteki jako zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji, emitent zobowiązany był także poddać przedmiot zastawu lub hipoteki wycenie przez uprawnionego biegłego, a następnie udostępnić wycenę przedmiotu zastawu lub hipoteki wraz z danymi zawartymi w propozycji nabycia. Podkreślenia wymaga jednakże fakt, że z perspektywy obligatariuszy największą niedoskonałością tej regulacji była fakultatywność zastosowania przez emitenta dodatkowego zabezpieczenia. Tym samym, emitent mógł je ustanowić, ale nie musiał. Jeżeli tego nie uczynił, do obligatariusza należało podjęcie decyzji czy jest on gotowy wziąć na siebie ryzyko zainwestowania w obligacje, które nie były objęte żadnymi dodatkowymi gwarancjami otrzymania od emitenta świadczeń z nich wynikających.

Kolejnym mechanizmem, który miał zwiększać poziom bezpieczeństwa obligatariuszy była instytucja banku-reprezentanta. Bank-reprezentant miał na bieżąco monitorować sytuację finansową emitenta, a w przypadku stwierdzenia zagrożenia dla interesów obligatariuszy

podejmować stosowne działania i informować ich o zaistniałej sytuacji. Po raz kolejny, największą niedoskonałością przepisów w tym zakresie było to, że ustanowienie banku-reprezentanta było co do zasady fakultatywne. Co prawda, pierwotnie był to obligatoryjny mechanizm dla każdej emisji obligacji. Jednakże nowelizacją przepisów z dnia z dnia 29 czerwca 2000 r. zmieniono jego charakter. Tym samym, przyznanie dodatkowej ochrony obligatariuszom znowu pozostawiono swobodnej decyzji emitenta.

Pozytywnie na poziom bezpieczeństwa obligatariuszy wpłynęło natomiast powierzenie prowadzenia ewidencji obligacji zdematerializowanych ściśle określonym podmiotom. Katalog uwzględniał podmioty wyspecjalizowane, które z założenia miały charakteryzować się wysokim poziomem profesjonalizmu.

Natomiast patrząc z perspektywy emitenta należy wskazać, że procedura emisji obligacji charakteryzowała się stosunkowo dużym stopniem skomplikowania. Emitent musiał bowiem jeszcze przed wszczęciem samego procesu emisji obligacji zrealizować szereg obowiązków informacyjnych w stosunku do obligatariuszy. Poza tym, jeżeli już doszło do realizacji procedury emisyjnej emitent zobligowany był do przeprowadzenia jej w ściśle określony sposób. Z drugiej zaś strony należy wskazać, że fakultatywny charakter ustanowienia zabezpieczenia obligacji stanowił ułatwienie pozwalające na podejmowanie prób emisji większej liczbie podmiotów. Regulacja ta umożliwiała bowiem emisję obligacji także tym potencjalnym emitentom, którzy nie byli w stanie ustanowić dodatkowych zabezpieczeń. Korzystną zmianą dla emitentów było również zniesienie obowiązku zawierania umowy o reprezentację z bankiem-reprezentantem. Obniżało to bowiem koszty emisji obligacji. Za pozytywny krok ze strony ustawodawcy należy również uznać wprowadzenie w 2000 r. możliwości emitowania obligacji zdematerializowanych. Regulacja w tym zakresie była odpowiedzią na zapotrzebowanie zgłaszane przez rynki finansowe.

Należy również poczynić spostrzeżenie, że ustawodawca zagwarantował zarówno emitentom, jak i obligatariuszom szeroki katalog szczególnych rodzajów obligacji. Emitenci mogli zatem dostosować specyfikę emitowanych obligacji do swoich potrzeb, zaś obligatariusze mogli dokonać nabycia obligacji, które gwarantowały dodatkowe poza standardowym oprocentowaniem przywileje. W kontekście ochrony praw obligatariuszy trzeba jednocześnie wskazać, że jedynie w odniesieniu do obligacji przychodowych ustawodawca przewidział dodatkowe mechanizmy, które miały na celu podniesienie poziomu bezpieczeństwa interesów inwestorów.

Wskazać należy także, że ustawodawca ustanowił zbyt szeroki zakres możliwości wprowadzania ograniczeń lub zakazu zbywania odnoszący się do wszystkich obligacji

imiennych. Zasadne bowiem byłoby wprowadzenie takiego uprawnienia emitenta wyłącznie w stosunku do obligacji zamiennych i z prawem pierwszeństwa. W przypadku innych rodzajów obligacji przywołana powyżej regulacja ustanawiała jedynie zbędne ograniczenie swobody obrotu obligacjami na rynku wtórnym. Tym samym, stanowiła jedną z barier dla rozwoju rynku obligacji.

Wskazane powyżej wnioski jednoznacznie przesądzają fakt, że przepisy ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach ustanawiały kilka istotnych barier dla możliwie najbardziej efektywnego rozwoju rynku obligacji w Polsce. Z perspektywy emitenta największą przeszkodą była stosunkowo skomplikowana procedura emisji obligacji. Natomiast z punktu widzenia inwestorów zniechęcająca do podjęcia decyzji o wejściu na rynek obligacji była iluzoryczność regulacji prawnych zapewniających obligatariuszom odpowiedni poziom bezpieczeństwa inwestowanych przez nich środków.

Rozdział II. Regulacje prawne dotyczące rynku obligacji w Polsce w ustawie z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach.

1. Uwagi wprowadzające.

Jak wskazywano w uzasadnieniu do ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach²¹⁶ rodzimy rynek obligacji nieskarbowych, które były emitowane na podstawie ustawy o obligacjach z 1995 r. rozwijał się w niezadowalającym tempie. Projektodawcy za najgorzej rozwinięty uznali w tym obszarze sektor długoterminowych obligacji, których emitentami byli przedsiębiorcy spoza rynków finansowych. W uzasadnieniu wskazano ponadto, że emisja obligacji, jako alternatywna metoda finansowania rozwoju przedsiębiorstw, powinna dorównywać skalą zaciąganiu kredytów oraz emisji akcji realizowanych w nawiązaniu do wskazanego powyżej celu. Projektodawcy słusznie zwrócili uwagę na to, że w gospodarkach rozwiniętych jest to sytuacja wręcz naturalna. Natomiast w rodzimych realiach, zestawienie wartości rynku kredytów i pożyczek bankowych udzielanych przedsiębiorcom spoza rynków finansowych z wartością wyemitowanych przez nich obligacji jednoznacznie pokazywała przewagę pierwszego ze wskazanych powyżej sposobów finansowania rozwoju prowadzonej przez przedsiębiorców działalności gospodarczej. Tym samym, rynek obligacji nieskarbowych znajdował się na znacznie niższym poziomie rozwoju.

Jako przyczynę tego stanu rzeczy projektodawcy wskazali nieadekwatność przepisów prawnych zawartych w ustawie o obligacjach z 1995 r. do potrzeb i realiów rynku. Do największych wad tej ustawy zaliczono wątpliwości interpretacyjne oraz brak czytelności zastosowanych regulacji prawnych. Wskazane niedoskonałości poprzedniej ustawy miały zniechęcać potencjalnych emitentów do emisji obligacji, a jednocześnie skłaniać ich do wyboru alternatyw w postaci wspomnianych powyżej kredytów czy też emisji akcji. Brak pewności stanu prawnego miał również negatywnie wpływać na decyzje podejmowane przez potencjalnych inwestorów na rynku obligacji, którzy chętniej korzystali z innych form lokowania zgromadzonych przez siebie środków finansowych.

Przygotowanie, a następnie uchwalenie zupełnie nowej ustawy o obligacjach miało w ocenie projektodawców stanowić wsparcie dla bardziej dynamicznego rozwoju rynku długoterminowych obligacji nieskarbowych. Celem ustawodawcy, w dłuższej perspektywie, było wykreowanie na tyle przyjaznego otoczenia prawnego dla rynku obligacji, aby ich emisja mogła stać się równorzędną dla kredytów i pożyczek alternatywną metodą

²¹⁶ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 6, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

finansowania rozwoju przedsiębiorstw. Środkiem, który miał doprowadzić do zakładanego stanu rzeczy było dostosowanie regulacji prawnych do realiów rynkowych. Miało ono polegać na liberalizacji przepisów, która pozwoliłaby emitentom na skorzystanie ze znacznie szerszego spektrum możliwości. Natomiast bezpośrednim założeniem projektodawców w sferze ściśle prawnej było uporządkowanie przepisów i wyeliminowanie wątpliwości w zakresie ich interpretacji. Zdaniem projektodawców potrzeby zmian były na tyle rozległe, że nowelizacja dotychczasowej ustawy nie spełniłaby oczekiwań.

Do podstawowych założeń nowej ustawy należy zaliczyć ustanowienie jednolitych zasad tworzenia warunków emisji, wprowadzenie możliwości ustanawiania zgromadzenia obligatariuszy oraz rozszerzenie katalogu rodzajów emitowanych obligacji. Wskazane powyżej zmiany miały zdaniem ustawodawcy doprowadzić do osiągnięcia założonych celów, a tym samym zlikwidować dotychczas dostrzegane bariery dla rozwoju rynku obligacji w Polsce. Warto podkreślić, że już na etapie tworzenia przepisów nowej ustawy o obligacjach zwracano uwagę na fakt, że samo wprowadzenia określonych regulacji prawnych nie ożywi znacząco rynku obligacji. W praktyce doniosłe znaczenie ma bowiem sposób, w jaki emitenci i obligatariusze czynią użytek z instrumentów przewidzianych nowym aktem prawnym²¹⁷.

2. Emisja obligacji.

2.1. Zagadnienia materialnoprawne.

Obecnie najważniejszym dla rynku obligacji aktem prawnym jest przywołana powyżej ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach. Jak już wskazano celem uchwalenia nowej ustawy było zbudowanie korzystnego środowiska regulacyjnego dla rozwoju rynku nieskarbowych papierów dłużnych. Miało ono pozwolić na stworzenie przedsiębiorcom alternatywnego w stosunku do kredytów i podwyższania kapitału zakładowego sposobu pozyskiwania kapitału²¹⁸.

Zgodnie z brzmieniem art. 1 ustawa ta określa zasady emisji, zmiany warunków emisji, zbywania, nabywania i wykupu obligacji. Jak słusznie podkreśla się w doktrynie nowością w stosunku do brzmienia art. 1 w ustawie z 1995 r. jest wskazanie na zmianę warunków emisji jako dodatkowego przedmiotu regulacji ustawy²¹⁹. Zmiana ta wynika z faktu, że do aktualnie obowiązującej ustawy wprowadzono szczegółowe regulacje kształtujące treść i zasady

²¹⁷ I. Gębusia, *Nowa ustawa o obligacjach*, „Monitor Prawa Handlowego” 2015, nr 3, s. 13.

²¹⁸ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 15.

²¹⁹ M. Wierzbowski, J. Róg, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 3.

zmiany warunków emisji. W pozostałym zakresie ustawodawca powtórzył treść art. 1 ustawy o obligacjach z 1995 r.

W związku z tym, że ustawodawca nie zawarł w ustawie definicji legalnej emisji, sposób rozumienia tego pojęcia został wypracowany w doktrynie. Na uwagę zasługuje fakt, że nie jest ono ujmowane jednolicie. Osią sporu jest zakres przedmiotowy pojęcia. W tym kontekście ukształtowały się dwie główne koncepcje. Zgodnie z pierwszą teorią, tzw. kreacyjną, emisja opiera się na czynności wystawienia dokumentu. Natomiast w myśl drugiej teorii, tzw. emisyjnej, emisja to akt wprowadzenia papieru wartościowego w obieg²²⁰. Opowiedzieć należy się za drugą z przywołanych koncepcji. Argumentem przesądającym o jej słuszności wydaje się być bowiem wskazywany w literaturze fakt, że dopiero z chwilą wydania dokumentów lub z chwilą dokonania stosownego wpisu na rachunku papierów wartościowych możemy mówić o wyemitowanych obligacjach²²¹. Jednocześnie nie oznacza to, że dopiero z tą chwilą powstają prawa obligatariusza wynikające ze stosunku prawnego łączącego go z emitentem. Słusznie podkreśla się w piśmiennictwie, że stosunek obligacyjny z obligacji powstaje zgodnie z art. 43-44 ustawy o obligacjach z momentem dokonania przydziału obligacji obligatariuszom²²².

Jedną z najistotniejszych kwestii związanych z emisją obligacji jest katalog podmiotów, które mogą je emitować. Ustawodawca sformułował go w art. 2 ustawy, w którym wymienił sześć grup emitentów. Jak słusznie podkreśla się w piśmiennictwie, ma on charakter zamknięty. W konsekwencji, wyłącznie podmioty, które zostały w nim wskazane są uprawnione do dokonania emisji obligacji²²³. Tym samym, polski ustawodawca przyjął model, w którym zdolność emisji obligacji musi wynikać ze szczególnego umocowania w przepisach prawa, tzw. model kompetencji szczególnej. W piśmiennictwie uzasadnienia takiego stanu rzeczy poszukuje się w potrzebie zapewnienia bezpieczeństwa obrotu, ze szczególnym uwzględnieniem ochrony interesów obligatariuszy²²⁴.

W pierwszej kolejności ustawa wskazuje, że obligacje mogą emitować osoby prawne, w tym osoby prawne mające siedzibę poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Muszą one

²²⁰ M. Michalski, w: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 19*, Warszawa 2006, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 485.

²²¹ M. Wierzbowski, J. Róg, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 5.

²²² R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 7.

²²³ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 17, R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 10, M. Wierzbowski, J. Róg, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 7.

²²⁴ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 236.

jednakże spełniać przewidziane w ustawie warunki. Podmioty chcące stać się emitentami obligacji muszą prowadzić działalność gospodarczą lub też zostać utworzone wyłącznie w celu przeprowadzenia emisji obligacji, tzw. spółki celowe. Do tej kategorii emitentów należy zaliczyć przede wszystkim spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz spółki akcyjne. Jak podkreśla się w literaturze przedmiotu ustawodawca umieszczając doprecyzowanie dotyczące podmiotów utworzonych wyłącznie w celu przeprowadzenia emisji obligacji postanowił rozstrzygnąć wątpliwości w zakresie zdolności emisyjnej spółek celowych. W poprzednim stanie prawnym kwestionowano bowiem czy można prowadzonej przez nie działalności nadać charakter ciągły i zorganizowany. W konsekwencji wątpliwe było czy prowadzą one działalność gospodarczą, a tym samym mogą posługiwać się statusem emitenta obligacji²²⁵. Drugą grupą emitentów są osoby prawne upoważnione do emisji obligacji na podstawie odrębnych ustaw. Należą do niej Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej oraz Wojewódzkie Fundusze Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej²²⁶. Kolejną grupę podmiotów uprawnionych do emisji obligacji stanowią spółki komandytowo-akcyjne. Czwartą grupą emitentów są spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe oraz Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa. Następną liczną grupą dopuszczoną przez ustawodawcę do emisji obligacji są gminy, powiaty oraz województwa, które w dalszej części ustawy zwane są zbiorczo „jednostkami samorządu terytorialnego”. Do grupy tej zalicza się także związki tych jednostek oraz jednostki władz regionalnych lub lokalnych innego niż Rzeczpospolita Polska państwa członkowskiego Unii Europejskiej. Ostatnią grupę emitentów stanowią instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub Narodowy Bank Polski, lub przynajmniej jedno z państw należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), lub bank centralny takiego państwa. Obligacje mogą także emitować instytucje, z którymi Rzeczpospolita Polska zawarła umowy regulujące działalność takich instytucji na terenie Rzeczypospolitej Polskiej pod warunkiem, że umowy te zawierają stosowne postanowienia dotyczące emisji obligacji.

Na pierwszy plan wysuwa się wniosek, że w stosunku do ustawy z 1995 r. katalog emitentów został uzupełniony o podmioty zagraniczne oraz tzw. spółki celowe. Zdaniem przedstawicieli doktryny zabieg ten miał na celu stymulację rozwoju polskiego rynku obligacji poprzez stworzenie podmiotom posiadającym siedzibę poza granicami naszego

²²⁵ M. Wierzbowski, J. Róg, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 8.

²²⁶ Art. 401 ust. 5 ustawy z dnia 27 kwietnia 2001 r. Prawo ochrony środowiska, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1219 ze zm.

kraju możliwości dokonywania emisji obligacji na naszym terytorium²²⁷. Konsekwentnie w odniesieniu do regulacji odnoszących się do przedsiębiorców zagranicznych rozszerzono katalog emitentów o jednostki władz regionalnych lub lokalnych innych państw członkowskich Unii Europejskiej.²²⁸

Ustawa o obligacjach nie znajduje jednakże zastosowania, do wszystkich podmiotów dopuszczonych do emisji obligacji. Jak stanowi art. 3 przepisy ustawy nie mają zastosowania do obligacji emitowanych przez Skarb Państwa oraz Narodowy Bank Polski. Przepis ten jest wzorowany na analogicznej regulacji art. 3 ustawy o obligacjach z 1995 r. Wskazane powyżej podmioty emitują obligacje zgodnie z zasadami przewidzianymi w ustawach szczególnych²²⁹. Jako uzasadnienie tego stanu rzeczy wskazuje się w literaturze charakter i cel emisji, tzw. państwowych papierów wartościowych. Podkreśla się, że z uwagi na swoją specyfikę powinny być one przedmiotem odrębnej regulacji²³⁰. Na aprobatę zasługuje również pogląd, zgodnie z którym wyłączenie spod reżimu ustawy o obligacjach dotyczy tylko obligacji emitowanych przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski. Nie znajduje zaś zastosowania w odniesieniu do obligacji gwarantowanych przez te podmioty²³¹.

Kolejnym kluczowym dla procesu emisji obligacji zagadnieniem są warunki emisji. Zgodnie z art. 5 ust. 1 określają one świadczenia wynikające z obligacji, sposób ich realizacji oraz związane z nimi prawa i obowiązki emitenta i obligatariuszy. Na uwagę zasługuje podnoszony w literaturze fakt, że na gruncie ustawy o obligacjach z 2015 r. rozszerzono zakres obowiązku sporządzenia i udostępnienia warunków emisji również na przypadki emisji obligacji zmaterializowanych. Ustawa z 1995 r. nie przewidywała bowiem takiej konieczności²³². Formę sporządzenia warunków emisji reguluje art. 5 ust. 2. Zgodnie z jego treścią warunki emisji sporządza się w języku polskim w formie jednolitego dokumentu. Zgodnie z wyrażonym w literaturze poglądem, użyte pojęcie jednolitego dokumentu

²²⁷ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 19.

²²⁸ M. Wierzbowski, J. Róg, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 9.

²²⁹ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 869 ze zm., Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 1810 ze zm.

²³⁰ M. Wierzbowski, J. Róg, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 10, B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 24.

²³¹ M. Wierzbowski, J. Róg, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 11.

²³² R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 27-28, M. Wierzbowski, J. Róg, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 16, T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 256.

determinuje to, że powinny one przyjmować formę papierową²³³. Natomiast w odniesieniu do języka sporządzenia dokumentu należy wskazać, że celem przyjęcia tej zasady była ponownie ochrona interesów obligatariuszy²³⁴. Wyjątkowo warunki emisji mogą zostać sporządzone w języku angielskim. Możliwe jest to w przypadku emisji obligacji o wartości nominalnej stanowiącej równowartość co najmniej 100 000 euro, wyrażonej w walucie polskiej lub innej. Wartość emisji ustala się przy zastosowaniu średniego kursu euro lub średniego kursu tej waluty ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski w dniu podjęcia decyzji emitenta o emisji. Zgodnie z uzasadnieniem do projektu ustawy powyższe unormowanie opiera się na założeniu, że obligacje o wysokiej wartości nominalnej nie znajdują się w sferze zainteresowania inwestorów nieprofesjonalnych. Tym samym, nie narusza on bezpieczeństwa obligatariuszy tej kategorii. Natomiast wybór języka angielskiego wynika z powszechnego stosowania tego języka na międzynarodowych rynkach finansowych²³⁵. Wyłączenie przewidziane w treści art. 5 ust. 2 miało ułatwić oferowanie obligacji podmiotom zagranicznym²³⁶. Na uwagę zasługuje również to, że treść art. 5 ust. 2 ustawy o obligacjach nawiązuje do postanowień art. 20 ust. 6 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2004/109/WE z dnia 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/WE²³⁷.

Ustawa szczegółowo reguluje także treść warunków emisji. Na uwagę zasługuje to, że art. 6 ustawy o obligacjach nie miał swojego odpowiednika w ustawie z 1995 r.²³⁸. Regulacja w tym zakresie została podzielona na dwie grupy. W pierwszej z nich ustawodawca wskazał elementy obligatoryjne warunków każdej emisji obligacji. W drugiej zaś zostały sformułowane informacje, które także obowiązkowo muszą znaleźć odzwierciedlenie w warunkach emisji, ale tylko w ściśle określonych sytuacjach. Podkreślenia wymaga fakt, że

²³³ M. Wierzbowski, J. Róg, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 17.

²³⁴ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 6, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

²³⁵ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 6, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

²³⁶ M. Wierzbowski, J. Róg, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 18.

²³⁷ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2004/109/WE z dnia 15 grudnia 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 z dnia 31 grudnia 2004 r. ze zm., s. 38.

²³⁸ M. Wierzbowski, J. Róg, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 21.

elementy wskazane w art. 6 ustawy o obligacjach nie tworzą katalogu zamkniętego²³⁹. Po pierwsze, ustawodawca w przy okazji regulowania konkretnych zagadnień w dalszych fragmentach ustawy wprowadził dodatkowe elementy obowiązkowe warunków emisji²⁴⁰. Po drugie, przewidział on możliwość zamieszczenia w warunkach emisji elementów fakultatywnych²⁴¹. W tym kontekście, zgodnie wskazuje się w doktrynie, że stronom przysługuje swoboda umieszczania dodatkowych informacji w warunkach emisji. Swoboda ta jest ograniczona wyłącznie przez inne przepisy ustawy oraz zasady ogólne, np. wynikające z art. 353¹ k.c.²⁴².

Jak stanowi art. 6 ust. 1 do obligatoryjnych elementów treści warunków emisji zalicza się w szczególności rodzaj obligacji. Rodzaje obligacji, których emisję dopuszcza ustawa o obligacjach z 2015 r. zostaną omówione szczegółowo w dalszej części pracy. Już w tym miejscu należy jednak zasygnalizować, że przez rodzaj obligacji należy rozumieć przede wszystkim to, czy wyemitowane zostaną obligacje imienne czy na okaziciela, to czy przyjmą formę dokumentową (możliwość taka istniała do dnia 1 lipca 2019 r.) czy zdematerializowaną oraz czy zalicza się je do jednej z kategorii obligacji szczególnych²⁴³. Kolejną informacją, która obowiązkowo musi znajdować się w warunkach emisji jest oznaczenie emitenta. Pod pojęciem tym należy rozumieć jego nazwę (firmę) i siedzibę. W sytuacjach, w których emitent podlega obowiązkowi wpisu do rejestru oznaczenie przedsiębiorcy powinno dodatkowo zawierać numer wpisu do rejestru. Celem tej regulacji jest umożliwienie obligatariuszom identyfikacji emitenta oraz oceny jego wiarygodności²⁴⁴. Następnym istotnym dla warunków emisji elementem jest wskazanie adresu strony internetowej emitenta. Informacja ta ma niezwykle istotne praktyczne znaczenie, które zostanie wykazane w kolejnych fragmentach opracowania. Jak wskazuje się w literaturze, z regulacji tej należy wysnuć wniosek, że ustawodawca wymusił na podmiotach chcących uzyskać status emitenta

²³⁹ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 31.

²⁴⁰ Art. 18 ust. 1, art. 19 ust. 6, art. 24 ust. 3, art. 25 ust. 2, art. 47, art. 50 ust. 1, art. 53 ust. 1, art. 75 ust. 3, 81 ust. 2 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, tekst jedn. Dz.U. 2020 poz. 1208.

²⁴¹ Art. 17 ust. 2, art. 22, art. 26 ust. 2, art. 30 ust. 3, art. 49 ust. 2, art. 62 ust. 1, art. 65 ust. 4, art. 73 ust. 2, art. 74 ust. 2, art. 74 ust. 7, art. 75 ust. 2, art. 84 ust. 2 pkt. 2 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, tekst jedn. Dz.U. 2020 poz. 1208.

²⁴² T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 257, J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 42.

²⁴³ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 33, M. Wierzbowski, J. Róg, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 21, R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 32.

²⁴⁴ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 33.

bezwzględne posiadanie strony internetowej²⁴⁵. Z uwagi na cel regulacji racjonalne wydaje się przychylenie do stanowiska, zgodnie z którym w przypadku spółek celowych wystarczające będzie wskazanie strony internetowej podmiotu dominującego²⁴⁶. Warunki emisji muszą również zawierać obowiązkowo wskazanie decyzji emitenta o emisji, a w przypadku emitenta mającego siedzibę poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej dodatkowo oświadczenie o posiadaniu uprawnień do emitowania obligacji zgodnie z właściwym dla niego prawem. Przez oznaczenie decyzji emitenta należy rozumieć wskazanie nazwy organu, numeru i daty podjęcia uchwały o emisji obligacji²⁴⁷. Dopuszczalne jest również, aby decyzja przyjęła formę oświadczenia. Z sytuacją taką będziemy mieli do czynienia w przypadku przedsiębiorstw państwowych, w których organ wykonawczy jest jednoosobowy²⁴⁸. Emitenci muszą zamieścić w warunkach emisji także informację o wartości nominalnej i maksymalnej liczbie obligacji proponowanych do nabycia. W kontekście wskazanych informacji podnosi się, że brak w tym miejscu regulacji dotyczącej obowiązku zamieszczenia w warunkach emisji progu emisji, w wypadkach gdyby został on zastrzeżony w decyzji emitenta, należy uznać za niedopatrzenie ustawodawcy²⁴⁹. Warunki emisji muszą zawierać również opis świadczeń emitenta wynikających z obligacji, wysokość tych świadczeń lub sposób, w jaki będzie ustalana, oraz termin, miejsce i sposób ich spełniania. W warunkach emisji należy zamieścić także określenie dni, według których ustala się uprawnionych do świadczeń. Warunki emisji muszą uwzględniać także informację o ustanowionych lub planowanych do ustanowienia zabezpieczeniach wiarygodności wynikających z obligacji albo braku takiego zabezpieczenia. Jak podnosi się w literaturze w przypadku zabezpieczeń planowanych do ustanowienia w późniejszym terminie należy również wskazać termin ich ustanowienia²⁵⁰. Emitent nie może zapomnieć również o zawarciu w warunkach emisji elementów formalnych takich jak miejsce i data ich sporządzenia oraz podpisy osób upoważnionych do zaciągania zobowiązań w imieniu emitenta.

Druga grupa informacji, które muszą zawierać warunki emisji, ale tylko w określonych sytuacjach została skatalogowana w art. 6 ust. 2. Zgodnie z jego treścią warunki

²⁴⁵ M. Wierzbowski, J. Róg, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 22.

²⁴⁶ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 32.

²⁴⁷ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 33.

²⁴⁸ M. Wierzbowski, J. Róg, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 22.

²⁴⁹ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 34.

²⁵⁰ M. Wierzbowski, J. Róg, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 24.

emisji w sytuacjach, w których przewidywane jest oprocentowanie muszą zawierać dodatkowo wysokość tego oprocentowania lub sposób, w jaki będzie ustalane. Warunki emisji powinny zawierać także datę, od której będzie ono naliczane, oraz termin, miejsce i sposób jego wypłaty. Elementy te składają się na zbiorczo nazwane przez ustawodawcę warunki wypłaty oprocentowania. Dodatkowe informacje muszą znajdować się w warunkach emisji także w przypadkach kiedy przewidywane jest świadczenie niepieniężne. W związku z zaistnieniem tej okoliczności emitent zobowiązany jest do określenia zasad przeliczania wartości świadczenia niepieniężnego na świadczenie pieniężne. Jak wskazuje się w literaturze, zwrot „przeliczanie” należy rozumieć wąsko, jako sposób ustalania ekwiwalentu pieniężnego za należne świadczenie niepieniężne²⁵¹. Co więcej, jeżeli przewidywana jest możliwość zaliczenia wierzytelności z tytułu wykupu na poczet ceny nabycia obligacji nowej emisji, warunki emisji muszą zawierać wskazanie tej możliwości. Wprowadzenie tego przepisu było wyrazem dostrzeżenia przez ustawodawcę rynkowej praktyki, tzw. rolowania obligacji²⁵². Polega ona na zaliczeniu wierzytelności, wynikających z obligacji, ze zbliżającym się terminem zapadalności na poczet ceny obligacji nowej emisji. Jeśli natomiast został określony cel emisji w warunkach emisji wskazuje się ten cel. Następną informacją, którą muszą zawierać warunki emisji są wiadomości dotyczące wysokości, formy i warunków ustanowionego zabezpieczenia. Powinny one w szczególności wskazywać informację o sposobie zaspokojenia z przedmiotu zabezpieczenia, datę ustanowienia zabezpieczenia lub planowany termin jego ustanowienia oraz wycenę lub skrót tej wyceny i uzasadnienie wyboru podmiotu dokonującego wyceny. Oczywiście informację taką zamieszcza się tylko wtedy, gdy zabezpieczenie wierzytelności wynikających z obligacji zostało ustanowione lub też emitent zobowiązał się do ustanowienia takiego zabezpieczenia lub zabezpieczenia dodatkowego w przyszłości. W dalszej kolejności emitent został zobowiązany, na wypadek zawarcia umowy z administratorem zastawu lub administratorem hipoteki, do poinformowania w warunkach emisji jaki podmiot będzie pełnił te obowiązki. Jeżeli natomiast emitent decyduje się na ustanowienie zgromadzenia obligatariuszy to zgodnie z art. 6 ust. 3 informacja w tym zakresie powinna także znaleźć się w warunkach emisji. W takim przypadku warunki emisji określają również zasady zwoływania i organizacji zgromadzenia

²⁵¹ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 37.

²⁵² R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 36, J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 38.

obligatariuszy, w tym miejsce odbycia, oraz zasady podejmowania uchwał przez zgromadzenie.

Zgodzić należy się ze stanowiskiem wyrażanym w literaturze, w myśl którego niespełnienie wymogów w zakresie minimalnej treści istotnych warunków emisji powoduje ich nieważność²⁵³. W związku z tym, nieważne będą także umowa emisyjna oraz obligacje wydane na jej podstawie. Do istotnych postanowień warunków emisji zalicza się oznaczenie emitenta, rodzaju obligacji, wartości nominalnej i świadczenia emitenta, a także podpisy osób upoważnionych do zaciągania zobowiązań²⁵⁴. Zbyt daleko idący wydaje się natomiast podgląd, zgodnie z którym z nieważnością warunków emisji będziemy mieli do czynienia niezależnie od wagi brakującego elementu²⁵⁵. Z uwagi na spór, który zarysował się w tym kontekście za słuszny należy uznać wniosek *de lege ferenda*, w myśl którego w celu zapewnienia bezpieczeństwa obrotu ustawodawca powinien wprost rozstrzygnąć, które braki należy uznawać za powodujące nieważność, a które zaś mogą być uzupełnione przez emitenta w późniejszym czasie²⁵⁶. W obecnym stanie prawnym na aprobatę zasługuje wyrażana w literaturze dyrektywa nakazująca dokonywanie interpretacji warunków emisji w taki sposób, aby możliwe było utrzymanie ważności stosunku wynikającego z obligacji²⁵⁷.

W piśmiennictwie wyróżnia się także szczególny rodzaj informacji, które mogą znaleźć się w warunkach emisji, czyli tzw. konwenanty²⁵⁸. Są to postanowienia kształtujące dodatkowe oświadczenia lub zobowiązania emitenta. Ich naruszenie może uprawniać obligatariuszy do dodatkowych przywilejów. Zazwyczaj dotyczą one zapewnień emitenta w zakresie niezbywania określonych aktywów czy też utrzymywania określonego poziomu zadłużenia w relacji do posiadanego kapitału. Podkreślenia wymaga także to, że konwenanty z uwagi na swój akcesoryjny charakter nie stanowią części treści stosunku zobowiązaniowego łączącego emitenta z obligatariuszem. Mają jedynie na celu zwiększenie prawdopodobieństwa, że emitent wywiąże się z ciążących na nim względem obligatariuszy

²⁵³ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 258, R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 37.

²⁵⁴ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 258.

²⁵⁵ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 36, R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 37.

²⁵⁶ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 36.

²⁵⁷ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 258.

²⁵⁸ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 42.

obowiązków. Strony powinny zatem odrębnie od regulacji ustawowych określić skutki niewywiązania się przez emitenta z konwenantów.

2.2. Zagadnienia proceduralne.

Ustawa o obligacjach z 2015 r. w rozdziale 4 przewiduje również szereg regulacji dotyczących emisji obligacji o charakterze proceduralnym. Pierwszym zagadnieniem, które zdecydował się uregulować ustawodawca jest kwestia określania celu emisji. Stosowny przepis w tym zakresie (art. 28) przewidywała również ustawa o obligacjach z 1995 r. Poprzez cel emisji należy rozumieć przedsięwzięcie lub zamierzenie, które emitent planuje zrealizować za pomocą środków pozyskanych w ramach emisji²⁵⁹. Zgodnie z art. 32 ust. 1 emitent może określić cel emisji. Określenie celu emisji jest więc co do zasady fakultatywne i zależy od decyzji emitenta²⁶⁰. Jednakże jeżeli emitentem jest jednostka samorządu terytorialnego, związek tych jednostek lub jednostka władz regionalnych lub lokalnych innego niż Rzeczpospolita Polska państwa członkowskiego Unii Europejskiej, określenie celu emisji jest obowiązkowe (art. 32 ust. 1 zd. 2 ustawy o obligacjach). Jest to wyjątek od ogólnej zasady fakultatywności określania celu emisji²⁶¹. Jak słusznie podkreśla się w piśmiennictwie, określony przez jednostkę samorządu terytorialnego cel emisji obligacji komunalnych musi być oczywiście związany z zadaniami realizowanymi przez emitenta²⁶². Drugim przypadkiem, w którym obligatariusze obligatoryjnie uzyskają informację o celu emisji, choć ustawodawca nie wyartykułował tego obowiązku wprost, jest w określonych przypadkach emisja obligacji przychodowych. Zgodnie bowiem z art. 25 ust. 2 w zw. z art. 24 ust. 2 pkt. 1 uchwała o emisji obligacji przychodowych musi określać przedsięwzięcie, które zostanie sfinansowane w całości albo części ze środków uzyskanych z emisji obligacji. W świetle art. 25 ust. 3 ustawy należy natomiast wskazać, że obligatariusze już na etapie zapoznawania się z warunkami emisji będą wyposażeni w informację o tym, na co zostanie przeznaczony inwestowany przez nich kapitał. W związku z tym, w literaturze pojawił się pogląd, zgodnie z którym wskazanie przez emitenta obligacji przychodowych przedsięwzięcia, na które zostaną

²⁵⁹ Zob. szerzej I. Weiss, *Cele emisji obligacji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2002, nr 10, s. 15, I. Weiss, w: M. Bączyk i in., *Papiery wartościowe*, Warszawa 2000, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 236, J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 50,

²⁶⁰ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 125, A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 183.

²⁶¹ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 125.

²⁶² R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 126, A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 185.

poświęcone zgromadzone w ramach emisji środki, może być także traktowane jako określenie celu emisji²⁶³. Do powyższego stanowiska należy odnieść się z aprobatą.

Niezwykle istotne jest to, aby cel emisji został wskazany w sposób jednoznaczny i precyzyjny. Jak słusznie podnosi się w orzecznictwie określenie celu poprzez zdawkowe sformułowanie "na dokończenie rozpoczętych inwestycji komunikacyjnych" nie realizuje wymogów stawianych przez ustawodawcę²⁶⁴. Krytycznie natomiast należy odnieść się do poglądu A. Famirskiego, który wskazuje, że z uwagi na potrzebę ochrony praw obligatariuszy niedopuszczalne jest również udzielenie emitentowi w warunkach emisji upoważnienia do określenia celu emisji w późniejszym czasie²⁶⁵. Skoro bowiem określenie celu emisji jest co do zasady fakultatywne, to nie ma powodu, aby emitent na późniejszym etapie emisji obligacji nie mógł go sformułować. Tym bardziej, że określając cel emisji emitent przyjmuje na siebie dodatkowe obostrzenia wskazane w art. 32 ust. 2 ustawy o obligacjach, o czym szerzej poniżej. Jednocześnie należy wskazać, że określenie celu emisji w późniejszym czasie byłoby wiążące z punktu widzenia art. 32 ust. 2 ustawy tylko w sytuacjach, w których doszłoby do zmiany warunków emisji zgodnie z art. 7 ustawy o obligacjach. Przywołany powyżej pogląd znajduje natomiast pełne zastosowanie w odniesieniu do podmiotów, na które został nałożony obowiązek określania celu emisji. W takiej sytuacji udzielenie upoważnienia do precyzowania celu emisji w późniejszym, niż na etapie formułowania warunków emisji okresie, byłoby obejściem ustawowego obowiązku. W związku z tym należy uznać je za niedopuszczalne. Za kontrowersyjny należy uznać również prezentowany w literaturze pogląd, zgodnie z którym możliwe jest określenie celu emisji w sposób alternatywny²⁶⁶. Nawet uwzględniając poczynione przez jego autora ograniczenie, w myśl którego wykorzystanie środków na cel fakultatywny byłoby dopuszczalne wyłącznie w przypadku braku możliwości realizacji pierwotnego celu emisji, wydaje się być to rozwiązanie rodzące zbyt duże wątpliwości praktyczne. Biorąc bowiem pod uwagę ryzyko sporów dotyczących obiektywnej niemożności realizacji pierwotnego celu emisji oraz brak wskazania przez autora przywołanego poglądu liczby określanych celów alternatywnych należy wskazać, że proponowane przez niego rozwiązanie mogłoby prowadzić do skutecznego obchodzenia

²⁶³ P. Szpytka, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 125.

²⁶⁴ Uchwała Regionalnej Izby Obrachunkowej w Krakowie z dnia 7 września 1996 r., KI-00571/203/96, „Orzecznictwo w Sprawach Samorządowych” 1997, nr 1, poz. 20.

²⁶⁵ A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 184.

²⁶⁶ A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 184.

obostrzeń przewidzianych w art. 32 ust. 2 ustawy o obligacjach, a tym samym niweczyć ochronę przyznaną obligatariuszom w ramach tej regulacji. Jednocześnie niweczyłoby jednolicie wyrażany w doktrynie pogląd dotyczący obowiązku precyzyjnego, nie budzącego żadnych wątpliwości określania celu emisji obligacji.

Precyzyjne określenie celu emisji jest tym bardziej istotne, że zgodnie z przywołanym już powyżej art. 32 ust. 2 ustawy jeżeli cel emisji został określony, emitent nie może przeznaczyć środków pochodzących z emisji obligacji na inny cel. Powyższa regulacja ma na celu ochronę interesów obligatariuszy, którzy powinni mieć pewność, że deklaracja emitenta w zakresie przeznaczenia środków pozyskanych w ramach emisji zostanie dotrzymana. Naruszenie wskazanej powyżej regulacji jest zgodnie z art. 93 ustawy zagrożone sankcją karną w postaci grzywny w wysokości do 5 000 000 zł, kary pozbawienia wolności do 2 lat albo obu tym karom łącznie. W praktyce niezwykle trudne może okazać się udowodnienie emitentowi przeznaczenia środków na inny niż wskazany w warunkach emisji cel. Jak wskazuje się w literaturze, z uwagi na brak obowiązku przechowywania pozyskanych w ramach emisji środków na wyodrębnionym rachunku bankowym, należałoby wykazać, że cel emisji nie został zrealizowany, zaś emitent posiada środki pieniężne w niższej wysokości niż kwota pozyskana w ramach emisji²⁶⁷. Naruszeniem zakazu przewidzianego w art. 32 ust. 2 ustawy o obligacjach będzie również dokonana jednostronnie przez emitenta zmiana proporcji przeznaczenia środków w przypadku określenia kilku celów emisji²⁶⁸.

W zakresie swobody określania celu emisji należy bowiem przychylnie odnieść się do postulatu, zgodnie z którym dopuszczalne jest wskazanie kilku celów emisji dla emisji jednej serii obligacji²⁶⁹. Prymat w tym przypadku należy przyznać bowiem wykładni celowościowej, nie zaś wykładni językowej, która wskazuje na liczbę pojedynczą określanego celu²⁷⁰. Z uwagi na potrzebę zagwarantowania bezpieczeństwa obligatariuszom, z aprobatą trzeba ustosunkować się do stanowiska prezentowanego w piśmiennictwie, zgodnie z którym w takich sytuacjach powinny zostać określone proporcje, w jakich środki pozyskane w ramach emisji zostaną przeznaczone na poszczególne cele²⁷¹. W orzecznictwie wyrażono pogląd, w

²⁶⁷ P. Szpytka, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 126-127.

²⁶⁸ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 126, A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 184.

²⁶⁹ A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 183.

²⁷⁰ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 126.

²⁷¹ A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 184.

myśl którego określenie kilku celów emisji bez jednoczesnego przypisania im konkretnych kwot nie jest wystarczające²⁷². Należy uznać go jednakże za zbyt restrykcyjny i niecelowy. Podkreślenia wymaga bowiem okoliczność, że emitent określając cele emisji na etapie sporządzania warunków emisji nie jest w stanie przewidzieć, ile środków uda mu się pozyskać w ramach przeprowadzonej emisji. W związku z tym, nie ma możliwości kwotowego określenia, jakie środki przeznaczy na wskazane przez siebie cele. Z praktycznego punktu widzenia zdecydowanie lepszym rozwiązaniem jest wskazywanie proporcji, w jakich zgromadzony kapitał zostanie przeznaczony na określone cele. Natomiast za jedyny zgodny z przepisami prawa sposób zmiany proporcji przeznaczenia środków należy uznać zmianę warunków emisji przewidzianą w art. 7 ustawy²⁷³.

Ostatnim zasługującym na uwagę aspektem związanym z określaniem celu emisji jest to, że może on być zarówno gospodarczy (ukierunkowany na zysk), jak i niegospodarczy (jego realizacja nie wiąże się z przysporzeniem emitentowi żadnych dochodów, np. środki pozyskane z emisji mogą być przeznaczone na reorganizację struktury organizacyjnej emitenta)²⁷⁴.

Podsumowując, należy stwierdzić, że wskazanie celu emisji przez emitenta może mieć zarówno pozytywny, jak i negatywny wpływ na rozmiary pozyskanego w ramach emisji kapitału. Z jednej strony, atrakcyjność i racjonalność celu mogą przyciągnąć dodatkowych inwestorów²⁷⁵. Z drugiej zaś, jeżeli określony przez emitenta cel będzie wydawał się mało realistyczny lub nie będzie rokował pozytywnemu rozwojowi emitenta może on zniechęcić potencjalnych obligatariuszy do powierzenia swoich środków określonemu podmiotowi. Tym samym, ustawodawca wyposażył emitentów w narzędzie, którego prawidłowe wykorzystanie może prowadzić do efektywnego stymulowania rozwoju rynku obligacji.

W art. 33 ustawy o obligacjach została natomiast uregulowana kwestia trybów emisji obligacji. Zgodnie z jego treścią emisja obligacji może nastąpić albo w trybie oferty publicznej papierów wartościowych, o której mowa w art. 2 lit. d rozporządzenia 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

²⁷² Uchwała Regionalnej Izby Obrachunkowej w Bydgoszczy z dnia 2 września 2010 r., XX/48/2010, http://www.bip.bydgoszcz.rio.gov.pl/?p=document&action=show&id=1270&bar_id=1212, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

²⁷³ A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 184.

²⁷⁴ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 589, L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 108.

²⁷⁵ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 125.

dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE²⁷⁶ albo przez proponowanie nabycia obligacji w inny sposób. Przed nowelizacją dokonaną ustawą z dnia 16 października 2019 r.²⁷⁷, art. 33 ustawy o obligacjach w odniesieniu do trybu oferty publicznej odwoływał do regulacji przewidzianych w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Podkreślenia wymaga fakt, że definicja „oferty publicznej papierów wartościowych” weszła do polskiego porządku prawnego w zamian definicji „oferty publicznej” zasadniczo już od dnia 21 lipca 2019 r. Wynika to z faktu, że wprowadzona została ona przepisami rozporządzenia 2017/1129, które znajduje bezpośrednie zastosowanie. Z formalnego punktu widzenia pojęcie „oferty publicznej” zostało natomiast dostosowane do nowych przepisów dopiero ustawą z dnia 16 października 2019 r.

Tytułem wprowadzenia należy wskazać podstawowe czynniki brane pod uwagę przez emitentów przy wyborze trybu emisji obligacji. Kluczowym czynnikiem o charakterze prawnym są przewidziane przez przepisy czynności, które musi zrealizować emitent. W przypadku wyboru przez emitenta innej niż oferta publiczna ścieżki emisji obligacji nie będą ciążyły na nim liczne obowiązki wynikające z ustawy o ofercie publicznej. Przykładowo można wskazać, że emitent nie jest w takiej sytuacji zobowiązany do sporządzenia prospektu emisyjnego, uzyskania zatwierdzenia go przez Komisję Nadzoru Finansowego, podania go do publicznej wiadomości czy też korzystania z pośrednictwa firmy inwestycyjnej. Na decyzję podejmowaną przez emitenta mają również wpływ czynniki pozaprawne. Po pierwsze, z uwagi na dodatkowe obowiązki ciążące na emitencie, tryb oferty publicznej jest bardziej czasochłonny. Ponadto, czynnikiem który emitenci powinni wziąć pod rozwagę jest rozmiar kapitału, który zamierzają pozyskać. Tryb oferty publicznej zapewnia bowiem dotarcie do większej liczby potencjalnych inwestorów, ale jednocześnie generuje znacznie większe koszty emisji. Do pozaprawnych czynników wpływających na decyzje emitentów należy zaliczyć także zakładane cele marketingowe (skorzystanie z oferty publicznej zapewnia wzrost rozpoznawalności) oraz strategię budowania marki przedsiębiorstwa (oferta publiczna powoduje podniesienie wiarygodności emitenta w oczach inwestorów i kontrahentów).

²⁷⁶ 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 dnia 30 czerwca 2017 r.

²⁷⁷ Ustawa z dnia 16 października 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. 2019 poz. 2217 ze zm.

Podkreślenia wymaga jednakże to, że w wielu przypadkach wybór trybu emisji obligacji będą narzucały emitentowi przepisy prawa. Do momentu wejścia w życie rozporządzenia 2017/1129, jeżeli emitent zamierzał skierować swoją ofertę do grona adresatów liczącego co najmniej 150 osób, to zgodnie z brzmieniem art. 3 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej obowiązującym do dnia 30 listopada 2019 r. był on zobligowany do skorzystania z trybu oferty publicznej. Tym samym, nie był on uprawniony do emisji obligacji w trybie uproszczonym przewidzianym w art. 33 pkt. 2 ustawy o obligacjach. W związku ze znacznym rozszerzeniem zakresu pojęcia oferty publicznej, o czym szerzej w dalszej części rozprawy, możliwości skorzystania z tzw. trybu emisji prywatnej zostały ograniczone do wyjątkowych sytuacji. Jednakże z uwagi na fakt, że przez kilka ostatnich lat wiele podmiotów skorzystało z tego trybu zasadne jest poddanie go głębszej analizie na tym etapie rozważań. Wiele istotnych zagadnień z tego zakresu zostało bowiem uregulowanych bezpośrednio w ustawie o obligacjach z 2015 r.

W pierwszej kolejności należy wskazać, że przez proponowanie nabycia obligacji w inny, niż oferta publiczna, sposób należy rozumieć każdą dopuszczalną z punktu widzenia przepisów prawa metodę, która prowadzi do skutecznego wykreowania papierów wartościowych w postaci obligacji²⁷⁸. Jeżeli bowiem działania podejmowane przez emitenta nie będą mieściły się w ramach przewidzianych dla oferty publicznej powinny być z reguły uznawane za czynności, o których mowa w art. 33 pkt. 2 ustawy o obligacjach. Proponowanie nabycia obligacji w sposób określony w art. 33 pkt. 2 ustawy w doktrynie jest nazywany dla przeciwstawienia terminowi oferty publicznej ofertą prywatną, trybem zamkniętym czy też ofertą niepubliczną²⁷⁹. Na działania, do których podjęcia będzie zmuszony podmiot zamierzający wyemitować obligacje składają się kolejno: podjęcie decyzji o emisji obligacji przez właściwy organ emitenta, przygotowanie propozycji nabycia, skierowanie jej do potencjalnych inwestorów oraz po przyjęciu przez nich propozycji nabycia, dokonanie przydziału obligacji²⁸⁰.

W ustawie o obligacjach nie uregulowano szczegółowo zagadnienia podejmowania decyzji o emisji obligacji przez właściwy organ emitenta. W art. 6 ust. 1 pkt. 4 ustawy

²⁷⁸ A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 188.

²⁷⁹ Odpowiednio P. Szpytka, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 128 i K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 210, R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 135 oraz T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 289.

²⁸⁰ Na temat etapów emisji obligacji zob. szerzej T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 288-289.

wskazano jedynie, że informacja w tym zakresie powinna znaleźć się w warunkach emisji obligacji. Taki sposób ujęcia tego zagadnienia w ustawie wynika z faktu, że zasady podejmowania decyzji w ramach struktury konkretnych emitentów zostały unormowane w przepisach szczególnych kształtujących ich konstrukcję prawną. Generalną zasadą jest to, że decyzję o emisji obligacji będą podejmowały ich organy wykonawcze. W określonych sytuacjach kompetencje w tym zakresie zostały przeniesione na rzecz organów uchwałodawczych, np. w art. 393 pkt. 5 k.s.h.²⁸¹ ustanowiono, że emisja obligacji zamiennych lub z prawem pierwszeństwa przez spółkę akcyjną wymaga uchwały walnego zgromadzenia. Odmienne zasady mogą zostać również przewidziane w aktach założycielskich emitentów. Źródło umocowania organu (ustawa albo akt założycielski) do podjęcia decyzji o emisji obligacji będzie miało kluczowe znaczenie dla skutków dokonania tej czynności niezgodnie z przyjętymi regułami. Zgodzić należy się z wyrażonym w piśmiennictwie stanowiskiem, w myśl którego w przypadku podjęcia decyzji o emisji obligacji przez organ inny niż przewidziany w ustawie będzie ona bezwzględnie nieważna. Natomiast w sytuacjach, w których umocowanie organu lub jego brak wynika z aktu założycielskiego emitenta, decyzja o emisji obligacji będzie ważna i skuteczna. Będzie mogła ona rodzić jednakże odpowiedzialność wewnętrzną (organizacyjną lub odszkodowawczą) członków organu, którzy podjęli decyzję niezgodnie z postanowieniami aktu założycielskiego²⁸².

Jak wskazano powyżej emisja obligacji, w trybie innym niż oferta publiczna, wiąże się z szeregiem obowiązków, które zostały nałożone na emitenta na mocy ustawy o obligacjach. Jednym z nich jest obowiązek udostępnienia propozycji nabycia (art. 34 ust. 1 ustawy o obligacjach). Jak wskazuje się w literaturze przedmiotu przez propozycję nabycia należy rozumieć dokument stanowiący podstawę emisji obligacji, kierowany przez emitenta do potencjalnych nabywców obligacji²⁸³. Jednocześnie pełni ona funkcję nośnika informacji na temat emitenta oraz oferowanych obligacji przekazywanych inwestorom²⁸⁴. W piśmiennictwie wskazuje się jednak, że propozycji nabycia nie należy traktować jako oferty zawarcia umowy kierowanej przez emitenta do potencjalnych obligatariuszy²⁸⁵.

²⁸¹ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1526.

²⁸² A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 192.

²⁸³ K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 221.

²⁸⁴ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 289.

²⁸⁵ R. Woźniak, *Charakter prawny propozycji nabycia obligacji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2015, nr 7, s. 23, R. Woźniak, *Ponownie o charakterze prawnym propozycji nabycia obligacji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2016, nr 6, s. 44.

Udostępnienie to natomiast czynność polegająca na przekazaniu propozycji nabycia w sposób umożliwiający potencjalnemu obligatariuszowi zapoznanie się z jej treścią²⁸⁶, która inicjuje procedurę niepublicznej emisji obligacji²⁸⁷. Obowiązek udostępnienia propozycji nabycia ciąży na emitencie zawsze w sytuacjach, w których do emisji dochodzi w trybie innym niż przewidziany w rozporządzeniu 2017/1129. Podkreślenia wymaga fakt, że przywołany przepis nie znajdował odpowiednika w ustawie o obligacjach z 1995 r. Celem wprowadzenia regulacji w tym zakresie było usprawnienie procesu emisji i zapewnienie jego przejrzystości. W uzasadnieniu do projektu ustawy o obligacjach z 2015 r. wskazano dodatkowo, że przewidziana w art. 34 ust. 1 regulacja umożliwi obligatariuszom świadome podjęcie decyzji inwestycyjnej²⁸⁸. W myśl zaś art. 34 ust. 2 emitent ma obowiązek udostępnienia propozycji nabycia również w przypadku emisji obligacji zgodnie z rozporządzeniem 2017/1129, jeżeli jego przepisy lub przepisy ustawy o ofercie publicznej nie wymagają udostępnienia prospektu emisyjnego albo memorandum informacyjnego. Analizowany przepis poza regulacją dotyczącą obowiązku publikacji przez emitenta propozycji nabycia dostarcza więc także informacji dotyczących wymogów wynikających z rozporządzenia 2017/1129 oraz ustawy o ofercie publicznej. Wskazuje bowiem, że w warunkach emisji opartej na rozporządzeniu 2017/1129 emitent zobowiązany jest do udostępnienia w zastępstwie propozycji nabycia prospektu albo memorandum informacyjnego.

Dzięki zastosowanym w art. 33-34 ustawy o obligacjach rozwiązaniom ustawodawca teoretycznie zapewnił emitentom względną swobodę wyboru trybu emisji. W stanie prawnym sprzed 30 listopada 2019 r. z aprobatą należało odnosić się do umożliwienia emitentom skorzystania z innych sposobów przedstawienia potencjalnym inwestorom swojej oferty, niż wyłącznie w trybie oferty publicznej. Wskazana powyżej swoboda miała praktyczne znaczenie jednakże jedynie do momentu wejścia w życie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. Z punktu widzenia emitentów, którzy zamierzali skierować propozycję nabycia do niewielkiego grona odbiorców (mniej niż 150 podmiotów), rozwiązanie zaproponowane przez ustawodawcę pozwało na znaczne oszczędności czasu i środków finansowych. Z drugiej zaś strony, mogli oni zgodnie ze swoim wyborem skorzystać z rozwiązań przewidzianych dla oferty publicznej. Należy zgodzić się z poglądem, zgodnie z którym w obecnym stanie prawnym, z uwagi na bardzo

²⁸⁶ P. Szpytka, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 129.

²⁸⁷ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 289.

²⁸⁸ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 25, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

szeroką definicję „oferty publicznej papierów wartościowych” zawartą w rozporządzeniu 2017/1129 trudne do wyobrażenia jest dokonanie oferty obligacji w innym trybie niż tryb publiczny, tj. zgodnie z art. 33 pkt. 1 ustawy o obligacjach. Jedynym możliwym do zastosowania w praktyce wariantem jest bowiem skierowanie całej emisji wyłącznie do jednego podmiotu, co w przypadku obligacji jest zupełną rzadkością²⁸⁹. Skoro jednakże ustawodawca pozostawił w przepisach ustawy taką możliwość tryb oferty prywatnej należy poddać dalszej analizie.

Ustawa ustanawia m.in. wymogi w zakresie treści, które muszą znaleźć się w propozycji nabycia. Zgodnie z art. 35 ust. 1 w propozycji nabycia zamieszcza się warunki emisji oraz informacje, które umożliwiają ocenę sytuacji finansowej emitenta. Jak wskazuje się w piśmiennictwie celem wprowadzenia powyższej regulacji było przede wszystkim zagwarantowanie ochrony interesów potencjalnych nabywców obligacji. Dzięki zastosowanym regulacjom zyskują oni bowiem możliwość podjęcia decyzji inwestycyjnej w oparciu o pełne i obiektywne informacje o emitencie, w tym o jego kondycji finansowej²⁹⁰. Podkreślenia wymaga również to, że katalog informacji udostępnianych przez emitenta wskazany w przepisie ma charakter otwarty. Emitent może więc, poza elementami określonymi w art. 35 ust. 1, przekazać inne informacje dotyczące jego działalności²⁹¹. Zakres pojęciowy warunków emisji należy rozumieć przez pryzmat art. 6 ustawy o obligacjach. Został on już szczegółowo omówiony we wcześniejszej części niniejszej pracy. W związku z tym, nie wymaga powtórzenia. Pod pojęciem informacji umożliwiających ocenę sytuacji finansowej rozumie się natomiast w szczególności informacje dotyczące wartości zaciągniętych zobowiązań. Wskazanie informacji w tym zakresie powinno zawierać wyszczególnienie zobowiązań przeterminowanych. Wartość zaciągniętych zobowiązań ustala się na ostatni dzień kwartału poprzedzający o nie więcej niż 4 miesiące udostępnienie propozycji nabycia. Powyższe rozwiązanie ma na celu uniknięcie sytuacji, w której emitent byłby zobligowany do wskazania wartości zaciągniętych zobowiązań z dnia na dzień²⁹². Informacje umożliwiające ocenę sytuacji finansowej emitenta powinny także zawierać perspektywę kształtowania się zobowiązań emitenta do czasu całkowitego wykupu obligacji proponowanych do nabycia. W przypadku obligacji wieczystych perspektywa powinna

²⁸⁹ J. Szewczyk, *O dostępnych trybach emisji obligacji*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 20.

²⁹⁰ K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 225.

²⁹¹ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 138.

²⁹² Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 26, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

obejmować okres 5 lat od daty ich emisji. Na uwagę zasługuje fakt, że pojęcie "informacji, które umożliwiają ocenę sytuacji finansowej emitenta" nie zostało wprost zdefiniowane w ustawie. Ustawodawca jedynie przykładowo wskazał treści, które należy przekazać emitentom. Z jednej strony, powyższa regulacja może rodzić problemy interpretacyjne przy ocenie czy przedstawione przez emitenta informacje są wystarczające. Z drugiej zaś, zapewnia ona elastyczność i gwarantuje możliwość dostosowania przekazywanych potencjalnym obligatariuszom wiadomości do specyfiki działalności emitenta oraz rodzaju emitowanych obligacji²⁹³. Przykładowe katalogi informacji, które powinny zostać przekazane potencjalnym inwestorom zostały sformułowane w doktrynie²⁹⁴. Wskazuje się, że przyszłych obligatariuszy należy poinformować m.in. o przychodach, zyskach, stratach, poszczególnych pozycjach bilansu emitenta, czy też ryzykach towarzyszących prowadzonemu przez emitenta rodzajowi działalności. Przywoływaną w literaturze wadą zastosowanego przez ustawodawcę rozwiązania jest niewątpliwie to, że na emitentów nie został nałożony obowiązek aktualizowania danych o swojej sytuacji finansowej na etapie emisji obligacji. W wybranych przypadkach może zatem dojść do sytuacji, w której emitent będzie zmuszony do podjęcia decyzji inwestycyjnej w oparciu o nieaktualne dane. Jest to element, który można rozpatrywać w kategoriach osłabienia ochrony potencjalnych obligatariuszy. W związku z tym, za uzasadniony należy uznać postulat wprowadzenia stosownego mechanizmu aktualizacji danych finansowych publikowanych w propozycji nabycia przez emitenta²⁹⁵.

Szczególną regulację, w zakresie treści propozycji nabycia, ustawodawca przewidział dla emisji obligacji przychodowych. Zgodnie z art. 35 ust. 2 w przypadku obligacji przychodowych propozycja nabycia zawiera dodatkowo informacje umożliwiające potencjalnym nabywcom zapoznanie się z przewidywanymi efektami przedsięwzięcia, które ma zostać sfinansowane z emisji tych obligacji, oraz zdolnością emitenta do wywiązywania się ze zobowiązań wynikających z tych obligacji. Specyfika emisji obligacji przychodowych zostanie przedstawiona szerzej w dalszej części rozprawy dotyczącej rodzajów obligacji.

Na określonych w ustawie emitentach ciążyą również obowiązki w zakresie przedstawienia potencjalnym obligatariuszom swoich wyników finansowych. W myśl art. 35

²⁹³ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 138, K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 228-229.

²⁹⁴ P. Szpytka, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 130, K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 230.

²⁹⁵ K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 225-226.

ust. 3 emitent prowadzący działalność dłużej niż rok jest obowiązany udostępnić w propozycji nabycia sprawozdanie finansowe sporządzone na dzień bilansowy przypadający nie wcześniej niż 15 miesięcy przed datą udostępnienia propozycji nabycia wraz ze sprawozdaniem z badania. Emitent korzystający z możliwości połączenia sprawozdania finansowego za okres od rozpoczęcia działalności do końca przyjętego roku obrotowego ze sprawozdaniem finansowym za rok następny²⁹⁶, udostępnia pierwsze sprawozdanie finansowe wraz z opinią biegłego rewidenta. Powyższa regulacja ma po raz kolejny na celu ochronę bezpieczeństwa potencjalnych obligatariuszy. Ponadto, dzięki zastosowanym rozwiązaniom emisję obligacji umożliwiono również podmiotom, które prowadzą działalność krócej niż rok²⁹⁷ oraz tym, które pomimo prowadzenia działalności powyżej roku nie były zobligowane do sporządzenia sprawozdania finansowego na podstawie przepisów ustawy o rachunkowości²⁹⁸.

Ostatnim elementem obligatoryjnym propozycji nabycia jest cena emisyjna obligacji lub sposób jej ustalenia (art. 35 ust. 4 ustawy o obligacjach). W świetle przedstawionej powyżej treści przepisu, w literaturze wyodrębniono dwa tryby określania ceny emisyjnej: bezpośredni (wskazanie konkretnej kwoty wyrażonej w złotych lub innej walucie obcej) oraz pośredni (np. przez zastosowanie wzoru, za pomocą którego ustalona zostanie cena emisyjna)²⁹⁹.

Prawidłowa realizacja wskazanych powyżej obowiązków informacyjnych została obwarowana odpowiedzialnością karną emitenta przewidzianą w art. 90 ustawy o obligacjach, o którym była już mowa we wcześniejszej części rozprawy. Dodatkowo w art. 91 ustawy przewidziano odpowiedzialność karną za nieudostępnienie sprawozdań finansowych przez emitenta lub osobę, która działa w jego imieniu lub interesie. Niedopełnienie obowiązków w tym zakresie zagrożone jest karą grzywny, ograniczenia wolności albo pozbawienia wolności do roku.

W określonych w ustawie sytuacjach propozycja nabycia nie musi zawierać wszystkich wskazanych powyżej elementów. Jak stanowi art. 36 ustawy propozycja nabycia obligacji, które mogą być nabywane w drodze zamiany wierzytelności z tytułu wykupu obligacji

²⁹⁶ Zgodnie z art. 3 ust. 1 pkt. 9 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 351 ze zm.

²⁹⁷ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 141, K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 233-234.

²⁹⁸ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 131, K. Ernt, S. Rudnicki w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 233-234.

²⁹⁹ K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 231.

uprzednio wyemitowanych, może zostać ograniczona do tych informacji, które nie powtarzają propozycji nabycia obligacji podlegających wykupowi. Jak wskazuje się w piśmiennictwie, powyższa regulacja stanowi odpowiedź ustawodawcy na coraz częściej spotykany w praktyce mechanizm, tzw. rolowania obligacji³⁰⁰. Jest to przepis, który w znaczący sposób usprawnia proces emisji obligacji³⁰¹. W literaturze przedmiotu poddaje się jednak w wątpliwość możliwość powszechnego zastosowania omawianej regulacji. Wskazuje się bowiem, że każda emisja obligacji charakteryzuje się na tyle dużym zindywidualizowaniem warunków emisji, a informacje dotyczące kondycji finansowej emitenta są na tyle zmienne, że w praktyce trudne może okazać się skorzystanie w pełnym wymiarze z ułatwień przewidzianych w art. 36 ustawy o obligacjach³⁰². Racjonalny jest zatem pogląd, w myśl którego w nowej propozycji nabycia emitent musi zawrzeć wszelkie informacje, które uległy zmianie lub straciły aktualność³⁰³. Ponadto, z aprobatą należy odnieść się do stanowiska, zgodnie z którym kolejnym ograniczeniem zastosowania omawianej regulacji jest fakt, iż emitent będzie mógł ograniczyć zakres informacji przedstawionych w propozycji nabycia wyłącznie wtedy, gdy nowa emisja będzie dokonywana w trybie oferty prywatnej lub w trybie oferty publicznej bez obowiązku sporządzania prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego. W przypadku natomiast emisji obligacji w trybie oferty publicznej emitent będzie zobligowany do zastosowania pełnej regulacji przewidzianej w przepisach rozporządzenia 2017/1129³⁰⁴.

Ustawa nakłada na emitenta stosowne obowiązki informacyjne również na etapie po przeprowadzeniu emisji obligacji. Zgodnie z art. 37 ust. 1 w okresie od dokonania emisji obligacji do czasu całkowitego wykupu obligacji emitent jest zobowiązany do udostępniania obligatariuszom rocznych sprawozdań finansowych wraz z opinią biegłego rewidenta. Za datę dokonania emisji należy uznawać dzień przydziału obligacji³⁰⁵. Natomiast pod pojęciem udostępniania sprawozdań rozumie się w literaturze przedmiotu umożliwienie zapoznania się z treścią sprawozdania przez zainteresowanego obligatariusza³⁰⁶. Ponadto wskazuje się, że

³⁰⁰ P. Szytka, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 132, K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 237.

³⁰¹ K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 238.

³⁰² P. Szytka, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 132.

³⁰³ K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 241.

³⁰⁴ K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 238.

³⁰⁵ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 143.

³⁰⁶ P. Szytka, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 133.

udostępnienie powinno nastąpić dopiero na wniosek obligatariusza³⁰⁷. Powyższe założenie wynika z faktu, że ustawodawca zrezygnował w odniesieniu do sprawozdań finansowych z obowiązku publikowania ich na stronie internetowej emitenta. W myśl natomiast art. 37 ust. 2 do obligacji wieczystych obowiązek sprawozdawczy stosuje się odpowiednio, tzn. w związku z faktem, iż nie podlegają one wykupowi, przez cały okres ich funkcjonowania w obrocie. Jak słusznie podkreśla się w piśmiennictwie, obowiązek badania sprawozdania przez biegłego rewidenta, nałożony na podmioty emitujące obligacje jest bezwzględny. Tym samym, emitenci są zobowiązani do przedłożenia obligatariuszom opinii z badania nawet w sytuacjach, gdy inne przepisy, np. ustawa o rachunkowości nie nakładają na nie obowiązku sporządzania opinii biegłego rewidenta³⁰⁸.

Ustawa uwzględnia także przypadki szczególne wynikające ze specyfiki funkcjonowania określonych grup emitentów. Jak stanowi art. 38 ustawy w przypadku emitenta sporządzającego skonsolidowane sprawozdanie finansowe³⁰⁹, wymagania dotyczące przedstawiania obligatariuszom sprawozdań finansowych stosuje się również do tego skonsolidowanego sprawozdania finansowego. Zgodzić należy się z poglądem, zgodnie z którym celem przywołanego powyżej przepisu jest umożliwienie potencjalnym inwestorom oceny sytuacji finansowej emitenta na poziomie całej grupy kapitałowej³¹⁰. W złożonych strukturach holdingowych ocena kondycji finansowej wyłącznie jednego z podmiotów, w tym przypadku emitenta danej serii obligacji, nie zawsze będzie w pełni obrazowała sytuację całej grupy³¹¹. Z tego względu, z perspektywy ochrony praw obligatariuszy, powyższą regulację należy ocenić pozytywnie.

Obowiązkiem udostępniania sprawozdań objęte zostały również jednostki samorządu terytorialnego. W myśl art. 39 ustawy o obligacjach w przypadku emisji obligacji przez jednostkę samorządu terytorialnego lub związek tych jednostek wymagania sprawozdawcze uważa się za spełnione przez udostępnienie ostatniego rocznego sprawozdania z wykonania budżetu jednostki samorządu terytorialnego wraz z opinią regionalnej izby obrachunkowej oraz odpowiednio kolejnych rocznych sprawozdań wraz z opiniami regionalnej izby obrachunkowej. W przypadku zaś jednostki władz regionalnych lub lokalnych innego niż

³⁰⁷ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 302.

³⁰⁸ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 133.

³⁰⁹ Zgodnie z art. 55 – 63d ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 351 ze zm.

³¹⁰ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 134.

³¹¹ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 144.

Rzeczpospolita Polska państwa członkowskiego Unii Europejskiej muszą one przedstawić wymagane sprawozdanie z wykonania budżetu, sporządzone zgodnie z właściwym dla niej prawem. Jeśli prawo miejscowe nie przewiduje obowiązku sporządzenia takiego sprawozdania są one zobowiązane do przedstawienia innego dokumentu zawierającego zestawienie dochodów i wydatków wynikających z zamknięć ich rachunków budżetu wraz z opinią państwowego organu nadzoru i kontroli gospodarki finansowej tej jednostki, sporządzoną zgodnie z właściwym dla niej prawem.

Ustawodawca przewidział również szczególną regulację dla instytucji finansowych wskazanych w art. 2 pkt 6 ustawy o obligacjach. W przypadku emisji obligacji przez te podmioty wymagania sprawozdawcze uważa się za spełnione przez udostępnienie ostatniego rocznego sprawozdania finansowego wraz ze sprawozdaniem z badania (art. 40 ustawy o obligacjach).

Obowiązki sprawozdawcze w oparciu o ustawę o obligacjach nie znajdują jednakże zastosowania do wszystkich emitentów. Zgodnie z art. 41 ustawy regulacji, które je nakładają nie stosuje się do emitentów, których papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym³¹² lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu³¹³. Muszą one wypełniać stosowne obowiązki w tym zakresie, ale w oparciu o przepisy ustawy o ofercie publicznej oraz postanowienia odpowiednich regulaminów alternatywnych systemów obrotu. Jak słusznie podkreśla się w piśmiennictwie obowiązki informacyjne przewidziane w art. 37-38 ustawy o obligacjach zostały wyłączone w stosunku do podmiotów, których jakiegokolwiek papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, a nie tylko obligacje danej emisji³¹⁴. Tym samym wystarczające będzie, np. emitowanie akcji na rynku regulowanym³¹⁵. Powyższy wniosek wypływa z faktu, że również w tym przypadku sprawozdania finansowe emitenta będą dostępne dla obligatariuszy.

³¹² Zgodnie z art. 14 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi rynkiem regulowanym jest działający w sposób stały wielostronny system zawierania transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu w tym systemie, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki, i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany.

³¹³ Zgodnie z art. 3 pkt. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi alternatywnym systemem obrotu jest prowadzony 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.

³¹⁴ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 136.

³¹⁵ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 147.

Kolejnym niezwykle istotnym zagadnieniem uregulowanym w ustawie o obligacjach jest kwestia zapisu na obligacje oraz przyjęcia propozycji nabycia. Ustawodawca położył w omawianej regulacji szczególny nacisk na formę oraz termin dokonania wskazanych powyżej czynności. Zgodnie z art. 42 ust. 1 zapis na obligacje lub przyjęcie propozycji nabycia obligacji należy co do zasady złożyć na piśmie pod rygorem nieważności. Wyjątkowo mogą one zostać złożone w postaci elektronicznej. Możliwość taka istnieje jednakże tylko wtedy, gdy emitent postanowił tak w warunkach emisji. Wątpliwości budzi to, co należy rozumieć pod pojęciem postaci elektronicznej. Słuszne wydaje się w tym zakresie stanowisko, zgodnie z którym wymóg postaci elektronicznej spełniałoby będzie zarówno złożenie oświadczenia woli poprzez wiadomość wysłaną przy pomocy poczty elektronicznej czy też wypełnienie udostępnionego przez emitenta w formie elektronicznej formularza³¹⁶. Zasadny wydaje się również postulat nałożenia na emitenta obowiązku weryfikacji tożsamości obligatariusza w przypadku dokonania zapisu na obligacje w formie elektronicznej³¹⁷. W myśl natomiast art. 42 ust. 2 zapis na obligacje lub przyjęcie propozycji nabycia obligacji dokonane pod warunkiem lub z zastrzeżeniem terminu są nieważne. Celem powyższej regulacji jest zapewnienie stabilności i pewności procesu emisji obligacji. Konsekwencją skutków przewidzianych przez ustawodawcę dla dokonania zapisu pod warunkiem lub z zastrzeżeniem jest to, że emitent nie powinien w ogóle uwzględniać takiego zapisu. Niedopuszczalne jest również dokonanie przydziału obligacji na podstawie takiego zapisu.

Jeżeli chodzi zaś o termin na dokonanie zapisu na obligacje, to zgodnie z art. 43 ust. 1 nie może być on dłuższy niż 3 miesiące od dnia rozpoczęcia emisji. Na uwagę zasługuje fakt, że termin ten dotyczy wyłącznie emisji obligacji w trybie oferty publicznej. Problemy praktyczne może rodzić użycie przez ustawodawcę w treści przepisu nieostrego pojęcia „dzień rozpoczęcia emisji”. W literaturze postuluje się nowelizację wskazanego sformułowania i zastąpienie go terminem „dzień rozpoczęcia oferty”³¹⁸. W obecnym stanie prawnym należy przyjmować, że na potrzeby ustalenia terminu zapisów dniem rozpoczęcia emisji będzie, w zależności od trybu emisji, dzień opublikowania prospektu, memorandum informacyjnego lub propozycji nabycia³¹⁹. Na uwagę zasługuje także fakt, że zapis nie

³¹⁶ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 137.

³¹⁷ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 137.

³¹⁸ Zob. szerzej P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 138.

³¹⁹ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 149, L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 114, P. Szpytka,

powoduje jeszcze zawarcia umowy między emitentem a obligatariuszem. Jak wskazuje się w piśmiennictwie jest jedynie oświadczeniem woli inwestora zgłaszającego gotowość objęcia papierów wartościowych, tym samym stanowi ofertę w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego³²⁰. Powyższy pogląd wyrażany w odniesieniu do emisji akcji pozostaje aktualny w odniesieniu do emisji obligacji³²¹.

Kolejnym etapem emisji obligacji jest dokonanie przydziału obligacji³²². W myśl art. 43 ust. 2 w terminie 2 tygodni od zakończenia zapisów na obligacje lub upływu terminu na przyjęcie propozycji nabycia emitent jest zobowiązany do dokonania przydziału obligacji. Przydział obligacji musi być przeprowadzony zgodnie z zasadami określonymi w prospekcie, memorandum informacyjnym albo propozycji nabycia. Wskazane dokumenty powinny regulować w szczególności sposób postępowania emitenta w przypadku nadsubskrypcji. W praktyce zastosowanie znajdują najczęściej proporcjonalna redukcja zapisów albo przydział zgodnie z kolejnością zapisów³²³. W sytuacji, gdy liczba chętnych obligatariuszy jest mniejsza niż liczba przewidzianych do emisji obligacji, emitent powinien przydzielić obligacje wszystkim zainteresowanym subskrybentom zgodnie ze złożonymi przez nich zapisami. Słusznie wskazuje się w literaturze, że emitent nie może dokonywać przydziału dowolnie, według własnego uznania, chyba że uprawnienia w tym zakresie przewiduje dla niego stosowny dokument emisyjny³²⁴. Brak dokonania przydziału obligacji w przewidzianym w ustawie terminie skutkuje bezskutecznością całego procesu emisyjnego. Tym samym, prawa z obligacji przewidziane dla obligatariuszy w ogóle nie powstają. Ponadto, zasadnie wskazuje się w piśmiennictwie, że niewywiązanie się przez emitenta z

w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 139.

³²⁰ Zob. szerzej K. Haładyj, *Odpowiedzialność odszkodowawcza emitentów za naruszenie obowiązków informacyjnych*, Warszawa 2008, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 137, A. Szajkowski, w: S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom III. Komentarz do artykułów 301-490*, Warszawa 2009, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 1467.

³²¹ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 150.

³²² Szerzej na temat charakteru prawnego przydziału zobacz R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 150, A. B. Mirecki, *Emisja akcji w celu zamiany na obligacje cz. I*, „Prawo spółek” 1999, nr 1, s. 11 (kwalifikują przydział jako czynność prawną), L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 116 (kwalifikuje przydział jako czynność techniczną).

³²³ I. Weiss, w: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 19.*, Warszawa 2006, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 465, R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 153, P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 139.

³²⁴ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 139.

obowiązku dokonania przydziału obligacji rodzi odpowiedzialność odszkodowawczą emitenta względem podmiotów, które dokonały zapisu na obligacje³²⁵.

Odmienne terminy na przyjęcie propozycji nabycia oraz dokonanie przydziału obligacji ustawodawca przewidział dla emisji przeprowadzanych w inny sposób niż w trybie oferty publicznej (art. 44 ustawy o obligacjach). W przypadku tego typu emisji termin na przyjęcie propozycji nabycia wynosi 3 tygodnie od dnia jej otrzymania. Emitent może jednakże określić inny termin na dokonanie tych czynności. W związku z możliwością składania kolejnych propozycji nabycia obligacji danej emisji ustawodawca wskazał, że termin na dokonanie tej czynności nie może być dłuższy, niż 6 tygodni od dnia złożenia pierwszej propozycji. Natomiast termin przeprowadzenia procedury przydziału obligacji wynosi 6 tygodni od dnia złożenia ostatniej propozycji nabycia. Emitent może w propozycji nabycia określić krótszy termin przydziału obligacji.

Ostatnim zagadnieniem w zakresie procesu emisji obligacji, wymagającym szerszego omówienia jest próg emisji. Próg emisji jest to minimalna liczba obligacji, których subskrybowanie jest wymagane dla dojścia emisji do skutku. Zgodnie z art. 45 ust. 1 emitent może ją określić w propozycji nabycia, a gdy jest spółką musi to uczynić także w uchwale o emisji obligacji. Celem wprowadzenia powyższej regulacji było zapewnienie emitentowi możliwości ustalenia granicy po przekroczeniu, której emisja obligacji staje się dla niego opłacalna³²⁶. Jeżeli próg emisji nie został określony, do dojścia emisji do skutku wystarczająca jest subskrypcja co najmniej dwóch obligacji³²⁷. Subskrypcja wyłącznie jednej obligacji nie byłaby wystarczająca z uwagi na fakt, że jest to papier wartościowy emitowany w serii³²⁸.

Konsekwencje ustalenia progu emisji zostały wskazane w art. 45 ust. 2. Zgodnie z jego treścią, jeżeli w terminie wyznaczonym do zapisywania się na obligacje nie zostanie subskrybowana co najmniej taka liczba obligacji, która spowoduje osiągnięcie progu emisji, uważa się, że emisja nie doszła do skutku. Zaistnienie takiej sytuacji rodzi po stronie emitenta dodatkowe obowiązki. W myśl art. 45 ust. 3 o niedojściu emisji do skutku emitent jest

³²⁵ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 193.

³²⁶ P. Szpytka, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 141.

³²⁷ I. Weiss, w: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 19*, Warszawa 2006, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 375, odmiennie L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 196-197 oraz R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz.*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 112.

³²⁸ Odmiennie R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 154.

obowiązany zawiadomić na swojej stronie internetowej, przesyłkami poleconymi lub przesyłkami kurierskimi wszystkich subskrybentów, jednocześnie dokonując zwrotu wpłaconych kwot za pośrednictwem rachunku bankowego, a w przypadku wpłat gotówkowych, wzywając do ich odbioru. Zawiadomienia dokonuje się w terminie 2 tygodni od ustalonego terminu przydziału. Co więcej, emitent musi zapewnić możliwość odbioru wpłaconych kwot, poczynając od dnia zawiadomienia, nadania przesyłki poleconej lub przesyłki kurierskiej, w miejscu ich wpłaty. Obowiązek emitenta w tym zakresie ustaje po upływie 3 miesięcy od dnia rozpoczęcia wypłat. Natomiast w przypadku emisji obligacji w trybie oferty publicznej, dla której udostępniono prospekt, o niedośściu emisji do skutku należy zawiadomić w formie ogłoszenia³²⁹. Wskazany powyżej sposób sformułowania przepisu determinuje to, że w przypadku sporządzenia memorandum informacyjnego (zamiast prospektu) zastosowanie znajdzie zasada ogólna, tj. o niedośściu emisji do skutku emitent będzie musiał zawiadomić na swojej stronie internetowej, przesyłkami poleconymi lub przesyłkami kurierskimi.

Podsumowując, należy wskazać, że regulacje dotyczące emisji obligacji przewidziane w ustawie o obligacjach z 2015 r. nakładają na emitentów szereg obowiązków, których wypełnienie znacząco wydłuża i komplikuje ten proces. Jednakże, na uwagę zasługuje fakt, że celem przyświecającym ustawodawcy przy tworzeniu wskazanych powyżej przepisów było zwiększenie pewności obrotu i bezpieczeństwa obligatariuszy. W związku z powyższym, obowiązki nałożone na emitentów należy uznać w pełni za uzasadnione i niezbędne do prawidłowego przeprowadzenia procesu emisji obligacji. Wskazać również należy, że z uwagi na wejście w życie rozporządzenia 2017/1129 praktyczne znaczenie utracił dychotomiczny podział na ofertę publiczną (*public offering*) oraz ofertę prywatną (*private offering*). Istotnego znaczenia nabrało natomiast rozróżnienie na ofertę publiczną papierów wartościowych (*offer of securities to the public*) oraz ofertę publiczną bez obowiązku publikacji prospektu³³⁰. Słusznie wskazuje się także w literaturze przedmiotu, że emisja obligacji, będąca w momencie wejścia w życie ustawy o obligacjach z 2015 r. procesem stosunkowo prostym, stała się w ostatnim czasie procedurą znacznie bardziej skomplikowaną i kosztowną³³¹. Wpływ miało na to m.in. wejście w życie rozporządzenia 2017/1129. Dodatkowo koszty przeprowadzenia emisji obligacji zostały znacząco zwiększone przez

³²⁹ Zgodnie z art. 21 ust. 2 rozporządzenia 2017/1129.

³³⁰ J. Szewczyk, *O dostępnych trybach emisji obligacji*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 24.

³³¹ J. Róg-Dyrda, *Oferowanie obligacji jako instrumentu finansowego*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 36.

wprowadzenie obowiązku dematerializacji obligacji oraz związanym z tym wymogiem uczestnictwa w procesie emisji agentów emisji³³². Zmiany te zostaną omówione szerzej w dalszej części rozprawy. Już teraz podkreślenia wymaga jednakże to, że mnogość regulacji dotyczących emisji i obrotu obligacjami, a także zakres znowelizowanych w ostatnim czasie przepisów mogą negatywnie wpłynąć na rozwój rynku obligacji. Skutkują bowiem z jednej strony zniechęceniem emitentów do skorzystania z emisji obligacji jako źródła pozyskania kapitału dla finansowania swoich działań, z drugiej zaś w obliczu niepewności stanu prawnego wzbudzić obawy potencjalnych inwestorów na tym rynku.

3. Zabezpieczenie obligacji i odpowiedzialność majątkowa emitenta

Zagadnienie zabezpieczenia obligacji oraz odpowiedzialności majątkowej emitenta stanowi istotny aspekt funkcjonowania obligacji w obrocie. W związku z tym, znalazło ono odzwierciedlenie w szczegółowej regulacji ustawowej. Została ona w dużej mierze odwzorowana na regulacji zawartej w ustawie o obligacjach z 1995 r. Jak słusznie wskazuje się w literaturze podstawowym celem zabezpieczenia wiarygodności wynikających z obligacji jest ułatwienie obligatariuszom dochodzenia realizacji zobowiązań wynikających z obligacji³³³. W pierwszej kolejności należy zwrócić jednakże uwagę na fakultatywność ustanawiania zabezpieczeń obligacji przez emitentów³³⁴. Zgodnie bowiem z art. 28 ustawy o obligacjach emitent może ustanowić zabezpieczenie wiarygodności wynikających z obligacji. Ustanowienie zabezpieczenia leży z kilku powodów również w interesie emitenta. Jak wskazuje się w piśmiennictwie obligacje zabezpieczone pozytywnie wpływają na ocenę wiarygodności emitenta wśród potencjalnych inwestorów. Ponadto, wyższa ocena bezpieczeństwa inwestycji daje emitentowi możliwość zaproponowania obligatariuszom niższego oprocentowania obligacji³³⁵. Warto zwrócić uwagę także na to, że obligacje zabezpieczone nie mogą być wydawane przed ustanowieniem zabezpieczeń przewidzianych w warunkach emisji, chyba że z warunków emisji wynika, że zabezpieczenia zostaną

³³² J. Róg-Dyrda, *Oferowanie obligacji jako instrumentu finansowego*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 36.

³³³ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 105, K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 141-142.

³³⁴ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 109, K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 141, T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 263.

³³⁵ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 105, T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 263.

ustanowione po wydaniu obligacji. Jak wskazuje się w doktrynie złamanie powyższego zakazu skutkuje nieważnością dokonanej czynności³³⁶. Natomiast w przypadku zastrzeżenia w warunkach emisji ustanowienia zabezpieczenia po wydaniu obligacji, a następnie niewywiązania się przez niego z tego obowiązku należy przyjąć, że samo wydanie obligacji będzie ważne. Jednakże emitent będzie musiał liczyć się z poniesieniem odpowiedzialności karnej na podstawie art. 87 ust. 1 ustawy o obligacjach³³⁷. Wskazane powyżej unormowanie jest kolejnym przykładem regulacji, w ramach której ustawodawca zapewnia dodatkową ochronę obligatariuszom.

Polskie prawo przewiduje szeroki katalog sposobów ustanawiania zabezpieczeń papierów wartościowych. W ramach podstawowego podziału możemy wyróżnić zabezpieczenia o charakterze rzeczowym oraz zabezpieczenia osobiste. Do pierwszej kategorii należy zaliczyć hipotekę, zastaw, zastaw rejestrowy oraz zastaw finansowy. Do drugiej zaś zaliczamy gwarancje bankowe czy też poręczenia³³⁸. Kolejnym ułatwieniem dla obligatariuszy w dochodzeniu ich praw, choć niestanowiącym zabezpieczenia obligacji w ścisłym rozumieniu tego pojęcia, może być złożenie przez emitenta oświadczenia o dobrowolnym poddaniu się egzekucji (zgodnie z art. 777 § 1 pkt. 5 Kodeksu postępowania cywilnego³³⁹). W tym kontekście na uwagę zasługuje uchwała Sądu Najwyższego³⁴⁰, w której stwierdzono, że oświadczenie o poddaniu się egzekucji powinno imiennie wskazywać obligatariuszy, na rzecz których jest wydawane. W praktyce oznacza to, że po zbyciu obligacji, oświadczenie o poddaniu się egzekucji wydane na rzecz imiennie oznaczonych obligatariuszy nie będzie mogło być skutecznie wykorzystane przez podmioty nabywające obligacje na rynku wtórnym³⁴¹.

Ustawodawca przewidział również regulacje szczególne dotyczące samego procesu ustanawiania zabezpieczenia obligacji. W myśl art. 29 w przypadku ustanowienia

³³⁶ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 207, J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 63, B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 110.

³³⁷ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 111.

³³⁸ P. Kimla-Kaczorowska, *Poręczenie jako forma zabezpieczenia obligacji emitowanych przez polskie spółki handlowe (cz. II)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2017, nr 5, s. 11, B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 106-107, K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 142.

³³⁹ Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1575 ze zm.

³⁴⁰ Uchwała Sądu Najwyższego z dnia 28 czerwca 2017 r., III CZP 10/17, SIP LEX nr 2310033.

³⁴¹ A. Krzeszowiak, A. Rudzińska, *Oświadczenie o poddaniu się egzekucji na rzecz obligatariuszy (uwagi na tle uchwały SN z 28.06.2017 r., III CZP 10/17)*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2019, nr 3, s. 30.

zabezpieczenia innego niż hipoteka lub zastaw rejestrowy emitent może, przed rozpoczęciem emisji obligacji, zawrzeć w formie pisemnej pod rygorem nieważności umowę z administratorem zabezpieczeń, który wykonuje prawa i obowiązki wierzyciela z tytułu zabezpieczeń we własnym imieniu, lecz na rachunek obligatariuszy. Regulacja ta nie znajdowała odzwierciedlenia w ustawie o obligacjach z 1995 r. W literaturze przedmiotu wskazuje się, że celem wprowadzenia przywołanej powyżej regulacji jest umożliwienie ustanawiania zabezpieczeń przed rozpoczęciem emisji obligacji, jak również ułatwienie obrotu obligacjami zabezpieczonymi, bez potrzeby wprowadzania zmian do umów z udzielającymi zabezpieczenia w przypadku zmiany obligatariuszy³⁴². Administratorem zabezpieczeń musi posiadać zdolność prawną i zdolność do czynności prawnych. Może być nim, np. bank pełniący funkcję banku-reprezentanta. Do administratora zabezpieczeń znajdują zastosowanie przepisy art. 80 ust. 2–5, które bezpośrednio dotyczą podmiotów pełniących funkcję banku-reprezentanta. Zostaną one szczegółowo omówione w dalszej części rozprawy poświęconej tej instytucji. Jednakże już w tym miejscu należy wskazać, że regulacje te w znaczący sposób ograniczają krąg podmiotów, które mogą pełnić funkcję administratora zabezpieczeń. W praktyce podstawowym zadaniem administratora hipoteki będzie podejmowanie wszelkich działań zmierzających do uzyskania przez obligatariuszy zaspokojenia z zabezpieczenia ustanowionego w związku z emisją obligacji³⁴³. Pełni on bowiem rolę pośrednika w relacjach między emitentem a obligatariuszami i jest uprawniony do występowania z roszczeniami przeciwko emitentowi³⁴⁴.

Przepis art. 29 ustawy nie znajdzie zastosowania do ustanowienia zabezpieczenia w postaci hipoteki oraz zastawu. Wynika to z faktu, że interesy obligatariuszy są w takich sytuacjach reprezentowane przez administratora hipoteki (powoływanego na podstawie art. 31 ust. 4 ustawy o obligacjach) lub administratora zastawu (powoływanego na podstawie art. 4 ust. 1 ustawy z dnia 6 grudnia 1996 r. o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów³⁴⁵). Na uwagę zasługuje również to, że w przypadku ustanowienia zabezpieczenia w postaci hipoteki lub zastawu rejestrowego ustanowienie administratora zabezpieczenia jest obligatoryjne. Jak słusznie wskazuje się w piśmiennictwie w pozostałych przypadkach czynność ta będzie miała

³⁴² B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 112, K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 156.

³⁴³ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 264, K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 161.

³⁴⁴ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 114.

³⁴⁵ Ustawa z dnia 6 grudnia 1996 r. o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów, tekst jedn. Dz. U. 2018 poz. 2017.

charakter fakultatywny, ale jej dokonanie będzie pożądane³⁴⁶ jako wyraz zwiększenia ochrony obligatariuszy.

Przepisy regulują również zasady wyceny przedmiotów stanowiących zabezpieczenie. Zgodnie z art. 30 w przypadku ustanowienia zastawu lub hipoteki jako zabezpieczenia wiarytelności wynikających z obligacji emitent jest obowiązany poddać przedmiot zastawu lub hipoteki wycenie przez podmiot, który posiada doświadczenie i kwalifikacje zapewniające rzetelność wyceny oraz zachowuje bezstronność i niezależność. W praktyce sprowadza się to do tego, że wycena musi zostać wykonana zgodnie z przepisami ustawy z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym³⁴⁷, z tym, że dokonujący wyceny podmiot nie musi koniecznie być biegłym rewidentem³⁴⁸. Wskazane powyżej unormowanie odnoszące się do kompetencji podmiotu dokonującego wyceny nie znajdowało odzwierciedlenia w ustawie z 1995 r. Dzięki zastosowanemu w nowym stanie prawnym rozwiązaniu ustawodawca po raz kolejny dał wyraz szczególnej troski o bezpieczeństwo interesów obligatariuszy³⁴⁹. Dokonanie wyceny przez profesjonalny i niezależny od emitenta podmiot daje gwarancję rzetelności jej wykonania, a tym samym dostarcza obligatariuszom bezcennej wiedzy na temat poziomu udzielanego przez emitenta zabezpieczenia. W praktyce liczni i rozproszeni obligatariusze mieliby bowiem znikomą możliwość samodzielnej oceny rzeczywistej wartości przedmiotu zabezpieczenia³⁵⁰. Na uwagę zasługuje również fakt, że emitent jest obowiązany, na żądanie osoby zainteresowanej, do nieodpłatnego dostarczenia wyceny w postaci drukowanej w miejscu przyjęcia żądania, jeżeli w warunkach emisji zamieszczony został skrót tej wyceny. Podkreślenia wymaga także to, że w warunkach emisji emitent może zobowiązać się do okresowej aktualizacji wyceny. Zobowiązanie takie jest fakultatywne i ma na celu przede wszystkim zachęcenie potencjalnych obligatariuszy do nabycia obligacji³⁵¹. Aktualizacja jest udostępniana obligatariuszom w takich sytuacjach w sposób, w jaki zostały udostępnione warunki emisji. Jeżeli emitent zobowiąże się do okresowej aktualizacji wyceny, a następnie nie wywiązuje się

³⁴⁶ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 264.

³⁴⁷ Ustawa z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1415.

³⁴⁸ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 116, K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 165.

³⁴⁹ K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 165.

³⁵⁰ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 264.

³⁵¹ K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 166.

z tego obowiązku musi liczyć się z poniesieniem odpowiedzialności karnej przewidzianej w art. 89 ust. 1 ustawy o obligacjach obejmującej swoim zakresem karę grzywny, karę ograniczenia wolności albo pozbawienia wolności do roku. Analogiczna odpowiedzialność została przewidziana również w odniesieniu do samej czynności udostępnienia pierwotnej wyceny przedmiotu zabezpieczenia.

W ustawie uregulowano także szczegółowe zasady ustanawiania poszczególnych rodzajów zabezpieczeń. Jak stanowi art. 31 ust. 1 ustanowienie hipoteki stanowiącej zabezpieczenie wierzytelności obligatariuszy następuje na podstawie oświadczenia woli właściciela albo współwłaściciela nieruchomości, użytkownika albo współużytkownika wieczystego, uprawnionego albo współuprawnionego z tytułu spółdzielczego własnościowego prawa do lokalu lub wierzyciela hipotecznego. Poszerzenie katalogu podmiotów uprawnionych do złożenia oświadczenia (ustawa z 1995 r. wymieniała wyłącznie właściciela nieruchomości) należy ocenić pozytywnie. Aktualne brzmienie przepisu rozwiewa bowiem wątpliwości dotyczące możliwości ustanawiania hipoteki stanowiącej zabezpieczenie obligacji na innych niż własność prawach³⁵². Na uwagę zasługuje fakt, że wątpliwości te były nawet przedmiotem rozważań judykatury³⁵³. Ponadto, użycie pojęcia właściciel itd., a nie emitent powoduje, że hipoteka może być ustanowiona na nieruchomości podmiotu innego niż emitent, np. spółki zależnej lub dominującej³⁵⁴.

Sam wpis w księdze wieczystej powinien natomiast wskazywać w szczególności: decyzję emitenta o emisji; sumę, na którą ustanawia się hipotekę; numery obligacji, w przypadku obligacji mających postać dokumentu (dotyczy obligacji wyemitowanych przed dniem 1 lipca 2019 r.); wartość nominalną i maksymalną liczbę obligacji proponowanych do nabycia; warunki wypłaty oprocentowania, jeżeli zostało przewidziane; termin, miejsce i sposób wykupu obligacji, jeżeli został przewidziany oraz oznaczenie administratora hipoteki. Zastrzec jednak należy, że w księdze wieczystej nie oznacza się imiennie obligatariuszy. Jak słusznie wskazuje się w piśmiennictwie zakres informacji wskazywanych w księdze wieczystej jest podyktowany po pierwsze wolą ułatwienia obligatariuszom ustalenia zakresu

³⁵² K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 170.

³⁵³ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 26 kwietnia 2012 r., III CSK 300/11, „Orzecznictwo Sądu Najwyższego Izby Cywilnej” 2012, nr 12, poz. 144, w którym Sąd Najwyższy stwierdził, że przedmiotem hipoteki zabezpieczającej wierzytelności obligatariuszy, o której była mowa w art. 7 ust. 1 ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach mogło być także użytkowanie wieczyste.

³⁵⁴ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 120.

wierzytelności, których dotyczy zabezpieczenie³⁵⁵, a po drugie umożliwia w praktyce obrót obligacjami³⁵⁶.

Z kwestii proceduralnych na uwagę zasługuje także fakt, że przed rozpoczęciem emisji obligacji emitent jest obowiązany zawrzeć w formie pisemnej pod rygorem nieważności umowę z administratorem hipoteki, który wykonuje prawa i obowiązki wierzyciela hipotecznego we własnym imieniu, lecz na rachunek obligatariuszy. Jak słusznie wskazuje się w literaturze powołanie administratora powinno nastąpić jeszcze przed złożeniem przez emitenta oświadczenia o ustanowieniu hipoteki³⁵⁷. Administratorem hipoteki może być każdy podmiot posiadający zdolność prawną oraz zdolność do czynności prawnych, w tym także bank pełniący funkcję banku-reprezentanta³⁵⁸. Do administratora hipoteki zastosowanie znajdują również przepisy art. 80 ust. 2–5. Jak już wskazano powyżej zostaną one szczegółowo omówione w dalszej części rozprawy poświęconej instytucji banku-reprezentanta. Aktualna pozostaje również uwaga dotycząca tego, że regulacje te w znaczący sposób ograniczają krąg podmiotów, które mogą pełnić funkcję administratora hipoteki. Do podstawowych praw i obowiązków administratora hipoteki zalicza się w literaturze przede wszystkim czynności związane z ustanowieniem zabezpieczenia, egzekucją z przedmiotu zabezpieczenia oraz wykreślenia hipoteki. Administrator nie posiada natomiast uprawnień do umorzenia, zmiany treści czy też zrzeczenia się hipoteki³⁵⁹. W przypadku wygaśnięcia umowy administrator hipoteki wykonuje prawa i obowiązki wierzyciela hipotecznego do czasu zawarcia przez emitenta umowy z nowym administratorem. Wprowadzenie tej regulacji miało na celu ukrócenie praktyki wypowiedania umów przez nierzetelnych administratorów. Najczęściej następowało to w momencie, gdy emitent stawał się niewypłacalny, czyli w sytuacji gdy w celu ochrony interesów obligatariuszy należało podjąć stosowne działania, np. działania procesowe. Wiązały się one zazwyczaj z poniesieniem znacznych kosztów³⁶⁰. W obecnym stanie prawnym zapewniono bezpieczeństwo i pewność obrotu w tym zakresie³⁶¹.

³⁵⁵ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 118.

³⁵⁶ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 119.

³⁵⁷ P. Lesiński, Ł. Walczyna, *Funkcja administratora zastawu i administratora hipoteki w związku z emisją obligacji*, „Monitor Prawa Bankowego” 2012, nr 6, s. 85.

³⁵⁸ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 123.

³⁵⁹ K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 178, B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 119.

³⁶⁰ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 120.

³⁶¹ K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 177.

W kontekście obowiązku ustanowienia administratora hipoteki i administratora zastawu rejestrowego podkreślenia wymaga to, że ustawodawca doprowadził do nieuzasadnionej asymetrii ich obowiązków. Słusznie podnosi się bowiem w piśmiennictwie, że w przypadku rozwiązania umowy o powierzenie funkcji administratora, niezależnie od przyczyny, administrator hipoteki ma obowiązek działać na rzecz obligatariuszy do czasu wyznaczenia przez emitenta nowego podmiotu w jego miejsce. Natomiast administrator zastawu rejestrowego takiemu obowiązkowi nie podlega. Skutkiem takiego stanu rzeczy jest to, że obligatariusze-zastawnicy są w rażąco niekorzystnym położeniu względem obligatariuszy-wierzycieli hipotecznych³⁶².

Po wygaśnięciu wierzytelności wynikających z wyemitowanych przez emitenta obligacji dokonuje się wykreślenia hipoteki z księgi wieczystej. Tytułem do wykreślenia hipoteki, ustanowionej w celu zabezpieczenia wierzytelności obligatariuszy może być oświadczenie emitenta o niedojsię emisji do skutku lub oświadczenie administratora hipoteki o zmianie warunków emisji w zakresie wysokości, formy lub warunków zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji. Rolę taką może pełnić także oświadczenie podmiotu prowadzącego ewidencję albo podmiotu prowadzącego depozyt papierów wartościowych zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi potwierdzające, że za pośrednictwem składającego oświadczenie emitent dokonał wykupu obligacji. W przypadku zaś obligacji mających postać dokumentu podstawę do wykreślenia hipoteki może stanowić protokół umorzenia wykupionych obligacji, sporządzony przez notariusza. Na uwagę zasługuje fakt, że o protokole umorzenia wykupionych obligacji mających formę dokumentu możemy mówić wyłącznie w odniesieniu do obligacji wyemitowanych w tej formie przed dniem 1 lipca 2019 r.

Ustawodawca wprowadził również wyłączenie, zgodnie z którym do przeniesienia obligacji zabezpieczonej hipoteką nie stosuje się przepisu art. 245¹ ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny. Regulacja ta wymaga każdorazowo dla przeniesienia ograniczonego prawa rzeczowego umowy między uprawnionym i nabywcą oraz wpisu do księgi wieczystej, a zatem nie przystaje do realiów ustanawiania zabezpieczenia dla wierzytelności wynikających z obligacji i obrotu tymi obligacjami na rynku wtórnym.

Zagadnieniem istotnym dla bezpieczeństwa interesów obligatariuszy jest również kwestia odpowiedzialności emitenta za zobowiązania. Zgodnie z art. 13 za zobowiązania wynikające z obligacji emitent odpowiada całym swoim majątkiem. W praktyce oznacza to,

³⁶² D. Hincz, *Skutki wygaśnięcia umowy o powierzenie funkcji administratora zastawu rejestrowego zabezpieczającego wierzytelności z obligacji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2019, nr 12, s. 46.

że brak realizacji świadczeń z tytułu obligacji umożliwia dochodzenie należności ze wszystkich składników majątku emitenta³⁶³. Ustawodawca przewidział jeden wyjątek od przedstawionej powyżej reguły ogólnej. Jak stanowi bowiem art. 24 ust. 2 emitent może ograniczyć swoją odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z obligacji przychodowych do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, z których obligatariusze mogą zaspokajać się z pierwszeństwem przed pozostałymi wierzycielami. Tym samym, w sytuacji, w której środki stanowiące kwotę przychodów lub majątek przedsięwzięcia okażą się niewystarczające do zaspokojenia roszczeń zgłaszanych przez obligatariuszy, nie będą oni mogli dochodzić swoich należności z pozostałego majątku emitenta³⁶⁴.

Ostatnią kwestią wymagającą szerszego omówienia w kontekście zabezpieczenia obligacji i odpowiedzialności emitenta za zobowiązania z nich wynikające jest problematyka przedawnienia roszczeń. W myśl art. 14 ustawy o obligacjach roszczenia wynikające z obligacji, w tym roszczenia o świadczenia okresowe, przedawniają się z upływem 10 lat. Celem przyświecającym ustawodawcy przy wprowadzeniu tego przepisu było z jednej strony ujednolicenie terminu przedawnienia dla świadczenia głównego (wykup obligacji) oraz świadczeń ubocznych (wyplata odsetek) wynikających z obligacji, z drugiej zaś jednoznaczne rozstrzygnięcie czy do odsetek jako świadczeń okresowych nie powinno stosować się zgodnie z zasadami ogólnymi trzyletniego terminu przedawnienia³⁶⁵.

Podsumowując należy wskazać, że ustawa o obligacjach z 2015 r. uporządkowała w wielu kwestiach zagadnienie ustanawiania zabezpieczenia oraz odpowiedzialności emitenta za zobowiązania wynikające z obligacji. Należy zgodzić się z poglądem wyrażanym w piśmiennictwie, zgodnie z którym zaproponowane przez ustawodawcę sposoby dodatkowych zabezpieczeń mogą wpłynąć na zmniejszenie ryzyka inwestycyjnego a w konsekwencji na sukces emisji obligacji³⁶⁶. Podstawowym problemem z punktu widzenia obligatariuszy pozostaje jednakże nadal fakultatywność ustanawiania zabezpieczeń. Brak należytego poziomu bezpieczeństwa zwrotu zainwestowanych środków stanowi jedną z głównych barier

³⁶³ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 56.

³⁶⁴ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 56.

³⁶⁵ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 11, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r., R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 58., B. Stępień w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 56-57.

³⁶⁶ J. J. Zięty, *Odpowiedzialność emitentów wobec obligatariuszy jako odpowiedź na kryzys rynków finansowych*, w: M. Lemonnier, Sz. Kisiel, M. Mariański (red.), *Zmiany na rynku finansowym w dobie kryzysu. Wybrane zagadnienia prawne*, Olsztyn 2016, Wydawnictwo Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego w Olsztynie, s. 121.

dynamicznego poszerzania się kręgu obligatariuszy wśród inwestorów. Z drugiej zaś strony, daje szansę większej liczbie podmiotów na wejście w rolę emitenta obligacji.

4. Rodzaje obligacji i ich specyfika

Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach wprowadza szeroki katalog szczególnych rodzajów obligacji. Podziały dokonane przez ustawodawcę opierają się o takie kryteria jak: forma obligacji, oznaczenie obligatariusza w treści obligacji, zakres świadczeń przysługujących obligatariuszowi oraz kolejność uzyskiwania zaspokojenia przysługujących obligatariuszowi od emitenta wierzytelności.

Do dnia 1 lipca 2019 r. na pierwszy plan wysuwał się podział na obligacje w formie dokumentowej (zmaterializowane) oraz obligacje niemające postaci dokumentu (zdematerializowane). W związku z wejściem w życie Ustawy z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku³⁶⁷, od wskazanej powyżej daty możliwa jest emisja wyłącznie obligacji zdematerializowanych. Jednakże z uwagi na fakt, że w obrocie nadal funkcjonują obligacje w formie dokumentowej wyemitowane przed dniem 1 lipca 2019 r. omówienia wymaga również stan prawny sprzed wejścia w życie nowelizacji.

Podkreślenia wymaga to, że ustawodawca w dotychczasowym stanie prawnym nie wskazywał, do jakich trybów emisji można zastosować dematerializację obligacji. W związku z tym, z aprobatą należy odnieść się do stanowiska wyrażanego w piśmiennictwie, zgodnie z którym emitenci mogli emitować obligacje zdematerializowane bez względu na tryb emisji, na który się zdecydowali³⁶⁸. Brak ograniczeń w tym zakresie należy ocenić pozytywnie. Dotychczasowy stan prawny dawał bowiem emitentom swobodę wyboru formy emitowanych obligacji i pozwalał na dostosowanie jej do potrzeb emitenta oraz potencjalnych obligatariuszy.

Podział na obligacje zmaterializowane i zdematerializowane poza oczywistym rozróżnieniem w zakresie formy³⁶⁹ determinował szereg odmierności związanych z funkcjonowaniem obligacji w obrocie. Jednym z takich aspektów był moment powstania praw wynikających z obligacji. W przypadku obligacji zmaterializowanych powstawały one z

³⁶⁷ Ustawa z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku, Dz. U. 2018 poz. 2243 ze zm.

³⁶⁸ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 43.

³⁶⁹ Jak słusznie wskazuje się w piśmiennictwie jedną z podstawowych cech charakteryzujących zdematerializowane papiery wartościowe jest brak związku między prawem podmiotowym, a nośnikiem dokumentowym. Tak K. Zacharzewski, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 972 oraz K. Zacharzewski, *Głos w dyskusji na temat istoty zdematerializowanych papierów wartościowych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2016, nr 9, s. 36.

momentem wydania dokumentu obligacji obligatariuszowi³⁷⁰. Zgodnie natomiast z art. 8 ust. 1 ustawy o obligacjach w dotychczasowym brzmieniu prawa z obligacji niemającej postaci dokumentu powstawały z chwilą dokonania zapisu w ewidencji i przysługiwały osobie w niej wskazanej, jako posiadacz obligacji. Należy zgodzić się z poglądem wyrażanym w literaturze, zgodnie z którym sam stosunek prawny wynikający z obligacji powstawał już z chwilą zakończenia emisji, tj. dokonania przydziału, natomiast zapis obligacji w ewidencji stanowił czynność, która umożliwiała realizację praw obligatariusza, np. kreował legitymację do uczestnictwa w zgromadzeniu obligatariuszy czy też uprawnienie do rozporządzania obligacją³⁷¹.

Emitent, który zamierzał wyemitować obligacje zdematerializowane musiał więc zadbać o podpisanie stosownej umowy z podmiotem, który będzie na jego rzecz prowadził ich ewidencję. W praktyce była to najczęściej firma inwestycyjna, która była jednocześnie odpowiedzialna za przeprowadzenie procesu emisji obligacji³⁷². Emitent musiał dokonać wyboru podmiotu prowadzącego ewidencję już na etapie sporządzania warunków emisji. Jak słusznie podkreśla się w piśmiennictwie zmiana podmiotu prowadzącego ewidencję była dopuszczalna, ale wymagała zawarcia umowy z nowym podmiotem oraz zmiany warunków emisji w tym zakresie³⁷³. Wskazać jednakże należy, że ustawa w art. 8 ust. 2 ograniczała krąg podmiotów uprawnionych do prowadzenia ewidencji papierów wartościowych, na których zapisywane były obligacje. Zaliczało się do nich: Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A., spółkę, której Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. przekazał wykonywanie czynności z zakresu prowadzenia depozytu papierów wartościowych³⁷⁴, firmy inwestycyjne³⁷⁵, zagraniczne instytucje kredytowe prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej³⁷⁶, banki krajowe oraz instytucje kredytowe prowadzące

³⁷⁰ Patrz szerzej M. Michalski, w: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 19*, Warszawa 2006, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 485.

³⁷¹ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 48. Odmiennie R. Woźniak, *Moment powstania obligacji – uwagi na tle emisji obligacji zdematerializowanych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2016, nr 4, s. 58, który twierdzi, że obligacja zdematerializowana powstaje w momencie jej kreacji na podstawie przepisów ustawy o obligacjach.

³⁷² P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 48.

³⁷³ A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 39.

³⁷⁴ Zgodnie z art. 48 ust. 1 pkt. 1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 89 ze zm.

³⁷⁵ Pod pojęciem firmy inwestycyjnej należy rozumieć zgodnie z art. 3 ust. 1 pkt. 33 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi domy maklerskie, banki prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczne osoby prawne z siedzibą na terytorium państwa należącego do OECD lub WTO, prowadzące na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską.

³⁷⁶ Pod pojęciem zagranicznej instytucji finansowej należy rozumieć zgodnie z art. 3 ust. 1 pkt. 33 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi instytucje kredytowe prowadzące na podstawie

działalność bankową na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej³⁷⁷. Emitent mógł zatem wybrać podmiot prowadzący ewidencję wyemitowanych przez niego obligacji wyłącznie spośród zamkniętego katalogu podmiotów wskazanych w przywołanym powyżej przepisie³⁷⁸. Ograniczenie to należało uznawać za uzasadnione. Celem przyświecającym ustawodawcy w tym zakresie była bowiem wola zapewnienia obligatariuszom ochrony ich interesów, a w szerszym kontekście zagwarantowania pewności obrotu zdematerializowanymi papierami wartościowymi w postaci obligacji.

Z punktu widzenia zasad obrotu obligacjami na rynku istotny jest nie tylko moment pierwotnego powstania uprawnień przysługujących obligatariuszowi, ale również moment przeniesienia tych praw w przypadku zawarcia umowy do tego zobowiązującej. Jak stanowił art. 8 ust. 3 ustawy do przeniesienia praw w przedstawionej powyżej sytuacji dochodziło z chwilą dokonania w ewidencji zapisu wskazującego nabywcę i liczbę nabytych obligacji. Ustawodawca konsekwentnie zatem przyjmował moment dokonania zapisu w ewidencji, jako kluczowy dla wykreowania uprawnień obligatariusza wynikających z łączącego go z emitentem stosunku prawnego. W praktyce kluczowym elementem niezbędnym do dokonania zapisu w ewidencji było przedłożenie podmiotowi, który ją prowadził umowy potwierdzającej przeniesienie praw przysługujących z obligacji³⁷⁹. W literaturze podnosi się, że ustawodawca decydując się na rozwiązanie zastosowane w art. 8 ust. 3 ustawy o obligacjach odszedł od klasycznego modelu obrotu papierami wartościowymi uregulowanego w Kodeksie cywilnym³⁸⁰. Moment zawarcia umowy został bowiem zastąpiony chwilą dokonania stosownego zapisu w ewidencji. W odniesieniu do omawianego zagadnienia można spotkać się z poglądem, zgodnie z którym zasadny byłby powrót do reguły, w myśl której prawa z papierów wartościowych, w tym obligacji, przechodziłyby na nabywcę z chwilą zawarcia umowy. Jednocześnie słusznie postulowało się wprowadzenie zastrzeżenia, że umowa przenosząca prawa wywierałaby skutek wobec osób trzecich dopiero z chwilą

zezwoleń właściwego organu nadzoru na terytorium innego państwa członkowskiego działalność maklerską rachunki, na których rejestrowane są papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na zagranicznym rynku regulowanym.

³⁷⁷ Pod pojęciem instytucji kredytowej należy rozumieć zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt. 17 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe podmioty mające swoją siedzibę za granicą Rzeczypospolitej Polskiej na terytorium jednego z państw członkowskich Unii Europejskiej, prowadzące 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, których działalność na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej została notyfikowana przez Komisję Nadzoru Finansowego.

³⁷⁸ A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 36.

³⁷⁹ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 48.

³⁸⁰ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 46.

dokonania zapisu na właściwym rachunku papierów wartościowych³⁸¹. Nie zawsze jednakże do przeniesienia praw z obligacji dochodziło w wyniku zawarcia umowy między dotychczasowym i przyszłym posiadaczem obligacji. Mogło bowiem dochodzić do zdarzenia powodującego przeniesienie praw z obligacji niemającej postaci dokumentu z mocy prawa, np. wskutek dziedziczenia. W tego typu sytuacjach zapis w ewidencji był dokonywany na żądanie nabywcy (art. 8 ust. 4 ustawy o obligacjach) i miał on charakter wyłącznie czynności technicznej, nie zaś kreującej uprawnienia³⁸². Również w tym przypadku nabywca obligacji musiał odpowiednio udokumentować fakt nabycia praw podmiotowi prowadzącemu ewidencję.

Zastosowanie przywołanych regulacji dotyczących powstania i przenoszenia praw wynikających z obligacji było jednakże w określonych sytuacjach wyłączone. Jak stanowił art. 8 ust. 5 ustawy obligacja niemająca postaci dokumentu mogła być również rejestrowana, na podstawie umowy zawartej przez emitenta z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych S.A. albo ze spółką, której Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. przekazał wykonywanie czynności z zakresu prowadzenia depozytu papierów wartościowych oraz w depozycie papierów wartościowych prowadzonym zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. W takim przypadku do powstawania oraz przenoszenia praw z obligacji stosowało się przepisy tej ustawy dotyczące praw ze zdematerializowanych papierów wartościowych. Przepis ten znajdował zastosowanie do obligacji wprowadzonych do obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu³⁸³. W odniesieniu do obligacji były to cztery rynki prowadzone w ramach platformy Catalyst.

Ostatnim momentem kluczowym dla funkcjonowania obligacji zdematerializowanych w obrocie był moment ustalenia uprawnionych do świadczeń z tytułu wykupu. Zgodnie z art. 8 ust. 6 ustawy od wskazanej powyżej chwili prawa z obligacji zdematerializowanych nie mogły być przenoszone. Niezastosowanie się do powyższego ograniczenia skutkowało bezwzględną nieważnością czynności prawnej³⁸⁴. Jak słusznie wskazywało się w piśmiennictwie zakaz ten nie odnosił się oczywiście do obligacji funkcjonujących w obrocie

³⁸¹ M. Romanowski w: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 18*, Warszawa 2010, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 28.

³⁸² Zobacz szerzej A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 35-36.

³⁸³ P. Szytka, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 49.

³⁸⁴ A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 50.

w formie dokumentowej³⁸⁵. Na uwagę zasługuje fakt, że było to obostrzenie, które nie znajdowało swojego odpowiednika w ustawie o obligacjach z 1995 r. Z jednej strony była to regulacja zapewniająca pewność i bezpieczeństwo obrotu obligacjami zdematerializowanymi³⁸⁶. Z drugiej zaś, jak słusznie wskazuje się w piśmiennictwie, uniemożliwiała obrót obligacjami, które nie zostały wykupione przez emitenta w terminie³⁸⁷. Oznaczało to, że obligatariusz, który nie otrzymał należnych mu świadczeń od emitenta, mógł domagać się ich wyłącznie od niego. Nie było bowiem alternatywy w postaci sprzedaży obligacji innemu podmiotowi, który przyjąłby na siebie ryzyko dochodzenia przeterminowanych wierzytelności od emitenta. W doktrynie postulowano nowelizację omawianego przepisu³⁸⁸. W pierwszej kolejności wskazywano na potrzebę określenia odrębnych zasad ustalania uprawnionych z obligacji w przypadku przenoszenia praw z nich wynikających po dniu wykupu³⁸⁹. Po drugie, postulowano doprecyzowanie czy przepis art. 8 ust. 6 ustawy o obligacjach obejmuje swym zakresem również obligacje zdematerializowane na podstawie art. 5 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi³⁹⁰. W stanie prawnym sprzed dnia 1 lipca 2019 r. regulacje przewidziane przez ustawodawcę znacząco ograniczały bowiem funkcjonowanie na rynku podmiotów, które wyspecjalizowały się w skupowaniu obligacji, dla których upłynął termin wykupu. Podmioty te, chcąc nadal prowadzić działalność w sektorze obligacji były zmuszone do kreowania skomplikowanych konstrukcji prawnych opartych o instrumenty pochodne, dla których instrumentem bazowym były przeterminowane obligacje³⁹¹. Tym samym był to przepis, który miał niezaprzeczalnie negatywny wpływ na rozwój wskazanego powyżej sektora rynku obligacji. Ponadto, jak już wskazywano powyżej w nieuzasadniony sposób zróżnicowano pozycję prawną obligatariuszy w zależności od formy posiadanych przez nich obligacji czy też podstawy ich

³⁸⁵ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 47, A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 48-49.

³⁸⁶ Patrz szerzej Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 8, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

³⁸⁷ P. Szytka, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 49.

³⁸⁸ A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 48, P. Szytka, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 49.

³⁸⁹ P. Szytka, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 49.

³⁹⁰ Zobacz szerzej A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 47-48.

³⁹¹ P. Szytka, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 50.

dematerializacji³⁹². Mając na uwadze powyższe argumenty, należało negatywnie oceniać omawianą regulację.

Zgodnie ze stanem prawnym obowiązującym od dnia 1 lipca 2019 r. obligacje nie mogą mieć formy dokumentu. W piśmiennictwie podkreśla się, że zakaz emisji obligacji w formie dokumentowej jest bezwzględny i dotyczy zarówno emisji w trybie oferty publicznej, jak i prywatnej³⁹³. Jego złamanie skutkuje bezwzględną nieważnością przeprowadzonej emisji³⁹⁴. Celem powszechnej i obowiązkowej emisji obligacji w postaci zdematerializowanej było zwiększenie bezpieczeństwa obrotu tego rodzaju papierami wartościowymi³⁹⁵.

W związku z powszechną, obowiązkową dematerializacją obligacji ustawodawca przewidział na tę okoliczność szereg regulacji szczegółowych. Po pierwsze, obligacje podlegają zarejestrowaniu w depozycie papierów wartościowych prowadzonym zgodnie z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Rejestracja obligacji w depozycie papierów wartościowych gwarantuje jednoznaczne ustalenie podmiotu uprawnionego do świadczeń z niej wynikających. Co więcej, eliminuje ryzyko zagubienia, zniszczenia lub sfałszowania dokumentu obligacji³⁹⁶. Podkreślenia wymaga także, że system depozytów papierów wartościowych jest obciążony licznymi restrykcjami i podlega stałej kontroli powołanych do tego organów, takich jak Komisja Nadzoru Finansowego. Dzięki obowiązkom nałożonym na podmioty prowadzące rejestry możliwe jest również bieżące kontrolowanie emitentów w zakresie prowadzonej przez nich gospodarki finansowej oraz bieżącego wywiązywania się z zobowiązań wynikających z obligacji.

Ustawodawca przewidział dodatkowo, że do powstawania oraz przenoszenia praw z obligacji stosuje się przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Oznacza to, że umowa zobowiązująca do przeniesienia praw z obligacji zdematerializowanych przenosi te prawa chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych³⁹⁷. Dokonanie stosownego zapisu na rachunku wywołuje zatem skutek rozporządzający i w związku z tym ma charakter konstytutywny. Wyjątek od tej zasady stanowią sytuacje, gdy

³⁹² A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 49.

³⁹³ A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 39.

³⁹⁴ A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 39.

³⁹⁵ A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 39.

³⁹⁶ A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 39.

³⁹⁷ A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 47.

nabycie zdematerializowanych papierów wartościowych następuje na podstawie zdarzenia prawnego powodującego przeniesienie praw z mocy ustawy. W takich przypadkach zapis na rachunku papierów wartościowych dokonywany jest na podstawie żądania nabywcy i ma charakter wyłącznie deklaratoryjny³⁹⁸.

Wskazać również należy, że po ustaleniu uprawnionych do świadczeń z tytułu wykupu obligacji prawa z tej obligacji nie mogą być przenoszone. Celem przywołanej regulacji jest zapewnienie bezpieczeństwa i pewności obrotu³⁹⁹. Kontrowersje budzi zakres pojęciowy użytego przez ustawodawcę w tym przepisie terminu „przenoszenie praw”. Zgodzić należy się z poglądami prezentowanymi w doktrynie, zgodnie z którymi z zakresu tego pojęcia należy wykluczyć wszelkie przypadki nabycia praw z obligacji z mocy prawa, np. w postaci dziedziczenia⁴⁰⁰. Inna interpretacja wypaczałaby sens przywołanej powyżej regulacji. Możliwość przenoszenia praw z obligacji zostaje przywrócona, jeżeli emitent nie spełnił w terminie przewidzianym w warunkach emisji świadczeń z tytułu wykupu obligacji albo spełnił je tylko w części. Skutek taki następuje po upływie tego terminu. Mimo zaistnienia tej przesłanki prawa z obligacji nie mogą zostać przeniesione na klienta detalicznego w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Tym samym, nowelizacja przepisów przyniosła możliwość rozwoju działalności prowadzonej przez podmioty, które wyspecjalizowały się w skupowaniu przeterminowanych obligacji.

Podkreślenia wymaga również fakt, że uprawnionych do świadczeń pieniężnych z tytułu wykupu obligacji, które spełniane są po terminie ich wykupu, ustala się każdorazowo według stanu na drugi dzień roboczy po dniu, w którym kwota świadczenia została przekazana podmiotowi prowadzącemu depozyt papierów wartościowych. Kwota ta podlega wypłacie w następnym dniu roboczym po dniu ustalenia osób uprawnionych do jej otrzymania. Ustawodawca ustanowił również reguły dotyczące kolejności i rozmiaru spłat. Świadczenia pieniężne z tytułu wykupu obligacji są spełniane począwszy od obligacji o najwcześniejszym terminie wykupu, a w przypadku spełniania tych świadczeń w części - w równych kwotach z tytułu każdej obligacji tej samej serii.

Odnosząc się jeszcze do stanu prawnego sprzed dnia 1 lipca 2019 r. należy dodatkowo wskazać, że obligacjom mającym postać dokumentu były poświęcone art. 9-11 ustawy o obligacjach. Na mocy przywołanej powyżej nowelizacji przepisów z dnia 9 listopada 2018 r.

³⁹⁸ A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 48.

³⁹⁹ A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 57.

⁴⁰⁰ A. Famirski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 58.

zostały one uchylone. Na uwagę zasługuje także fakt, że jeszcze przed wejściem w życie przepisów nowelizacji w doktrynie wskazywano, że umieszczenie przepisów dotyczących obligacji w formie dokumentowej po regulacjach odnoszących się do obligacji zdematerializowanych nie było przypadkowe. Przyczyną tego stanu rzeczy była dominująca już w tamtym okresie rola obligacji niemających postaci dokumentu i stopniowe wypieranie przez nie z rynku obligacji dokumentowych⁴⁰¹.

Wskazane powyżej przepisy określały m.in. treść dokumentu obligacji. Zgodnie z art. 9 ustawy powinien on być zawierać następujące dane: rodzaj obligacji, oznaczenie emitenta, w tym jego nazwę (firmę) i siedzibę, a w przypadku emitenta podlegającego obowiązkowi wpisu do rejestru dodatkowo numer wpisu do rejestru, wskazanie adresu strony internetowej emitenta, wskazanie decyzji emitenta o emisji, a w przypadku emitenta mającego siedzibę poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej dodatkowo oświadczenie o posiadaniu uprawnień do emitowania obligacji zgodnie z właściwym dla niego prawem. Dokument obligacji musiał wskazywać także wartość nominalną i maksymalną liczbę obligacji proponowanych do nabycia, informację o ustanowionych lub planowanych do ustanowienia zabezpieczeniach wiarytelności wynikających z obligacji albo braku zabezpieczenia oraz informację o miejscu udostępnienia warunków emisji. Jak wskazuje się w literaturze przedmiotu dostarczenie w treści obligacji podstawowych informacji o emisji miało służyć ochronie interesów obligatariuszy⁴⁰². W dokumencie obligacji należało dodatkowo wskazać numer kolejny obligacji oraz miejsce i datę wystawienia obligacji. Miejscem wystawienia obligacji była zazwyczaj siedziba emitenta, zaś za datę wystawienia obligacji uważano datę fizycznej kreacji dokumentu obligacji⁴⁰³. Ponadto, dokument obligacji należało opatrzyć podpisami osób upoważnionych do zaciągania zobowiązań w imieniu emitenta. Podpisy mogły być mechanicznie odtwarzane. W doktrynie wskazywano także, że dokument obligacji musiał być sporządzony z materiału, który pozwalał na utrwalenie i uzewnętrznienie określonych powyżej informacji oraz podpisów upoważnionych osób⁴⁰⁴. W praktyce wykorzystywanym do tego celu nośnikiem był papier.

Do dokumentu obligacji należało dołączyć arkusz kuponowy oprocentowania, jeżeli warunki emisji przewidywały oprocentowanie, oraz arkusz wykupu obligacji. Obowiązek

⁴⁰¹ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 50.

⁴⁰² B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 51.

⁴⁰³ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 50.

⁴⁰⁴ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 243.

dołączenia do dokumentu obligacji arkusza wykupu nie dotyczył obligacji wieczystych. Każdorazowa wypłata oprocentowania następowała za zwrotem odpowiedniego kuponu oprocentowania, zaś wykup obligacji następował za zwrotem arkusza wykupu⁴⁰⁵.

Ustawa przewidywała również procedurę aktualizacji dokumentu obligacji. W myśl art. 10 jeżeli treść dokumentu obligacji stała się nieaktualna w wyniku zmiany warunków emisji, emitent wzywał obligatariuszy do złożenia dokumentu obligacji w celu zmiany treści dokumentu albo jego wymiany. Czynił to w drodze ogłoszenia opublikowanego na swojej stronie internetowej, przesyłki poleconej lub przesyłki kurierskiej. Wezwanie musiało dodatkowo zawierać zagrożenie unieważnienia dokumentu obligacji. Podkreślenia wymaga jednakże fakt, że unieważnienie dokumentu obligacji nie było tożsame z umorzeniem obligacji, a w konsekwencji wygaśnięciem praw z niej wynikających⁴⁰⁶. Prowadziło jedynie do pozbawienia dokumentu obligacji cech papieru wartościowego⁴⁰⁷. Emitent był także zobowiązany do wskazania terminu do złożenia dokumentu obligacji. Zgodnie z przepisami ustawy nie mógł być on krótszy niż 14 dni od dnia ogłoszenia wezwania albo doręczenia przesyłki poleconej lub przesyłki kurierskiej. W miejsce unieważnionego dokumentu obligacji wydawało się nowy dokument obligacji. Koszty unieważnienia dokumentu obligacji i wydania nowego dokumentu obligacji ponosił emitent. Po przeprowadzeniu całej procedury emitent był jeszcze zobowiązany do ogłoszenia na swojej stronie internetowej wykazu unieważnionych dokumentów obligacji w terminie 28 dni od dnia podjęcia decyzji o ich unieważnieniu.

W przypadku nabycia przez obligatariusza wielu obligacji danej serii ustawodawca dla usprawnienia procesu wydawania dokumentów obligacji przewidział określone ułatwienia. Jak stanowił art. 11. dokumenty obligacji mogły być wydawane w postaci odcinków zbiorowych. Odcinek zbiorowy był dokumentem o statusie papieru wartościowego, który reprezentował większą liczbę jednostkowych obligacji⁴⁰⁸. Odcinki zbiorowe musiały spełniać ogólne wymagania co do formy oraz treści przewidziane dla pojedynczych obligacji dokumentowych. Uprawnienie do wydawania odcinków zbiorowych przysługiwało zarządowi emitenta⁴⁰⁹. Na uwagę zasługuje fakt, że pomimo wydania obligacji w postaci

⁴⁰⁵ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 52.

⁴⁰⁶ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 53.

⁴⁰⁷ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 52.

⁴⁰⁸ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 244.

⁴⁰⁹ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 54.

odcinka zbiorowego każda z obligacji nim objęta mogła w przyszłości stanowić samodzielny przedmiot obrotu⁴¹⁰. Słusznie wskazuje się jednakże w literaturze, że sprzedaż tylko niektórych, poszczególnych obligacji ujawnionych w odcinku zbiorowym była możliwa jedynie dopiero po wymianie odcinka zbiorowego na papiery wartościowe inkorporujące jednostkowe obligacje⁴¹¹.

Drugi podział obligacji, jaki zastosował ustawodawca, to podział na obligacje imienne i na okaziciela. Podział ten wprowadzał art. 17 ustawy. Ustawodawca doprecyzował również, że emitent w warunkach emisji może wprowadzić zakaz albo ograniczenie zbywania obligacji imiennych. Jak słusznie wskazuje się w piśmiennictwie kryterium wskazanego powyżej podziału stanowi sposób oznaczenia uprawnionego z obligacji⁴¹². W przypadku obligacji imiennych dochodzi do oznaczenia obligatariusza przez wskazanie jego imienia i nazwiska (w stosunku do osób fizycznych) lub nazwy (w stosunku do pozostałych podmiotów, które mogą zostać obligatariuszami)⁴¹³. Dopuszczalne jest również oznaczenie obligatariusza w inny sposób. W doktrynie podkreśla się jednakże, że sposób wskazania tego podmiotu powinien być na tyle precyzyjny, aby w drodze wykładni można było zidentyfikować uprawnionego⁴¹⁴. Natomiast w sytuacji, w której mamy do czynienia z obligacjami na okaziciela oznaczenia takiego będzie brakowało. Jak sama nazwa wskazuje obligacja na okaziciela będzie legitymowała każdego kto może ją okazać, tzn. kto faktycznie nią włada⁴¹⁵. Na uwagę zasługuje również fakt, że zastosowanie w odniesieniu do obligacji podziału na imienne i na okaziciela oznacza, że nie mogą one być papierami wartościowymi na zlecenie⁴¹⁶. W doktrynie wskazuje się także, że wszystkie obligacje danej serii powinny być tego samego rodzaju, tzn. imienne albo na okaziciela⁴¹⁷. W doktrynie sporne pozostaje czy dopuszczalna jest konwersja obligacji imiennych w obligacje na okaziciela lub odwrotnie już po ich

⁴¹⁰ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 54.

⁴¹¹ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 244-245.

⁴¹² M. Dyl w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 80.

⁴¹³ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 61.

⁴¹⁴ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 248.

⁴¹⁵ P. Machnikowski, w: E. Gniewek, P. Machnikowski (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz.*, Warszawa 2008, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 1457.

⁴¹⁶ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 62, M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 80.

⁴¹⁷ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 65.

wyemitowaniu. Z jednej strony wskazuje się, że skoro ustawa wprost nie przewiduje takiego mechanizmu, to nie jest to dopuszczalne⁴¹⁸. Z drugiej zaś wskazuje się na istnienie takiej możliwości. Autorzy tej tezy jako podstawę konwersji obligacji wskazują zasadę swobody umów⁴¹⁹. Precyzując jednocześnie, że możliwość taką muszą przewidywać warunki emisji⁴²⁰. Opowiedzieć należy się za drugim z przywołanych stanowisk, jednocześnie przyjmując przytaczaną wraz z nim argumentację.

Kluczową konsekwencją podziału obligacji na imienne i na okaziciela jest odmienny sposób przenoszenia praw z tych papierów wartościowych. W przypadku obligacji imiennych do przeniesienia praw z nich wynikających dochodzi przez przelew połączony z wydaniem dokumentu⁴²¹. Natomiast w odniesieniu do obligacji na okaziciela przejście uprawnień będzie wynikiem wydania dokumentu obligacji nabywcy⁴²². Nie jest zatem konieczne zawieranie odrębnej umowy lub składanie odrębnego oświadczenia poświadczających przeniesienie praw. Wskazane powyżej zasady odnoszą się oczywiście do obligacji posiadających formę dokumentu, wyemitowanych przed 1 lipca 2019 r. W stosunku natomiast do obligacji w formie zdematerializowanej należy przyjąć, że przeniesienie praw z obligacji będzie następowało przez dokonanie stosownych zapisów na rachunku papierów wartościowych⁴²³. Konsekwencją tego stanu rzeczy jest to, że brak jest praktycznej podstawy do emitowania zdematerializowanych obligacji imiennych⁴²⁴. Zapisanie obligacji na rachunku papierów wartościowych zawsze będzie bowiem pozwalało na identyfikację ich posiadacza. Nie ma zatem potrzeby wprowadzania dodatkowego sposobu oznaczania obligatariuszy. W literaturze można odnaleźć również pogląd, zgodnie z którym obligacje emitowane z zamiarem

⁴¹⁸ L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 122, M. Michalski, *Dopuszczalność konwersji postaci papierów wartościowych w polskim prawie papierów wartościowych*, „Monitor Prawniczy” 1997, nr 11, s. 432.

⁴¹⁹ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 63, M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 81.

⁴²⁰ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 249.

⁴²¹ M. Romanowski, w: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 18*, Warszawa 2010, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 102, M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 83.

⁴²² M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 83.

⁴²³ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 83.

⁴²⁴ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 84.

wprowadzenia ich do obrotu na zorganizowanym rynku instrumentów dłużnych Catalyst powinny być obligacjami na okaziciela⁴²⁵.

Na uwagę zasługuje także fakt, że papiery wartościowe ze swojej istoty charakteryzują się swobodą obrotu. Jak już wskazano powyżej, ustawodawca dopuścił możliwość jej ograniczenia wyłącznie w stosunku do obligacji imiennych. Jeżeli emitent decyduje się na taki krok stosowne postanowienia powinien zawrzeć w warunkach emisji. Ograniczenia w zbywaniu obligacji mogą mieć charakter podmiotowy (np. rodzajowe ograniczenie kręgu potencjalnych nabywców, wskazanie określonych cech obligatariuszy) lub czasowy (wprowadzenie ograniczenia zbywania obligacji na pewien czas lub do określonej daty)⁴²⁶. W praktyce zastosowanie wskazanych powyżej ograniczeń może mieć szczególne znaczenie w przypadku emisji obligacji zamiennych lub obligacji z prawem pierwszeństwa, ponieważ daje emitentowi gwarancję kontroli nad składem obligatariuszy, a w konsekwencji także nad składem potencjalnych akcjonariuszy⁴²⁷. Mimo specyfiki procesu emisji i przenoszenia praw ograniczenia mogą zostać rzecz jasna wprowadzone w stosunku do obligacji zdematerializowanych⁴²⁸. W literaturze przedmiotu podkreśla się, że fizyczny brak możliwości spełnienia wymogu zamieszczenia stosownej informacji na dokumencie obligacji nie stanowi przeszkody wprowadzenia restrykcji dotyczących obrotu obligacjami⁴²⁹. W doktrynie różnicuje się również skutki zbycia obligacji wbrew ustanowionym ograniczeniom. Jeżeli ograniczenie ma charakter obowiązku uzyskania zgody emitenta (np. zarządu) zbycie obligacji bez uzyskania zgody będzie skutkowało dokonaniem czynności tzw. „kulejącej”, która może być konwalidowana przez następcze wyrażenie zgody na zbycie. W przypadku ograniczeń o charakterze bezwzględnym, np. zakaz zbywania obligacji określonemu kręgowi podmiotów, dokonanie czynności niezgodnie z postanowieniami warunków emisji będzie prowadziło do jej bezwzględnej nieważności⁴³⁰. Natomiast w stosunku do obligacji na

⁴²⁵ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 64.

⁴²⁶ I. Weiss, w: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 19*, Warszawa 2006, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 466, T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 249, M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 86.

⁴²⁷ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 63.

⁴²⁸ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 11, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁴²⁹ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 63.

⁴³⁰ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 249, J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 64.

okaziciela, jak słusznie wskazuje się w piśmiennictwie, postanowienia zastrzegające ograniczenia obrotu będą nieważne z mocy prawa⁴³¹.

Podkreślenia wymaga jednakże to, że brak możliwości ograniczenia obrotu obligacjami na okaziciela dotyczy relacji między emitentem a obligatariuszem. Nie ma przeszkód, aby obligatariusz zawarł umowę w tym zakresie z potencjalnym inwestorem, przyszłym nabywcą jego obligacji. Umowa taka jednakże będzie wiązała wyłącznie strony, które ją zawarły⁴³². Warto podkreślić również to, że zbycie obligacji po zawarciu wskazanej powyżej umowy może rodzić po stronie dotychczasowego obligatariusza odpowiedzialność odszkodowawczą kontraktową⁴³³.

Ustawodawca przewidział również szereg szczególnych rodzajów obligacji. Każdy z nich charakteryzuje się określoną specyfiką i pozwala na indywidualne dopasowanie emisji obligacji do potrzeb emitenta oraz inwestorów. Zapewnienie uczestnikom rynku kapitałowego tak szerokiego wachlarza rozwiązań należy przyjąć z aprobatą i ocenić pozytywnie.

Pierwszą kategorią obligacji szczególnych są obligacje partycypacyjne. Jak stanowi art. 18 emitent może emitować obligacje, które przyznają obligatariuszom prawo do udziału w zysku emitenta, zwane dalej "obligacjami partycypacyjnymi". Podkreślenia wymaga fakt, że do emisji obligacji partycypacyjnych będą zatem uprawnione wyłącznie podmioty nastawione na zysk⁴³⁴. Obligacji partycypacyjnych nie mogą więc emitować, np. jednostki samorządu terytorialnego⁴³⁵. Pomimo formułowanych w doktrynie wątpliwości⁴³⁶ przyjąć należy, że do katalogu emitentów obligacji partycypacyjnych zaliczyć należy spółki z ograniczoną odpowiedzialnością⁴³⁷. Szczegółowe warunki i zasady tego udziału określają warunki emisji, które należy złożyć w sądzie rejestrowym właściwym dla emitenta. Podstawowym wymogiem stawianym emitentowi jest to, aby przyznane przez niego prawo

⁴³¹ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 85.

⁴³² M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 85.

⁴³³ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 249.

⁴³⁴ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 66.

⁴³⁵ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 88, T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 265.

⁴³⁶ Zgodnie z art. 174 § 6 k.s.h. na udziały lub prawa do zysku w spółce nie mogą być wystawiane dokumenty na okaziciela, jak również dokumenty imienne lub na zlecenie.

⁴³⁷ I. Weiss, w: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 19*, Warszawa 2006, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 429, M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 89, J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 66, T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 265.

do udziału w zysku zostało sformułowane w sposób skonkretyzowany, zarówno co do wysokości, jak i czasu obowiązywania⁴³⁸. Prawo do udziału w zysku może być zarówno świadczeniem głównym, jak i ubocznym przysługującym, np. obok tradycyjnie wypłacanych odsetek⁴³⁹. Prawo do udziału w zysku będzie jednakże zawsze prawem warunkowym. Do jego realizacji będzie dochodziło bowiem jedynie wtedy, gdy emitent rzeczywiście osiągnie zysk, który będzie podlegał podziałowi między obligatariuszy⁴⁴⁰. W przeciwieństwie do prawa akcjonariuszy do udziału w zysku, roszczenie obligatariuszy o wypłatę udziału w zysku staje się wymagalne już w momencie powstania zysku i potwierdzenia tego faktu w sprawozdaniu finansowym za dany rok obrotowy⁴⁴¹. Zasadniczo, o ile warunki emisji nie stanowią inaczej, nie jest natomiast wymagane podjęcie przez organ właścicielski uchwały o podziale zysku z przeznaczeniem na wypłatę dywidendy⁴⁴². Ustawodawca doprecyzował również, że jeżeli emitentem jest spółka, która podlega obowiązkowi wpisu do Krajowego Rejestru Sądowego, wzmianka o prawie obligatariuszy do udziału w zysku również podlega wpisowi do tego rejestru. Jest to kolejny przejaw dbałości ze strony ustawodawcy o realizację praw obligatariuszy⁴⁴³. W celu ochrony interesów obligatariuszy przepisy uwzględniają także unormowanie, zgodnie z którym rozporządzenie przez emitenta zyskiem stanowiącym udział obligatariuszy w sposób sprzeczny z warunkami emisji jest bezskuteczne wobec obligatariuszy. W literaturze przedmiotu wskazuje się, że przez „rozporządzenie” zyskiem w sposób niezgodny z prawami obligatariuszy należy rozumieć każdą czynność zmierzającą do określonego skutku. Dla bezskuteczności czynności niezgodnej z warunkami emisji nie będzie zatem konieczne wystąpienie tego skutku. Przykładem obrazującym powyższe rozróżnienie będzie fakt, że już samo podjęcie uchwały o podziale zysku w sposób niezgodny z warunkami emisji, a nie dopiero wypłata środków nieuprawnionym do tego podmiotom

⁴³⁸ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 89, R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 66.

⁴³⁹ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 66, T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 265, L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 146.

⁴⁴⁰ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 89.

⁴⁴¹ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 69, L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 147.

⁴⁴² J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 69.

⁴⁴³ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 91.

będzie naruszeniem omawianego przepisu⁴⁴⁴. Skutek takich działań emitenta rozciąga się jedynie na płaszczyznę relacji łączących go z obligatariuszami. Przekładając to na powyższy przykład należy stwierdzić, że uchwała o podziale zysku w całości pozostanie ważna, jednakże obligatariusze będą mieli roszczenie do emitenta o wypłatę określonej w warunkach emisji części zysku⁴⁴⁵. Podsumowując należy wskazać, że wprowadzenie do ustawy możliwości emisji obligacji partycypacyjnych trzeba oceniać pozytywnie. Mechanizm umożliwiający uzyskanie przez obligatariuszy dodatkowych benefitów z tytułu wypracowanego przez emitenta zysku zdecydowanie zwiększa atrakcyjność tego typu papierów wartościowych w ocenie inwestorów.

Kolejnym szczególnym rodzajem obligacji są obligacje zamienne. W myśl art. 19 ustawy spółka może, o ile jej statut tak stanowi, emitować obligacje uprawniające do objęcia akcji emitowanych przez spółkę w zamian za te obligacje, zwane dalej „obligacjami zamiennymi”. Tym samym, obligatariusz jest uprawniony alternatywnie do żądania od emitenta spełnienia świadczenia niepieniężnego w postaci zamiany obligacji na akcje emitenta lub świadczenia pieniężnego, tj. zapłaty należności głównej i odsetek⁴⁴⁶. Jeżeli zatem obligatariusz zdecyduje się na zamianę obligacji na akcje dochodzi do konwersji długu zaciągniętego poprzez emisję obligacji na kapitał zakładowy emitenta⁴⁴⁷. Następuje ona w procesie warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego emitenta, z którym emisja obligacji zamiennych jest powiązana konstrukcyjnie⁴⁴⁸. W doktrynie postuluje się przyjęcie założenia, że wkłady wnoszone w ten sposób do spółki przez obligatariusza mają charakter niepieniężny⁴⁴⁹. Warto również zwrócić uwagę na fakt, że ze względu na założenia

⁴⁴⁴ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 91.

⁴⁴⁵ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 265, J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 70, R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 68.

⁴⁴⁶ A. Nowacki, *Uprawnienia obligatariusza obligacji zamiennej i obligacji z prawem pierwszeństwa*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2019, nr 6, s. 5, T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 266, J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 72, M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 96, R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 70, A. Bartnik, *Obligacje zamienne i z prawem pierwszeństwa*, Kraków 1998, Wydawnictwo Lege Artis Dom Wydawniczy, s. 61.

⁴⁴⁷ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 72.

⁴⁴⁸ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 266, M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 102.

⁴⁴⁹ R. Woźniak, *Charakter prawny wkładu obligatariusza obligacji zamiennej – postulaty de lege ferenda w związku z projektem nowej ustawy o obligacjach*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2015, nr 1, s. 37.

konstrukcyjne obligacji zamiennych ich emitentem może być bardzo okrojone grono podmiotów obejmujące wyłącznie spółki akcyjne i komandytowo akcyjne⁴⁵⁰. O ile data wejścia w życie przepisów nowelizujących Kodeks spółek handlowych nie zostanie ponownie przesunięta, do grona tego od dnia 1 marca 2021 r. dołączą również proste spółki akcyjne⁴⁵¹. Ustawodawca przewidział dla tego rodzaju emisji pewne dodatkowe warunki i obostrzenia. W pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę na fakt, że obligacje zamienne nie mogą być emitowane poniżej wartości nominalnej ani wydawane przed pełną wpłatą. Powyższe unormowanie nawiązuje do treści art. 309 § 1 k.s.h., zgodnie z którym akcji nie można obejmować poniżej ich wartości nominalnej. Obie regulacje mają na celu zagwarantowanie realnej wartości podwyższanego kapitału zakładowego⁴⁵². Ponadto, uchwała o emisji obligacji zamiennych i akcji wydawanych w zamian za te obligacje podlega zgłoszeniu do sądu rejestrowego. Dodatkowo, jeżeli emitentem jest spółka, która podlega obowiązkowi wpisu do Krajowego Rejestru Sądowego, wzmianka o uchwale wskazująca maksymalną wysokość podwyższenia kapitału zakładowego również podlega wpisowi do tego rejestru. Co więcej, w przypadku emisji obligacji zamiennych data przydziału i wydania obligacji nie może być wcześniejsza niż data wpisu. W związku z tym, co prawda brak dokonania zgłoszenia emisji do sądu rejestrowego nie będzie skutkowało jej nieważnością, ale będzie blokował możliwość dokonania przydziału obligacji obligatariuszom⁴⁵³.

Ustawodawca szczegółowo uregulował również treść uchwały o emisji obligacji zamiennych. Uchwała ta powinna określać w szczególności zakres przyznawanego prawa oraz warunki jego realizacji, w tym rodzaj akcji wydawanych w zamian za obligacje, sposób przeliczenia obligacji na akcje, z tym że na każdy jeden złoty wartości nominalnej obligacji może przypadać najwyżej jeden złoty wartości nominalnej akcji oraz maksymalną wysokość

⁴⁵⁰ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 72, M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 96, R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 70. Odmiennie T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 266, który niezasadnie ogranicza krąg emitentów obligacji zamiennych wyłącznie do spółek akcyjnych.

⁴⁵¹ Ustawa z dnia 30 sierpnia 2019 r. o zmianie ustawy - Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, Dz. U. 2019 poz. 1798 ze zm., M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 106.

⁴⁵² J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 73, T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 267, M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 100-101, M. *Obligacje zamienne na akcje*, Wydawnictwo Dom Wydawniczy Ostoja, Kraków 1999, s. 43, I. Weiss, w: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 19*, Warszawa 2006, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 344.

⁴⁵³ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 74.

podwyższenia kapitału zakładowego w drodze zamiany obligacji na akcje. Uchwała może wskazywać również termin zamiany obligacji na akcje⁴⁵⁴. Nie może on być jednakże dłuższy niż termin wykupu obligacji. Za kluczowy parametr wpływający na wartość obligacji zamiennych uznaje się w literaturze przedmiotu, tzw. parytet zamiany obligacji na akcje⁴⁵⁵. Stąd też tak ważne jest wskazanie w uchwale o emisji obligacji zamiennych sposobu przeliczania obligacji na akcje. W piśmiennictwie wskazuje się również, że wprowadzony przez ustawodawcę obowiązek zawarcia w uchwale o emisji obligacji zamiennych wskazanych powyżej elementów pozwala inwestorom na ocenę świadczenia niepieniężnego, jakim jest prawo zamiany, zarówno w sensie prawnym, jak i ekonomicznym⁴⁵⁶.

Emisja obligacji zamiennych wiąże się również ze szczególnymi obowiązkami przy sporządzaniu warunków emisji. Zgodnie z art. 19 ust. 6 emitent obligacji zamiennych jest obowiązany w warunkach emisji: wskazać termin, w jakim zamiana będzie dopuszczalna oraz sposób przeliczenia obligacji na akcje. Jest on zobowiązany także do wskazania sposobu postępowania w przypadku przekształcenia, podziału, połączenia lub likwidacji emitenta, także zmiany wartości nominalnej akcji przed dniem, w którym roszczenie do zamiany stanie się wymagalne. Emitent powinien zamieścić w warunkach emisji również informację o obowiązku zgłoszenia przez obligatariuszy Prezesowi Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów oraz innym organom zamiaru nabycia akcji w drodze zamiany obligacji na akcje. Ostatni z wymogów ma zapobiegać sytuacjom niekontrolowanej koncentracji kapitału⁴⁵⁷ i wynika z gwarantowanej przez państwo ochrony antymonopolowej⁴⁵⁸.

Ustawodawca uregulował również kwestię wyrażania przez obligatariuszy woli dokonania zamiany obligacji na akcje. Oświadczenie obligatariusza w tym zakresie wymaga formy pisemnej i powinno zostać złożone spółce. W celu ułatwienia składania oświadczeń przez obligatariuszy w piśmiennictwie wskazuje się, że emitent powinien w tym celu przygotować stosowne formularze, które będą spełniały przewidziane przepisami prawa wymogi⁴⁵⁹. W odniesieniu do obligacji zamiennych nie stosuje się art. 438 § 1 k.s.h., który

⁴⁵⁴ M. Romanowski, *Uchwała o emisji obligacji zamiennych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1997, nr 3, s. 26.

⁴⁵⁵ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 267.

⁴⁵⁶ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 100.

⁴⁵⁷ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 80.

⁴⁵⁸ M. Dyl, R. Stankiewicz, *Przejęcie wspólnej kontroli nad przedsiębiorcą jako przesłanka zgłoszenia zamiaru koncentracji Prezesowi UOKiK*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2013, nr 4, s. 8-16.

⁴⁵⁹ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 267, J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 81.

ogranicza termin do zapisywania się na akcje maksymalnie do trzech miesięcy od dnia otwarcia subskrypcji. W przypadku obligacji zamiennych może być on dłuższy.

W kontekście emisji obligacji zamiennych należy także przywołać poruszany w doktrynie problem dopuszczalności emisji obligacji, tzw. odwrotnie zamiennych oraz mandatowych. W pierwszym przypadku to emitent miałby ostatecznie decydować czy obligatariusz otrzyma świadczenie pieniężne, czy też obejmie akcje w spółce. W drugim przypadku chodziłoby o emisję obligacji, które zobowiązywałyby obligatariusza do zamiany obligacji na akcje emitenta. Słusznie wskazuje się w piśmiennictwie, że emisja obligacji opartych na wskazanych powyżej konstrukcjach budzi poważne zastrzeżenia, co do możliwości ich przeprowadzenia w świetle obostrzeń przewidzianych dla warunkowego podwyższania kapitału zakładowego⁴⁶⁰. Należy zatem przyjmować, że emisja obligacji zamiennych powinna odbywać się wyłącznie w trybie wskazanym wprost w przepisach obecnie obowiązującej ustawy o obligacjach⁴⁶¹.

Podsumowując, należy wskazać, że emisja obligacji zamiennych może okazać się bardzo korzystnym rozwiązaniem zarówno z perspektywy obligatariuszy, jak i emitentów. Obligatariusze zyskują bowiem możliwość uzyskania statusu akcjonariuszy⁴⁶². Natomiast emitenci obligacji zamiennych zyskują możliwość odłożenia w czasie podwyższenia kapitału zakładowego, co pozwala na lepsze rozplanowanie zmiany struktury akcjonariatu, przy jednoczesnym dokapitalizowaniu spółki już w momencie emisji obligacji⁴⁶³. Zdecydowanie ułatwia to emitentowi pozyskiwanie środków w ramach emisji obligacji⁴⁶⁴.

Ustawodawca przewidział dla obligatariuszy także drugi wariant nabycia akcji emitenta. Jak stanowi art. 20 ustawy spółka może emitować obligacje uprawniające obligatariusza - oprócz innych świadczeń - do subskrybowania akcji spółki z pierwszeństwem przed jej akcjonariuszami. Są to obligacje z prawem pierwszeństwa. W porównaniu z obligacjami zamiennymi, gdzie obligatariusz ma do wyboru jedno z dwóch alternatywnych roszczeń, w przypadku obligacji z prawem pierwszeństwa obligatariusz ma obok klasycznych uprawnień w postaci wykupu obligacji i zapłaty odsetek, także dodatkową możliwość

⁴⁶⁰ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 82.

⁴⁶¹ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 72. Odmienne W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Warszawa 2014, Wydawnictwo PWN, s. 237.

⁴⁶² M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 96.

⁴⁶³ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 72.

⁴⁶⁴ M. Lemonnier, *Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia*, Warszawa 2011, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 152.

uzyskania statusu akcjonariusza⁴⁶⁵. Nie można zgodzić się z wyrażanymi w doktrynie stanowiskami, zgodnie z którymi możliwe jest ukształtowanie tych świadczeń jako alternatywnych⁴⁶⁶. Podkreślić bowiem należy, że w takiej sytuacji zacierałaby się różnica między obligacjami zamiennymi a obligacjami z prawem pierwszeństwa. Natomiast z treści przepisów ustawy należy wnioskować, że intencją ustawodawcy było rozróżnienie tych dwóch modeli emitowania obligacji. Podstawową konsekwencją dokonanej przez ustawodawcę rozróznienia jest to, że w przypadku obligacji zamiennych wykonanie prawa zamiany skutkuje pokryciem akcji wierzytelnością wynikającą z obligacji. Natomiast w odniesieniu do obligacji z prawem pierwszeństwa obejmowane przez obligatariusza akcje zawsze wymagają dodatkowego pokrycia w postaci wniesienia stosownego wkładu do spółki⁴⁶⁷. Zawsze podlegają też wykupowi, a dopiero uzyskane środki mogą ewentualnie posłużyć do opłacenia akcji obejmowanych przez obligatariusza⁴⁶⁸. Ponadto, skorzystanie przez obligatariusza z prawa pierwszeństwa nie powoduje umorzenia obligacji, jak dzieje się to w przypadku obligacji zamiennych⁴⁶⁹. Obligacje zamienne oraz obligacje z prawem pierwszeństwa posiadają także określone cechy wspólne. Zaliczyć do nich należy krąg emitentów. Obligacje z prawem pierwszeństwa także mogą emitować bowiem wyłącznie spółki akcyjne, koamdytowo-akcyjne, a od 1 marca 2021 r. do grona tego dołączą także proste spółki akcyjne⁴⁷⁰.

Ustawodawca doprecyzował, że uchwała o emisji obligacji z prawem pierwszeństwa powinna określać liczbę akcji przypadających na jedną obligację oraz cenę emisyjną akcji albo sposób jej ustalenia, a także termin wygaśnięcia uprawnień obligatariuszy wynikających

⁴⁶⁵ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 82, J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 83, M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 107, T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 267.

⁴⁶⁶ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 108, I. Weiss, w: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 19*, Warszawa 2006, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 440. Potwierdza to T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 267.

⁴⁶⁷ M. Goszczyk, *Zmiany statutu i kapitału w spółce akcyjnej. Art. 430-458 KSH. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 383, J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 84, T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 267.

⁴⁶⁸ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 251.

⁴⁶⁹ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 83.

⁴⁷⁰ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 82, J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 83, M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 111.

z przyznanego prawa pierwszeństwa. W doktrynie wskazuje się, że w praktyce częściej spotykanym rozwiązaniem jest wskazanie w uchwale o emisji obligacji z prawem pierwszeństwa sposobu ustalenia ceny emisyjnej. Dzieje się tak, ponieważ emitent obligacji może mieć problem ze wskazaniem konkretnej ceny emisji, która często będzie następowała dopiero w odległej przyszłości⁴⁷¹. Słusznie podkreśla się w literaturze, że brak któregokolwiek ze wskazanych powyżej elementów uchwały emisyjnej będzie stanowił podstawę do wytoczenia powództwa o stwierdzenie jej nieważności jako sprzecznej z ustawą⁴⁷².

Podsumowując należy zgodzić się z poglądami wyrażanymi w piśmiennictwie, że konstrukcja obligacji z prawem pierwszeństwa zwiększa w ocenie inwestorów atrakcyjność tego rodzaju papierów wartościowych w stosunku do standardowych obligacji⁴⁷³.

Istotnym elementem emisji akcji przeznaczonych dla obligatariuszy posiadających obligacje zamienne lub obligacje z prawem pierwszeństwa jest również rozstrzygnięcie konfliktu interesów z dotychczasowymi akcjonariuszami spółki. Jak stanowi art. 21 jeżeli akcjonariuszom przysługuje prawo poboru nowych akcji, prawo to należy wyłączyć w uchwale o emisji obligacji zamiennych lub obligacji z prawem pierwszeństwa. Zakres wyłączenia powinien być niezbędny do wykonania uprawnień obligatariuszy. Prawo poboru, to prawo przyznane na podstawie art. 433 § 6 k.s.h. akcjonariuszom spółki. Polega ono na możliwości dokonywania zapisu na akcje spółki i ich obejmowania. Ze specyfiki emisji obligacji zamiennych oraz obligacji z prawem pierwszeństwa wynika, że prawo to przysługuje obligatariuszom. W związku z tym, konieczne jest wyłączenie go w stosunku do akcjonariuszy. Jest to możliwe, ponieważ jak wskazuje się w doktrynie prawo to ma charakter warunkowy⁴⁷⁴. W celu uniknięcia konfliktu interesów zakres wyłączenia powinien być na tyle szeroki, aby pozostawić obligatariuszom możliwość realizacji ich praw⁴⁷⁵. Podkreślenia wymaga także to, że nie jest możliwe podjęcie uchwały o wyłączeniu prawa poboru o charakterze blankietowym⁴⁷⁶. W piśmiennictwie wskazuje się, że wyłączenie prawa poboru

⁴⁷¹ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 112.

⁴⁷² M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 112.

⁴⁷³ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 108.

⁴⁷⁴ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 86, M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2013, Wydawnictwo „Lexis Nexis”, s. 931.

⁴⁷⁵ M. Romanowski, *Uchwała o emisji obligacji zamiennych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1997, nr 3, s. 27-28.

⁴⁷⁶ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 116-117.

akcji nowej emisji powinno nastąpić już w ramach emisji obligacji zamiennych lub obligacji z prawem pierwszeństwa, ponieważ wzmacnia to pozycję obligatariusza i uniemożliwia akcjonariuszom blokowanie możliwości skorzystania przez obligatariuszy z przysługujących im praw w przyszłości⁴⁷⁷.

Wątpliwości w doktrynie budzi konstrukcja redakcyjna przepisu. Wskazuje się bowiem, że uchwała o emisji obligacji zamiennych lub z prawem pierwszeństwa oraz uchwała o wyłączeniu prawa poboru, to dwie odrębne czynności prawne⁴⁷⁸. Potwierdza to choćby fakt, że do ich podjęcia wymaga się dwóch odmiennych większości⁴⁷⁹. Tym samym na walnym zgromadzeniu spółki powinny zostać podjęte dwie odrębne uchwały⁴⁸⁰. Jednakże z uwagi na to, że są one ze sobą funkcjonalnie powiązane, w przypadku gdyby doszło do podjęcia uchwały o emisji obligacji zamiennych lub z prawem pierwszeństwa (podejmowana większością 2/3 głosów), zaś zabrakłoby większości do podjęcie uchwały o wyłączeniu prawa poboru (niezbędne są 4/5 głosów), to pierwsza z nich traci swoją ważność⁴⁸¹. Rozwiązanie to należy uznać za prawidłowe i spójne systemowo. Innym sposobem uniknięcia zarysowanego powyżej problemu jest podjęcie uchwały o emisji obligacji pod warunkiem powzięcia uchwały o wyłączeniu prawa poboru⁴⁸². Powyższa propozycja może zostać zastosowana, ale w świetle przedstawionego wcześniej podglądu o utracie mocy przez pierwszą uchwałę, nie jest konieczna.

Wskazać również należy, że obowiązek wyłączenia prawa poboru bywa w doktrynie kwestionowany. Wskazuje się, że skoro z konstrukcji warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego wynika, że emitowane akcje są przeznaczone dla ściśle określonych grup

⁴⁷⁷ M. Grzybczyk, *Wyłączenie prawa poboru akcji w związku z emisją obligacji zamiennych*, „Monitor Prawniczy” 1998, nr 2, s. 56.

⁴⁷⁸ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 87.

⁴⁷⁹ Część przedstawicieli doktryny przyjmuje, że do podjęcia uchwały, o której mowa w art. 21 ustawy o obligacjach wystarczające będzie uzyskanie większości $\frac{3}{4}$ głosów, np. R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC, s. 151. Część z nich przyjmuje natomiast, że niezbędne jest uzyskanie większości 4/5 głosów, np. A. Michalik, A. Mikuła, *Warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego – na przykładzie obligacji zamiennych i obligacji z prawem pierwszeństwa*, „Prawo papierów wartościowych” 2001, nr 7, s. 27-28.

⁴⁸⁰ I. Weiss, w: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 19*, Warszawa 2006, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 434, J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 88, S. Sołtysiński, T. Sójka, w: S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom III. Komentarz do artykułów 301-490*, Warszawa 2013, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 1733.

⁴⁸¹ M. Romanowski, *Uchwała o emisji obligacji zamiennych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 1997, nr 3, s. 24.

⁴⁸² J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 89.

podmiotów, to wyłączenie prawa poboru jest zbędne⁴⁸³. Przywołanym stanowiskom nie sposób odmówić racjonalności. Jednakże skoro ustawodawca wprost nakazał wyłącznie prawa poboru w formie uchwały, to dla uniknięcia wszelkich wątpliwości należy rekomendować wypełnienie przez emitentów tego obowiązku⁴⁸⁴.

Kolejnym rodzajem obligacji są obligacje podporządkowane⁴⁸⁵. Cechą charakterystyczną tego rodzaju obligacji jest to, że wyjątkowo pogarszają one sytuację obligatariuszy w stosunku do emisji przeprowadzanej w standardowych warunkach. Podkreślenia wymaga również to, że jest to nowy rodzaj obligacji, nieznanый do tej pory polskiemu ustawodawstwu⁴⁸⁶. W myśl art. 22 emitent w warunkach emisji może postanowić, że wierzytelności wynikające z emitowanych przez niego obligacji, jeżeli nie zostały zabezpieczone, w przypadku upadłości lub likwidacji, będą zaspokojone po zaspokojeniu wszystkich innych wierzytelności przysługujących wierzycielom wobec tego emitenta. Inwestor decydując się na nabycie tego rodzaju obligacji musi zatem liczyć się z tym, że jego wierzytelności zostaną zaspokojone na samym końcu⁴⁸⁷. W związku z tym, przyjmuje na siebie zdecydowanie większe ryzyko inwestycyjne, niż w przypadku nabycia standardowych obligacji. Ze specyfiki obligacji podporządkowanych wynika m.in. to, że nie mogą one podlegać dodatkowemu zabezpieczeniu⁴⁸⁸. Inną cechą charakterystyczną jest ograniczony krąg emitentów. Zgodnie ze stanowiskami wyrażanymi w doktrynie obligacje przychodowe mogą emitować wyłącznie te podmioty, które posiadają zdolność likwidacyjną i upadłościową⁴⁸⁹. Dlatego też obligacje podporządkowane nie mogą być emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego i ich związki⁴⁹⁰.

⁴⁸³ A. Radwan, *Prawo poboru w spółce akcyjnej*, Warszawa 2004, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 317, M. Romanowski, *Warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego a ustawowe prawo poboru*, „Państwo i Prawo” 2003, nr 10, s. 57.

⁴⁸⁴ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 88.

⁴⁸⁵ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 12, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁴⁸⁶ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 120.

⁴⁸⁷ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 92.

⁴⁸⁸ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 268, J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 92, M. Dyl w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 120.

⁴⁸⁹ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 92, M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 122.

⁴⁹⁰ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 89.

Ustawodawca wprowadził także pewne ograniczenia w emisji obligacji podporządkowanych. W przypadku gdy emitentem jest bank krajowy, spółdzielcza kasa oszczędnościowo-kredytowa, Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa, dom maklerski, w myśl przepisu art. 98 ust. 3 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, zakład ubezpieczeń lub zakład reasekuracji, wartość nominalna jednej obligacji podporządkowanej nie może być niższa niż 400 000 zł. Kwota ta może być również wyrażona w innej walucie. W takiej sytuacji jej równowartość ustala się przy zastosowaniu średniego kursu tej waluty ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski w dniu podjęcia decyzji emitenta o emisji. Celem wprowadzenia powyższych obostrzeń było dążenie do zwiększenia poziomu ochrony inwestorów indywidualnych, dla których ustanowiony przez ustawodawcę próg wejścia wynikający z wysokiej wartości jednostkowej obligacji ma stanowić swoistą barierę bezpieczeństwa⁴⁹¹.

Podsumowując, należy wskazać, że obligacje podporządkowane są co prawda nowym, ale bardzo ciekawym rozwiązaniem. W praktyce znajdowały zastosowanie już wcześniej⁴⁹². Choć ich funkcjonowanie w obrocie poddawano w wątpliwość⁴⁹³. Dopiero od 2015 r. emisji tego rodzaju obligacji nadano charakter regulacji ustawowej. Tym samym, zwiększyła się pewność obrotu papierami wartościowymi tej kategorii. W literaturze przedmiotu podkreśla się, że zwiększone ryzyko inwestycyjne spowodowane kolejnością zaspokojenia zwykle jest rekompensowane przez emitenta wyższą stopą zysku⁴⁹⁴. Natomiast dla emitenta emisja obligacji podporządkowanych może stanowić sposób na zwiększenie wiarygodności w oczach potencjalnych inwestorów, gdy nabędą je członkowie zarządu lub rady nadzorczej⁴⁹⁵. Może również być jedynym sposobem na pozyskanie dodatkowego finansowania, gdy z wcześniej zaciągniętych kredytów wynikają ograniczenia co do zaciągania kolejnych zobowiązań zaspokajanych w tej samej kolejności co dotychczasowe⁴⁹⁶. W piśmiennictwie

⁴⁹¹ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 122.

⁴⁹² R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 88, M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 120.

⁴⁹³ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 268, R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 88.

⁴⁹⁴ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 268, J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 92.

⁴⁹⁵ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 92.

⁴⁹⁶ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 268.

wskazuje się również, że mogą one znaleźć zastosowanie, np. w sektorze bankowym⁴⁹⁷. Przyjmuje się, że wobec podmiotów z tego sektora potencjalni obligatariusze mają zwiększone możliwości oceny ryzyka inwestycyjnego wynikającego z nabycia od nich obligacji podporządkowanych. Są to bowiem podmioty, których sytuacja finansowa jest na bieżąco monitorowana przez odpowiednie instytucje państwowe. Natomiast z punktu widzenia banków finansowanie działalności operacyjnej za pomocą kapitału zewnętrznego jest bardzo atrakcyjne i szeroko stosowane⁴⁹⁸.

Przedostatnim szczególnym rodzajem obligacji są obligacje wieczyste. Jest to nowy rodzaj obligacji, który nie był do tej pory uregulowany w przepisach polskiego prawa⁴⁹⁹. Co więcej, w przeciwieństwie do obligacji podporządkowanych, obligacje wieczyste nie występowały w ogóle w obrocie gospodarczym z uwagi na bezwzględny obowiązek określenia przez emitenta terminu wykupu obligacji⁵⁰⁰. Nie oznacza to jednakże, że jest to konstrukcja nowatorska. W piśmiennictwie wskazuje się, że pierwsza emisja obligacji wieczystych została przeprowadzona w 1814 r. przez rząd brytyjski w celu pozyskania środków na prowadzenie wojny z Napoleonem⁵⁰¹. Zgodnie z art. 23 emitent może emitować obligacje niepodlegające wykupowi. Uprawniają one obligatariusza do otrzymywania odsetek przez czas nieoznaczony⁵⁰². W piśmiennictwie zasadnie podkreśla się, że uprawnienie do otrzymywania odsetek jest nieodłącznym elementem konstrukcyjnym obligacji wieczystych i nie może zostać zastąpione innym świadczeniem, np. w postaci udziału w zyskach emitenta⁵⁰³. Specyfika tych obligacji nie ogranicza w żaden sposób kręgu potencjalnych emitentów. Tym samym, wszystkie podmioty wymienione w art. 2 ustawy o obligacjach posiadają zdolność emisyjną w tym zakresie⁵⁰⁴. Do obligacji wieczystych nie znajduje zastosowania przepis art. 365¹ k.c. Przewidując to doprecyzowanie ustawodawca

⁴⁹⁷ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 120, R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 91.

⁴⁹⁸ A. Stopyra, w: H. Gronkiewicz-Waltz (red.), *Prawo bankowe. Komentarz*, Warszawa 2013, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 423.

⁴⁹⁹ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 91, L. Koziorowski, W. Nowosad, *Obligacje wieczyste jako przykład nowego typu obligacji*, „Monitor Prawa Bankowego” 2016, nr 7–8, s. 49 i n.

⁵⁰⁰ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 92.

⁵⁰¹ B. Pathak, *The Indian Financial System: Markets, Institutions and Services*, Delhi 2008, Wydawnictwo Pearson Education, s. 312.

⁵⁰² M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 124.

⁵⁰³ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 271.

⁵⁰⁴ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 92.

uniemożliwił stronom stosunku prawnego wynikającego z obligacji możliwość wypowiedzenia tego stosunku⁵⁰⁵.

Na uwagę zasługuje jednakże fakt, że ustawodawca przewidział określone sytuacje, w których obligacje wieczyste podlegają wykupowi. Zaliczamy do nich ogłoszenie upadłości albo otwarcie likwidacji emitenta, zwłokę emitenta w wypłacie wynikających z obligacji świadczeń pieniężnych przysługujących obligatariuszom, a także przypadki przewidziane w warunkach emisji przez emitenta, w tym zastrzeżenie prawa wykupu, które może zostać zrealizowane nie wcześniej niż po upływie 5 lat od daty emisji obligacji. W doktrynie wyrażono słuszny pogląd, zgodnie z którym możliwe jest zastrzeżenie w warunkach emisji obligacji wieczystych postanowienia umożliwiającego zgłoszenie żądania wcześniejszego wykupu obligacji wieczystych obligatariuszom. W takiej sytuacji nie ma obowiązku zachowania pięcioletniego terminu wykupu⁵⁰⁶.

Podsumowując należy wskazać, że obligacje wieczyste są nowym, ale bardzo interesującym rodzajem obligacji. Dzięki swojej konstrukcji mogą stanowić ciekawe rozwiązanie dla inwestorów długoterminowych. Zapewniają bowiem stabilny dochód oparty na co do zasady stałym oprocentowaniu⁵⁰⁷. Natomiast z perspektywy emitentów mogą być wykorzystywane z powodzeniem w sektorze bankowym⁵⁰⁸. Dają one bowiem gwarancję pozyskania długookresowego i stałego finansowania działalności podmiotom z sektora finansowego. Skutkiem emitowania przez banki obligacji wieczystych powinna być stabilizacja tego rynku i zwiększenie jego płynności⁵⁰⁹. Kolejnym pozytywnym aspektem emitowania obligacji wieczystych dla emitentów jest fakt, że nie muszą oni dzielić się władztwem korporacyjnym z inwestorami, jak dzieje się to w przypadku emisji akcji⁵¹⁰.

Najobszerniejszą regulację ustawodawca przewidział na potrzeby emisji obligacji przychodowych. W literaturze przedmiotu słusznie wskazuje się, że są to obligacje służące do finansowania podmiotów prowadzących działalność z zakresu użyteczności publicznej

⁵⁰⁵ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 92.

⁵⁰⁶ P. Lesiński, K. Zawistowski, *Nowa ustawa o obligacjach – nowe wyzwania, ale i nowe problemy*, „Monitor Prawa Bankowego” 2015, nr 9, s. 102–103.

⁵⁰⁷ R. Ch. Moyer, J.R. McGuigan, R. Rao, W. Kretlow, *Contemporary Financial Management*, Nashville 2012, Wydawnictwo South-Western, s. 217.

⁵⁰⁸ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 125.

⁵⁰⁹ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 125.

⁵¹⁰ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 13, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r., M. Dyl w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 125.

związanej z koniecznością dokonywania znacznych inwestycji infrastrukturalnych⁵¹¹. Zgodnie z art. 24 ustawy o obligacjach emitent może emitować obligacje uprawniające obligatariusza do zaspokojenia roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta. Zaspokojenie to odbywa się z całości albo części przychodów lub z całości albo części majątku przedsięwzięć, które zostały sfinansowane w całości albo części ze środków uzyskanych z emisji obligacji. Alternatywnie do zaspokojenia może również dojść z całości albo części przychodów z innych przedsięwzięć określonych przez emitenta. Ustawodawca przewidział również, że w przypadku emisji obligacji przychodowych emitent może ograniczyć swoją odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z obligacji przychodowych do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszom przysługuje pierwszeństwo zaspokojenia. Jak słusznie podkreśla się w piśmiennictwie przepis ten znamionuje dwie najważniejsze cechy obligacji przychodowych. Po pierwsze, przyznaje obligatariuszom pierwszeństwo zaspokojenia przed innymi wierzycielami emitenta. Po drugie zaś, umożliwia emitentom odejście od generalnej zasady odpowiedzialności całym majątkiem za świadczenia wynikające z obligacji⁵¹². Ograniczenie takie ma charakter fakultatywny. W braku stosownego zastrzeżenia w warunkach emisji, emitent obligacji przychodowych odpowiada za zobowiązania całym swoim majątkiem⁵¹³. Emitent powinien jednakże poważnie rozważyć skorzystanie z tej możliwości. Ograniczenie odpowiedzialności majątkowej emitenta będzie skutkowało bowiem obniżeniem oceny poziomu zabezpieczenia wiarytelności przyszłych obligatariuszy. Tym samym, zbytne ograniczenie odpowiedzialności może powodować spadek zainteresowania nabyciem obligacji określonej emisji ze strony inwestorów⁵¹⁴. Nie można jednakże zapominać, że co do zasady obligatariusze obligacji przychodowych znajdują się na uprzywilejowanej pozycji, ponieważ z określonych składników majątku mogą zaspokoić się w pierwszej kolejności⁵¹⁵. W odniesieniu do zakresu pojęcia „przedsięwzięcia” w piśmiennictwie wskazuje się, że jest to każda działalność emitenta określona przez niego na potrzeby emisji obligacji przychodowych, która przynosi przychód bez względu na to czy została sfinansowana ze

⁵¹¹ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 269.

⁵¹² M. Bitner, *Obligacje przychodowe*, „Prawo papierów wartościowych” 2001, nr 5, s. 16, M. Spyra, *Obligacje przychodowe jako szczególne zabezpieczenie wiarytelności*, „Prawo papierów wartościowych” 2001, nr 8, s. 18-25.

⁵¹³ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 95.

⁵¹⁴ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 130.

⁵¹⁵ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 97.

środków uzyskanych z emisji tych obligacji czy też nie⁵¹⁶. Na uwagę zasługuje również fakt, że przedsięwzięcie, o którym mowa w przepisie może być co do zasady określone stosunkowo swobodnie. Niedopuszczalne jest jednakże ukształtowanie go w sposób zbyt ogólnikowy lub nadmiernie niedookreślony. W doktrynie jako przykład nieprawidłowego określenia przedsięwzięcia realizowanego ze środków pozyskanych z emisji obligacji przychodowych wskazuje się „finansowanie bieżącej działalności emitenta”⁵¹⁷.

Pierwszeństwo zaspokojenia doznaje jednakże pewnych ograniczeń. Dotyczy to sytuacji, w których dochodzi do zaspokojenia należności zabezpieczonych hipoteką morską lub przywilejem na statku morskim oraz należności zabezpieczonych hipoteką, zastawem, zastawem rejestrowym i zastawem skarbowym albo korzystających z ustawowego pierwszeństwa oraz praw, które ciążyły na nieruchomości przed dokonaniem w księdze wieczystej wpisu o wszczęciu egzekucji lub przed złożeniem do zbioru dokumentów wniosku o dokonanie takiego wpisu. Wskazane powyżej ograniczenie znajdzie zastosowanie wyłącznie w odniesieniu do należności zabezpieczonych przed datą emisji obligacji. Jeżeli natomiast zabezpieczeń dokonano po wyemitowaniu obligacji przychodowych, to w pierwszej kolejności zaspokojeni zostaną obligatariusze, którzy je posiadają. Co istotne o istnieniu innych zabezpieczeń emitent jest obowiązany poinformować w warunkach emisji obligacji przychodowych. Przepis ten stanowi wyraz ochrony interesów obligatariuszy i pozwala im na kompleksową ocenę wypłacalności emitenta i prawdopodobieństwa uzyskania należnych im świadczeń⁵¹⁸.

Emisję obligacji przychodowych należy postrzegać jako swoisty przywilej. Ustawodawca znacząco ograniczył bowiem krąg podmiotów, które posiadają zdolność emisyjną w tym zakresie. Podkreślenia wymaga, że katalog emitentów obligacji przychodowych wskazany w ustawie ma charakter zupełny i wyłączny⁵¹⁹. Jak stanowi art. 25 ustawy emitentami obligacji przychodowych mogą być jednostki samorządu terytorialnego lub związki tych jednostek. Zdolność emisyjną posiadają również podmioty zarządzane ze szczebla centralnego. Zaliczamy do nich Bank Gospodarstwa Krajowego, Polski Fundusz Rozwoju Spółkę Akcyjną⁵²⁰ oraz spółkę od niego zależną⁵²¹. Emitować obligacje

⁵¹⁶ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 94.

⁵¹⁷ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 128.

⁵¹⁸ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 132.

⁵¹⁹ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 98.

⁵²⁰ Art. 1 pkt 2 ustawy z dnia 4 lipca 2019 r. o systemie instytucji rozwoju, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 2011.

⁵²¹ Art. 11 ust. 6 ustawy z dnia 4 lipca 2019 r. o systemie instytucji rozwoju, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 2011.

przychodowe może również spółka akcyjna albo spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, w której Skarb Państwa, jednostka samorządu terytorialnego lub związek jednostek samorządu terytorialnego posiadają same lub wspólnie z inną jednostką samorządu terytorialnego lub innym związkiem tych jednostek akcje albo udziały w liczbie, która zapewnia im więcej niż 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub zgromadzeniu wspólników, o ile głównym przedmiotem działalności spółki jest zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej. Pozytywnie należy ocenić odejście od rygorystycznego wymogu obowiązującego na gruncie ustawy o obligacjach z 1995 r., zgodnie z którym wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej mogło być jedynym przedmiotem działalności⁵²². Wykluczało to z kręgu emitentów obligacji przychodowych wiele podmiotów, dla których inna działalność miała charakter jedynie marginalny lub służebny. W obecnym stanie prawnym podmioty te zostały dopuszczone do emisji tego rodzaju obligacji. Wystarczające bowiem jest, aby działania z zakresu użyteczności publicznej były głównym przedmiotem działalności. Istotne jest zatem, aby działalność ta była dla danego podmiotu kluczowa zarówno z punktu widzenia zakresu, jak i osiągniętych z niej przychodów⁵²³. Do katalogu emitentów obligacji przychodowych zaliczamy również spółki akcyjne oraz spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, których głównym przedmiotem działalności jest wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej na podstawie umowy zawartej ze Skarbem Państwa, jednostką samorządu terytorialnego lub związkiem tych jednostek, o ile umowa została zawarta na okres co najmniej równy okresowi zapadalności obligacji. Wśród emitentów obligacji przychodowych może znaleźć się także spółka akcyjna, która na podstawie upoważnienia ustawowego lub koncesji albo zezwolenia będzie wykonywać zadania z zakresu użyteczności publicznej albo świadczyć usługi w zakresie transportu lub komunikacji oraz utrzymania i rozwoju infrastruktury komunikacyjnej lub transportowej co najmniej przez okres równy okresowi zapadalności obligacji. Ostatnią kategorią podmiotów posiadających zdolność emisyjną obligacji przychodowych są spółki, z którymi zawarto umowę o budowę i eksploatację albo wyłącznie eksploatację autostrady płatnej⁵²⁴. Podsumowując, należy wskazać, że cechą wspólną wskazanych powyżej

⁵²² R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 99-100, M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 136-137.

⁵²³ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 137.

⁵²⁴ Art. 1a ust. 2 ustawy z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym, tekst jedn. Dz. U. z 2020 r. poz. 72 ze zm.

podmiotów jest pośredni lub bezpośredni związek z prowadzeniem działalności w zakresie użyteczności publicznej⁵²⁵.

Ustawodawca doprecyzował również proces emisji obligacji przychodowych. Po pierwsze, należy wskazać, że uchwała o emisji obligacji przychodowych powinna określać przedsięwzięcie, z którego obligatariusze będą mogli zaspokoić się w pierwszej kolejności. Uchwała powinna wskazywać także sposób obliczenia przychodów z przedsięwzięcia oraz, do jakiej części przychodów z przedsięwzięcia lub majątku przedsięwzięcia przysługuje obligatariuszom pierwszeństwo zaspokojenia. W literaturze wskazuje się, że przytoczone powyżej obowiązki mają na celu zagwarantowanie potencjalnym obligatariuszom możliwości oceny relacji pomiędzy spodziewanym zyskiem a ryzykiem⁵²⁶. Jest to zatem kolejny przejaw dbałości o interesy obligatariuszy. Podkreślenia wymaga fakt, że uchwała o emisji obligacji przychodowych może określać więcej niż jedno takie przedsięwzięcie. To rozwiązanie ma z kolei na celu zagwarantowanie większej elastyczności emitentowi⁵²⁷. Może bowiem okazać się, że z kosztowego punktu widzenia korzystniejsze będzie dla niego przeprowadzenie jednej emisji obligacji obejmującej kilka przedsięwzięć, niż kilku mniejszych emisji obejmujących poszczególne przedsięwzięcia. Wszystkie wskazane powyżej informacje emitent obligacji przychodowych ma obowiązek zamieścić w warunkach emisji. Celem wprowadzenia powyższego unormowania było zagwarantowanie transparentności przebiegu procesu emisji obligacji oraz dostępu do informacji dla potencjalnych obligatariuszy⁵²⁸.

W celu zapewnienia obligatariuszom kontroli nad realizacją przysługujących im uprawnień ustawodawca przewidział, że emitent obligacji przychodowych ma obowiązek udostępnienia obligatariuszom sprawozdania zawierającego informacje o sumie przychodów z przedsięwzięcia, które wpłynęły na rachunek bankowy przeznaczony do ich gromadzenia i dokonywania wypłat. Emitent powinien wskazać obligatariuszom także wysokość kwot wypłaconych z tego rachunku obligatariuszom uprawnionym z obligacji przychodowych oraz emitentowi. Informacja ta powinna obejmować okres od poprzedniej wypłaty świadczeń. Emitent jest zobowiązany również do omówienia struktury przychodów z przedsięwzięcia

⁵²⁵ I. Weiss, w: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 19*, Warszawa 2006, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 443, R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 98, T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 269.

⁵²⁶ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 139.

⁵²⁷ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 139.

⁵²⁸ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 140.

oraz struktury kosztów ponoszonych przez emitenta w związku z przedsięwzięciem w tym okresie. Wszystkie wskazane powyżej informacje powinny zostać udostępnione obligatariuszom co najmniej na 14 dni przed każdym terminem wypłaty świadczeń z obligacji przychodowych, z tym, że nie powinno to następować rzadziej niż raz w roku.

Na uwagę zasługuje fakt, że transparentność dalszego funkcjonowania w obrocie obligacji przychodowych gwarantuje także ciążący na emitencie obowiązek ogłoszenia na jego stronie internetowej łącznej wysokości zadłużenia z tytułu tych obligacji oraz wskazania przedsięwzięcia, które jest z tych środków finansowane. Z aprobatą należy odnieść się do zobligowania emitenta do zamieszczania stosownych informacji na jego stronie internetowej⁵²⁹. Jest to miejsce, gdzie obligatariusze w prosty i szybki sposób mogą uzyskać dostęp do potrzebnych im danych. Zastosowane uprzednio w ustawie o obligacjach z 1995 r. rozwiązanie opierające się na publikacji wskazanych powyżej informacji w dwóch dziennikach, w tym co najmniej jednym ogólnopolskim, należy uznać za przestarzałe i mniej skuteczne.

W celu dodatkowego zabezpieczenia interesów obligatariuszy ustawodawca wprowadził regułę, zgodnie z którą emitent obligacji przychodowych nie może zbywać ani obciążać składników majątkowych przedsięwzięcia, z wyjątkiem sytuacji gdy dokonuje zbycia w ramach prawidłowej gospodarki, nie powodując istotnego zmniejszenia wartości tego przedsięwzięcia. Dodatkowo wierzytelności tworzące przychody, do których obligatariuszom przysługuje pierwszeństwo zaspokojenia nie mogą być przedmiotem zabezpieczenia zastawem ani też nie mogą zostać przeniesione na osoby trzecie. Powyższe unormowania umacniają pozycję prawną obligatariuszy, ponieważ ograniczają możliwość uszczuplania majątku i środków, z których przysługuje im zaspokojenie⁵³⁰. Jak wskazuje się w literaturze, gdyby ustawodawca nie wprowadził przywołanych ograniczeń, przywileje obligatariuszy obligacji przychodowych byłyby w praktyce iluzoryczne⁵³¹. Dokonanie zbycia lub obciążenia składników majątkowych przedsięwzięcia wbrew ograniczeniom wskazanym w przytoczonym przepisie będzie skutkowało nieważnością czynności prawnej⁵³².

⁵²⁹ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 141.

⁵³⁰ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 142.

⁵³¹ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 270.

⁵³² J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 101.

W związku ze szczególnym przeznaczeniem przychodów emitenta obligacji przychodowych pochodzących z określonego przez niego przedsięwzięcia ustawodawca ustanowił precyzyjne zasady ich rozdysponowywania. Zgodnie z art. 26 ustawy w przypadku przyznania obligatariuszom prawa do zaspokojenia swoich roszczeń z przychodów z określonego przedsięwzięcia, wszystkie przychody z takiego przedsięwzięcia powinny wpływać na odrębny rachunek bankowy. W literaturze przedmiotu wskazuje się, że celem takiego rozwiązania ma być zapewnienie potencjalnym inwestorom możliwości oceny planowanych wpływów i możliwości obsługi obligacji w przyszłości⁵³³. Regulacja ta tworzy również mechanizm zabezpieczający obligatariuszy. Wiąże bowiem realizację przedsięwzięcia wynikającego z obligacji przychodowych z transparentnością w zakresie uzyskiwania przychodów przez emitenta obligacji⁵³⁴. Z rachunku bankowego, o którym była powyżej mowa emitent nie może dokonywać wypłat środków dla celów innych niż zaspokojenie roszczeń obligatariuszy uprawnionych z obligacji przychodowych. Ustawodawca przewidział dwa wyjątki od wyrażonej powyżej zasady ogólnej. Pierwszy wyjątek w tym zakresie dotyczy środków z tytułu kwot należnego podatku od towarów i usług, które są przekazywane na rachunek urzędu skarbowego. Drugim przypadkiem jest umożliwienie emitentowi postanowienia w warunkach emisji, że ograniczenie dotyczące wypłaty środków nie będzie dotyczyło kwot przewyższających kwotę wystarczającą do zaspokojenia roszczeń obligatariuszy uprawnionych z obligacji przychodowych w okresie następnych 12 miesięcy. W piśmiennictwie wskazuje się, że dopuszczalność wypłat musi być wprost wskazana w warunkach emisji i nie może być dorozumiana⁵³⁵. Brak stosownego zastrzeżenia w warunkach emisji powoduje, że emitent nie ma prawa wypłaty nadwyżki środków, choćby została ona wypracowana⁵³⁶. W literaturze wskazuje się również, że w przypadku gdy przychody z przedsięwzięcia finansowanego z emisji obligacji przychodowych spodziewane są po kilku latach od niej, emitent może pozostawić część środków z emisji obligacji na spłatę bieżących zobowiązań z nich wynikających, np. wypłatę odsetek⁵³⁷. Rozwiązanie takie musi być odzwierciedlone w warunkach emisji⁵³⁸.

⁵³³ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 90.

⁵³⁴ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 144.

⁵³⁵ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 146.

⁵³⁶ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 105.

⁵³⁷ L. Koziorowski, M. Stępniewski, *Ustawa o obligacjach po nowelizacji*, „Prawo papierów wartościowych” 2000, nr 1, s. 32.

⁵³⁸ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 105.

Ustawodawca przewidział także szereg dodatkowych zabezpieczeń dedykowanych obligatariuszom obligacji przychodowych. Jednym z nich jest regulacja, w myśl której w odniesieniu do środków znajdujących się na wydzielonym rachunku bankowym nie przysługuje prawo potrącenia. Unormowanie to ma na celu uniemożliwienie uszczuplenia środków zgromadzonych na odrębnym rachunku, a tym samym zmniejszenie poziomu zabezpieczenia obligatariuszy⁵³⁹. Ponadto, środki zgromadzone na wydzielonym rachunku nie podlegają egzekucji prowadzonej z rachunku emitenta obligacji przychodowych do wysokości kwoty zobowiązania emitenta wobec obligatariuszy uprawnionych z obligacji przychodowych. Natomiast w przypadku egzekucji przeprowadzanej ze składników majątkowych przedsięwzięcia zajęcia nie podlega kwota w wysokości niezbędnej do zaspokojenia roszczeń obligatariuszy uprawnionych z obligacji przychodowych. Kwota ta jest przekazywana na wydzielony rachunek i nie może być wypłacana na cele inne niż zaspokojenie roszczeń tych obligatariuszy. Powyższe ograniczenia nie znajdują oczywiście zastosowania w przypadku egzekucji wszczętej celem zaspokojenia roszczeń z obligacji przychodowych. W takiej sytuacji obligatariusze obligacji przychodowych będą mogli zaspokoić się ze składników majątkowych emitenta, które były dla nich przeznaczone. Wskazane powyżej restrykcje po raz kolejny mają na celu wzmocnienie pozycji prawnej obligatariuszy w stosunku do pozostałych wierzycieli emitenta⁵⁴⁰.

Ustawodawca ukształtował również sytuację prawną obligatariuszy obligacji przychodowych na wypadek upadłości lub likwidacji emitenta. W myśl art. 27 ustawy o obligacjach środki zgromadzone na wydzielonym rachunku bankowym są wyłączone z masy upadłości ich emitentów. Nie dotyczy to jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków oraz Banku Gospodarstwa Krajowego. Zastosowane przez ustawodawcę rozwiązanie wynika z faktu, że wskazane powyżej podmioty nie posiadają statusu przedsiębiorcy, a tym samym nie mogą ogłosić upadłości⁵⁴¹. Słusznie wskazuje się w doktrynie, że wyłączenie z masy upadłości środków zgromadzonych na wydzielonym rachunku będzie dotyczyło również przyszłych przychodów, które mogą wpływać na ten rachunek⁵⁴². Celem wprowadzenia omawianej regulacji było dodatkowe wzmocnienie pozycji

⁵³⁹ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 146.

⁵⁴⁰ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 147.

⁵⁴¹ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 103, M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 149.

⁵⁴² I. Weiss, w: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 19.*, Warszawa 2006, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 449-450.

obligatariuszy obligacji przychodowych w stosunku do pozostałych wierzycieli emitenta oraz redukcja ponoszonego przez nich ryzyka inwestycyjnego⁵⁴³.

W odniesieniu do losów samych obligacji należy natomiast wskazać, że z chwilą ogłoszenia upadłości lub otwarcia likwidacji emitenta obligacji przychodowych zobowiązania z ich tytułu stają się natychmiast wymagalne. Taki sam skutek następuje również w przypadku podjęcia, zgodnie z odrębnymi przepisami, decyzji o podziale jednostek samorządu terytorialnego będących emitentami obligacji przychodowych. Rozwiązanie to ma na celu zapewnienie obligatariuszom szansy na choćby częściowe odzyskanie należnych im świadczeń⁵⁴⁴. Na uwagę zasługuje również fakt, że przywołana powyżej regulacja jest spójna z treścią art. 91 ust. 1 ustawy Prawo upadłościowe, który stanowi, że zobowiązania pieniężne upadłego, których termin płatności świadczenia jeszcze nie nastąpił, stają się wymagalne z dniem ogłoszenia upadłości⁵⁴⁵.

Z kwestii proceduralnych na uwagę zasługuje natomiast fakt, że zaspokojenia roszczeń posiadaczy obligacji przychodowych dokonuje się ze składników majątku przedsięwzięcia z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami upadłego. Posiadacze obligacji przychodowych będą zaspokajani w drugiej kolejności wyłącznie w ściśle określonych w przepisach prawa sytuacjach. W pierwszej kolejności zaliczamy do nich przypadki, w których inni wierzyciele posiadają należności zabezpieczone hipoteką morską lub przywilejem na statku morskim. Pierwszeństwo będą mieli także wierzyciele posiadający należności zabezpieczone hipoteką, zastawem, zastawem rejestrowym i zastawem skarbowym albo korzystające z ustawowego pierwszeństwa. Uprzywilejowani w stosunku do obligatariuszy obligacji przychodowych będą także wierzyciele emitenta posiadający prawa, które ciążyły na nieruchomości przed dokonaniem w księdze wieczystej wpisu o wszczęciu egzekucji lub przed złożeniem do zbioru dokumentów wniosku o dokonanie takiego wpisu. Wskazane powyżej ograniczenie pierwszeństwa obligatariuszy obligacji przychodowych znajdzie zastosowanie wyłącznie w odniesieniu do należności zabezpieczonych przed datą emisji obligacji.

Podsumowując należy wskazać, że obligacje przychodowe są bardzo ciekawym rozwiązaniem zarówno z prawnego, jak i gospodarczego punktu widzenia. Z perspektywy inwestorów są bardzo atrakcyjnym papierem wartościowym, ponieważ ze środków

⁵⁴³ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 148, 150.

⁵⁴⁴ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 103.

⁵⁴⁵ Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1228 ze zm.

zgrupowanych z ich emisji finansowane są przedsięwzięcia, które w długim terminie z reguły wykazują zdolność do generowania znacznych, stabilnych i powtarzalnych przychodów, np. z opłat wnoszonych za użytkowanie autostrad⁵⁴⁶. Jednocześnie ryzyko związane z dużym zapotrzebowaniem na środki niezbędne do sfinansowania przedsięwzięć i długim okresem realizacji tego typu inicjatyw jest niwelowane przysługującym obligatariuszom pierwszeństwem zaspokojenia z przychodów i majątku tych przedsięwzięć⁵⁴⁷.

5. Zgromadzenie obligatariuszy

W ustawie o obligacjach z 2015 r. ustawodawca zdecydował się na wprowadzenie nowej w powojennej historii polskiego prawa papierów wartościowych instytucji, jaką jest zgromadzenie obligatariuszy. Celem wprowadzenia regulacji w tym zakresie było umocnienie relacji emitenta obligacji z obligatariuszami i uproszczenie zasad wprowadzania zmian warunków emisji obligacji⁵⁴⁸. Potrzebę wdrożenia do polskiego systemu prawa instytucji zgromadzenia obligatariuszy postulowało zarówno środowisko teoretyków prawa, jak i praktyków⁵⁴⁹. Wśród podstawowych założeń konstrukcyjnych zgromadzenia obligatariuszy wymienia się to, że nie stanowi ono organu emitenta, nie posiada podmiotowości prawnej oraz jest ciałem fakultatywnym⁵⁵⁰. W piśmiennictwie wskazuje się, że charakter prawny zgromadzenia obligatariuszy należy postrzegać jako ujęty w ramy prawne sposób dokonywania czynności konwencjonalnej przypisywanej wszystkim obligatariuszom w postaci uchwały⁵⁵¹. Do podstawowych kompetencji zgromadzenia obligatariuszy zalicza się

⁵⁴⁶ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 269.

⁵⁴⁷ I. Weiss, w: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 19*, Warszawa 2006, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 443, T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 269.

⁵⁴⁸ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 3, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r., R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 157, M. Kuźnicka, M. Marczyk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 324-325.

⁵⁴⁹ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 156-157, M. Kuźnicka, M. Marczyk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 325.

⁵⁵⁰ A. Piskorz, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 145, M. Kuźnicka, M. Marczyk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 327.

⁵⁵¹ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 272.

reprezentowanie obligatariuszy w relacjach z emitentem oraz decydowanie o zmianach warunków emisji⁵⁵².

Jak stanowi art. 46 ustawy zgromadzenie obligatariuszy pełni rolę reprezentacji ogółu obligatariuszy uprawnionych z obligacji danej serii lub z obligacji objętych tym samym kodem⁵⁵³. Oznacza to, że u danego emitenta może jednocześnie występować kilka zgromadzeń obligatariuszy⁵⁵⁴.

Wskazać także należy, że przepisy regulujące kompetencje i zasady działania zgromadzenia obligatariuszy mają charakter semiiperatywny⁵⁵⁵. Wskazuje na to treść art. 47 ustawy, zgodnie z którym w przypadku, gdy warunki emisji przewidują zgromadzenie obligatariuszy, nie mogą one wyłączyć lub ograniczyć postanowień rozdziału regulującego zagadnienia związane ze zgromadzeniem. W literaturze przedmiotu wskazuje się, że w przypadku powołania zgromadzenia obligatariuszy i wprowadzenia do warunków emisji postanowień sprzecznych z komentowanym przepisem, zgromadzenie powinno działać w taki sposób, jakby sprzeczne z ustawą postanowienia nie istniały⁵⁵⁶.

Jednym z najważniejszych elementów regulacji dotyczących zgromadzenia obligatariuszy jest ustanowiony w art. 49 ust. 1 katalog spraw, których może dotyczyć jego uchwała. Sprawy te zostały zbiorczo nazwane postanowieniami kwalifikowanymi warunków emisji. Zalicza się do nich przede wszystkim postanowienia regulujące wysokość lub sposób ustalania wysokości świadczeń wynikających z obligacji, w tym warunki wypłaty oprocentowania. Na drugą kategorię spraw składają się termin, miejsce lub sposób spełniania świadczeń wynikających z obligacji, w tym dni, według których ustala się uprawnionych do tych świadczeń. Do postanowień kwalifikowanych warunków emisji należą także zasady przeliczania wartości świadczenia niepieniężnego na świadczenie pieniężne oraz wysokość, forma lub warunki zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji. Ostatnią kategorię stanowią zasady zwoływania, funkcjonowania lub podejmowania uchwał przez zgromadzenie obligatariuszy. Ponadto na mocy art. 49 ust. 2 emitent w warunkach emisji

⁵⁵² R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 158, M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 329.

⁵⁵³ W rozumieniu art. 55 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

⁵⁵⁴ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 327.

⁵⁵⁵ Odmiennie T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 272 oraz M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 331, którzy kwalifikują te przepisy jako bezwzględnie obowiązujące.

⁵⁵⁶ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 159, M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 331.

obligacji może wskazać inne postanowienia warunków emisji, których zmiana w wyniku uchwały zgromadzenia obligatariuszy jest dopuszczalna. W związku z powyższym emitent uprawniony jest do poszerzenia katalogu uprawnień przysługujących zgromadzeniu obligatariuszy. Jak wskazuje ustawodawca celem wprowadzenia powyższych regulacji było zabezpieczenie interesów obligatariuszy⁵⁵⁷. Dzięki ustanowieniu kwalifikowanych postanowień warunków emisji obligatariusze zyskali większą kontrolę nad zasadami rozliczenia się przez emitenta z zaciągniętych wobec nich zobowiązań. Jak słusznie wskazuje się w piśmiennictwie należy uznać, że w zakresie przekazanym do kompetencji zgromadzenia obligatariuszy wyłączone jest uprawnienie emitenta do samodzielnego wprowadzania zmian warunków emisji⁵⁵⁸.

Ustawa szczegółowo reguluje również zasady zwoływania zgromadzenia obligatariuszy. Na wstępie należy zauważyć, że zwołanie zgromadzenia obligatariuszy stanowi kolejny element obciążający emitenta. W myśl bowiem art. 48 koszty zwołania i przeprowadzenia zgromadzenia obligatariuszy ponosi emitent. Zgodnie natomiast z art. 50 ust. 1 zgromadzenie zwoływane jest przez emitenta przede wszystkim w przypadkach i terminach określonych w warunkach emisji. Ponadto, obligujące emitenta żądanie zwołania zgromadzenia obligatariuszy może zgłosić obligatariusz lub obligatariusze reprezentujący przynajmniej 1/10 łącznej wartości nominalnej obligacji danej serii lub objętych tym samym kodem. Przy obliczaniu łącznej wartości nominalnej obligacji danej serii lub objętych tym samym kodem nie bierze się pod uwagę obligacji posiadanych przez podmioty wchodzące w skład grupy kapitałowej emitenta w rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt 44 ustawy o rachunkowości oraz obligacji umorzonych. Tak obliczoną wartość nazywa się skorygowaną łączną wartością nominalną obligacji. Emitent w warunkach emisji może jednakże przyznać prawo żądania zwołania zgromadzenia obligatariuszowi lub obligatariuszom reprezentującym mniej niż 1/10 skorygowanej łącznej wartości nominalnej obligacji. Jeżeli natomiast wystąpią okoliczności przewidziane w warunkach emisji zwołania zgromadzenia obligatariuszy może żądać każdy z obligatariuszy (art. 50 ust. 2 ustawy o obligacjach). Jak stanowi art. 50 ust. 3 żądanie zwołania zgromadzenia obligatariuszy składa się emitentowi⁵⁵⁹ na piśmie lub w postaci elektronicznej wraz z uzasadnieniem. W orzecznictwie wskazuje się, że złożenie oświadczenia woli wyrażanego w postaci elektronicznej polega na tym, że oświadczenie jest

⁵⁵⁷ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 31, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁵⁵⁸ M. Kuźnicka, M. Marczyk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 335.

⁵⁵⁹ W przypadku gdy emitent jest spółką kapitałową, zgodnie z zasadą reprezentacji biernej spółki, żądanie może zostać doręczone jednemu z członków zarządu lub prokurentowi (art. 205 § 2 oraz art. 373 § 2 k.s.h.).

prawidłowo wprowadzone do urządzenia elektronicznego nadawcy i przekazane przez Internet trafia do operatora usług telekomunikacyjnych oraz od razu jest dostępne dla adresata oświadczenia, tj. posiadacza elektronicznej skrzynki pocztowej⁵⁶⁰. Natomiast w odniesieniu do obowiązku uzasadnienia zwołania zgromadzenia obligatariuszy w literaturze sformułowano pogląd, zgodnie z którym powinno ono sprowadzać się do wykazania istotności określonego stanu faktycznego z punktu widzenia interesów emitenta lub obligatariuszy⁵⁶¹. Ciekawe i godne odnotowania jest spostrzeżenie poczynione w piśmiennictwie, zgodnie z którym przyznanie obligatariuszom prawa żądania zwołania zgromadzenia obligatariuszy może okazać się dla emitenta niezwykle uciążliwe. Jak już bowiem wskazano powyżej, koszty zwołania i przeprowadzenia zgromadzenia każdorazowo ponosi emitent⁵⁶².

Ustawodawca przewidział również procedurę na wypadek niewywiązywania się przez emitenta z obowiązku zwołania zgromadzenia. W myśl art. 50 ust. 4 jeżeli w terminie 14 dni od dnia przedstawienia emitentowi żądania przez uprawnionych obligatariuszy zgromadzenie obligatariuszy nie zostanie zwołane, sąd rejestrowy właściwy dla emitenta może, po wezwaniu emitenta do złożenia wyjaśnień na okoliczność niezwołania zgromadzenia, upoważnić do zwołania zgromadzenia obligatariuszy występujących z tym żądaniem. W takiej sytuacji sąd wyznacza spośród obligatariuszy występujących z żądaniem osobę uprawnioną do otwarcia zgromadzenia obligatariuszy. W przypadku emitenta niepodlegającego obowiązkowi wpisu do rejestru upoważnienie wydaje zaś sąd rejestrowy właściwy według siedziby emitenta. W piśmiennictwie podkreśla się, że choć obowiązek taki nie wynika wprost z przepisów, emitent powinien współdziałać z obligatariuszami, którzy zostali sądowo upoważnieni do zwołania zgromadzenia przy czynnościach niezbędnych do organizacji i przeprowadzenia zgromadzenia⁵⁶³. Końcowo należy wskazać, że zgromadzenie obligatariuszy emitent może zwołać również z własnej inicjatywy (art. 50 ust. 1 pkt. 3 ustawy o obligacjach). W doktrynie wskazuje się, że regulacja ta koresponduje z powszechną praktyką, zgodnie z którą w przypadku zaistnienia takiej potrzeby dłużnik powinien posiadać instrument pozwalający mu na wyjście z inicjatywą restrukturyzacji zadłużenia⁵⁶⁴.

⁵⁶⁰ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 16 maja 2003 r., I CKN 384/01, SIP LEX nr 358821.

⁵⁶¹ A. Piskorz, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 153.

⁵⁶² T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 274.

⁵⁶³ A. Piskorz, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 157.

⁵⁶⁴ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 273.

Wprowadzeniu wskazanych powyżej regulacji przyświecało po raz kolejny należyte zabezpieczenie interesów obligatariuszy⁵⁶⁵. Ustawodawca przewidział bowiem sytuacje, w których emitent jest zobligowany do zwołania zgromadzenia obligatariuszy zarówno z urzędu, jak i na wniosek odpowiedniej liczby obligatariuszy. Co więcej prawodawca nadał obligatariuszom w określonych przypadkach kompetencję do zwołania zgromadzenia nawet wbrew woli emitenta⁵⁶⁶.

Precyzyjnie został również uregulowany sposób zwoływania zgromadzenia obligatariuszy. Zgodnie z art. 51 ust. 1 zgromadzenie obligatariuszy zwołuje się przez ogłoszenie dokonane co najmniej na 21 dni przed terminem zgromadzenia. Celem wprowadzenia powyższego terminu jest potrzeba ochrony interesów obligatariuszy. Dzięki wyznaczeniu minimalnego okresu pomiędzy poinformowaniem obligatariuszy o zwołaniu zgromadzenia a jego odbyciem się, mogą oni swobodnie zdecydować o swoim udziale w nim oraz przygotować się go niego⁵⁶⁷. Ustawodawca uregulował szczegółowo także treść ogłoszenia. Jak stanowi natomiast art. 51 ust. 2 w ogłoszeniu zamieszcza się informację o dacie, godzinie, miejscu oraz porządku obrad zgromadzenia obligatariuszy. W kontekście porządku obrad w doktrynie formułuje się postulat szczegółowego informowania obligatariuszy o zakresie zagadnień mających być przedmiotem obrad⁵⁶⁸. Ma to na celu zapewnienie obligatariuszom możliwości świadomego podjęcia decyzji dotyczącej wzięcia udziału w zgromadzeniu. Ogłoszenie powinno zawierać również informację o miejscu złożenia świadectwa depozytowego, albo zaświadczenia wystawionego przez agenta emisji. O ile warunki emisji nie wykluczają takiej możliwości, ogłoszenie powinno wskazywać także informacje o sposobie uczestniczenia w zgromadzeniu obligatariuszy i wykonywania głosu przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej. Ogłoszenie może zawierać także inne informacje niezbędne do podjęcia przez obligatariusza decyzji o uczestniczeniu w zgromadzeniu obligatariuszy. Jako przykład tego typu informacji wskazuje się dane dotyczące sytuacji finansowej emitenta, które mogłyby przemawiać za restrukturyzacją zadłużenia emitenta z tytułu wyemitowanych obligacji⁵⁶⁹. Jeżeli zgromadzenie obligatariuszy zwoływane

⁵⁶⁵ M. Kuźnicka, M. Marczyk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 340.

⁵⁶⁶ M. Kuźnicka, M. Marczyk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 340.

⁵⁶⁷ A. Piskorz, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 157.

⁵⁶⁸ M. Kuźnicka, M. Marczyk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 347.

⁵⁶⁹ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 275.

jest na podstawie upoważnienia sądu to w ogłoszeniu należy wskazać to postanowienie. Miejsce ogłoszenia zostało przez ustawodawcę wskazane w art. 51 ust. 3 ustawy. Zgodnie z jego treścią ogłoszenie emitent zobowiązany jest opublikować na swojej stronie internetowej. W przypadku zaś zwołania zgromadzenia obligatariuszy na podstawie upoważnienia sądu ogłoszenie może zostać opublikowane w dzienniku ogólnopolskim. W uzasadnieniu do projektu ustawy wskazano, że obowiązek ogłaszania o zwołaniu zgromadzenia obligatariuszy ma zapobiegać sytuacjom, w których prawo obligatariuszy mogłoby zostać ograniczone na skutek braku należytej informacji⁵⁷⁰. Podobne zadanie pełni unormowanie ustanawiające minimalny termin publikacji ogłoszenia. Tym samym, ustawodawca po raz kolejny przewidział rozwiązania mające na celu przede wszystkim ochronę interesów obligatariuszy⁵⁷¹. Ochrona ta jest o tyle szeroka, że niezachowanie wymogów ustawowych dotyczących zwoływania zgromadzeń obligatariuszy może stanowić podstawę do stwierdzenia wadliwości ich zwołania, co w konsekwencji będzie dawało podstawę do wytoczenia przeciwko emitentowi powództwa o uchylenie uchwały⁵⁷².

Ustawa przewiduje również drugi sposób zwołania zgromadzenia przeznaczony wyłącznie dla tych sytuacji, w których obligacje danej serii są obligacjami imiennymi. W tego typu przypadkach, zgodnie z art. 52 ust. 1 zgromadzenie obligatariuszy może być zwołane za pomocą przesyłki poleconej lub przesyłki kurierskiej. W związku z tym, że ustawa nie definiuje pojęcia przesyłki poleconej oraz kurierskiej należy sięgnąć w tym zakresie do ustawy z dnia 23 listopada 2012 r. – Prawo pocztowe⁵⁷³. Na uwagę zasługuje również fakt, że w sytuacji skorzystania przez emitenta z możliwości zawiadomienia obligatariuszy o zgromadzeniu za pośrednictwem przesyłek poleconych lub przesyłek kurierskich za dzień ogłoszenia uważa się dzień nadania przesyłki. Emitent powinien zachować potwierdzenia nadania przesyłek na wypadek potrzeby wykazania, że zawiadomienia zostały wysłane prawidłowo⁵⁷⁴. W odniesieniu do obligacji imiennych emitent może oczywiście zastosować także podstawową metodę zwoływania zgromadzeń⁵⁷⁵.

⁵⁷⁰ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 33, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁵⁷¹ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 345.

⁵⁷² M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 349-350.

⁵⁷³ Art. 3 pkt. 19, 22 ustawy z dnia 23 listopada 2012 r. – Prawo pocztowe, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1041.

⁵⁷⁴ A. Piskorz, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 161.

⁵⁷⁵ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 275.

Ponadto zawiadomienie o zwołaniu zgromadzenia obligatariuszy może zostać wysłane obligatariuszowi pocztą elektroniczną. Dokonanie te czynności w określony powyżej sposób jest jednakże dopuszczalne wyłącznie, jeżeli obligatariusz uprzednio wyraził na to pisemną zgodę. W przypadku udzielenia zgody po stronie obligatariusza leży obowiązek wskazania adresu, na który zawiadomienie powinno być wysłane. Treść zawiadomień przekazywanych za pomocą poczty tradycyjnej lub elektronicznej powinna zawierać analogiczne elementy do ogłoszenia publikowanego na stronie internetowej czy też w dzienniku ogólnopolskim. Przywołana powyżej regulacja stanowi niewątpliwie ułatwienie dla emitenta. Daje mu bowiem alternatywę w zakresie sposobu zwoływania zgromadzenia obligatariuszy. Dzięki temu, że emitent obligacji imiennych jest w stanie zidentyfikować wszystkich obligatariuszy, możliwe jest poinformowanie każdego z nich z osobna o planowanym zgromadzeniu. Z drugiej zaś strony, emitent korzystając z omówionego rozwiązania zwiększa prawdopodobieństwo dotarcia z informacją dotyczącą zwołania zgromadzenia obligatariuszy do szerszego grona inwestorów.

Ustawodawca ustanowił również ścisłe zasady dotyczące miejsca przeprowadzenia zgromadzenia obligatariuszy. Zgodnie z art. 53 ust. 1 zgromadzenie obligatariuszy co do zasady zawsze powinno odbywać się w siedzibie emitenta. W ustawie o obligacjach zostały jednakże przewidziane pewne odstępstwa od tej ogólnej reguły. Pierwsze z nich dotyczy zgromadzeń obligatariuszy uprawnionych z obligacji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu. W takich sytuacjach zgromadzenie może odbyć się także w miejscowości będącej siedzibą podmiotu prowadzącego rynek regulowany lub organizującego alternatywny system obrotu. Drugie wyłączenie dopuszcza możliwość przeprowadzenia zgromadzenia obligatariuszy poza siedzibą emitenta pod warunkiem, że stosowne postanowienie znalazło się w warunkach emisji. Doktryna podkreśla jednakże, że miejsce to powinno być określone w sposób precyzyjny⁵⁷⁶. Stosowne postanowienie warunków emisji powinno zatem wskazywać konkretną miejscowość, w której odbędzie się zgromadzenie⁵⁷⁷. Doprecyzowanie adresu może znaleźć się dopiero w zawiadomieniu o zwołaniu zgromadzenia. Za niewłaściwe należy natomiast uznać przyznanie upoważnienia dla określonego organu do wskazywania miejsca

⁵⁷⁶ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 358.

⁵⁷⁷ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 276.

odbycia zgromadzenia⁵⁷⁸. Nie ma jednakże przeszkód, aby warunki emisji wskazywały kilka takich miejsc. Swoboda określenia miejsca przeprowadzenia zgromadzenia nie jest jednakże nieograniczona. Zgromadzenie może odbywać się bowiem wyłącznie na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Od tej zasady również przewidziano odstępstwo. Jak stanowi art. 53 ust. 2 w przypadku obligacji o wartości nominalnej stanowiącej równowartość co najmniej 100 000 euro, zgromadzenie obligatariuszy może odbyć się na terytorium państwa członkowskiego Unii Europejskiej. Jednakże warunkiem skorzystania z tej możliwości jest to, że środki techniczne dostępne w tym państwie członkowskim umożliwiają obligatariuszom wykonywanie ich praw. Równowartość 100 000 euro wyrażoną w walucie polskiej lub innej ustala się przy zastosowaniu średniego kursu euro lub średniego kursu tej waluty ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski w dniu podjęcia decyzji emitenta o emisji, dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym. Powyższa regulacja stanowi implementację art. 18 ust. 3 dyrektywy w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym. Wszystkie wskazane powyżej warianty miejsca przeprowadzania zgromadzenia miały zdaniem ustawodawcy zabezpieczać interesy obligatariuszy i zapobiegać sytuacjom, w których skorzystanie przez nich z przysługującego im prawa zostanie utrudnione⁵⁷⁹. Jak słusznie wskazuje się w doktrynie odbycie zgromadzenia w miejscu wyznaczonym w sposób sprzeczny z omówionymi zasadami stanowi uchybienie mogące być podstawą zaskarżenia uchwał podjętych na zgromadzeniu⁵⁸⁰.

Ustawą z dnia z dnia 16 kwietnia 2020 r. o szczególnych instrumentach wsparcia w związku z rozprzestrzenianiem się wirusa SARS-CoV-2⁵⁸¹, która weszła w życie w dniu 18 kwietnia 2020 r. ustawodawca dopuścił możliwość udziału w zgromadzeniu obligatariuszy przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej. Warunki emisji mogą jednakże wyłączać taką możliwość. O udziale w zgromadzeniu obligatariuszy w ten sposób decyduje emitent zwołujący zgromadzenie. Ustawodawca uregulował również metody udziału w takim zgromadzeniu. Mogą one obejmować w szczególności dwustronną komunikację w czasie rzeczywistym wszystkich osób uczestniczących w zgromadzeniu obligatariuszy. W jej

⁵⁷⁸ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 358.

⁵⁷⁹ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 34, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁵⁸⁰ A. Piskorz, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 164.

⁵⁸¹ Ustawa z dnia z dnia 16 kwietnia 2020 r. o szczególnych instrumentach wsparcia w związku z rozprzestrzenianiem się wirusa SARS-CoV-2, Dz. U. 2020 poz. 695 ze zm.

ramach mogą one wypowiadać się w toku obrad zgromadzenia obligatariuszy, przebywając w innym miejscu niż miejsce obrad zgromadzenia obligatariuszy. Udział w zgromadzeniu z wykorzystaniem środków komunikacji elektronicznej może polegać również na wykonywaniu osobiście lub przez pełnomocnika prawa głosu przed lub w toku zgromadzenia obligatariuszy. W celu ułatwienia przeprowadzania zgromadzeń we wskazany powyżej sposób ustawodawca przewidział, że udział obligatariuszy w zgromadzeniu obligatariuszy przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej może podlegać jedynie wymogom i ograniczeniom, które są niezbędne do identyfikacji obligatariuszy i zapewnienia bezpieczeństwa komunikacji elektronicznej. Do wprowadzenia możliwości zdalnego przeprowadzenia zgromadzeń obligatariuszy należy odnieść się ze zdecydowaną aprobatą. Jest to ogromne ułatwienie dla obligatariuszy, którzy niejednokrotnie z uwagi na odległość od aktualnego miejsca pobytu do miejsca odbywania się zgromadzenia oraz inne przyczyny nie mogli w nim uczestniczyć. W aktualnym stanie prawnym uczestnictwo w zgromadzeniu obligatariuszy jest zdecydowanie prostsze i bardziej dostępne.

Co do zasady w zgromadzeniu obligatariuszy mogą uczestniczyć wszyscy obligatariusze. Wyjątek od tej zasady ustanawia art. 54, zgodnie z którym do uczestniczenia w zgromadzeniu obligatariuszy nie uprawniają obligacje posiadane przez podmioty wchodzące w skład grupy kapitałowej emitenta⁵⁸². Przyczyną wprowadzenia powyższej regulacji była potrzeba ochrony interesów obligatariuszy mniejszościowych przed możliwością nadużyć ze strony podmiotów wchodzących w skład grupy kapitałowej emitenta⁵⁸³. Jak słusznie wskazuje się w piśmiennictwie, w skrajnych przypadkach, w których obligacje pochodzące z danej emisji w całości pozostają w posiadaniu podmiotów należących do jednej grupy kapitałowej przeprowadzenie zgromadzenia obligatariuszy w ogóle nie jest możliwe⁵⁸⁴.

Na uwagę zasługuje także fakt, że obligatariusze posiadający obligacje zapisane w ewidencji są zobowiązani do dokonania dodatkowych czynności. Wskazać bowiem należy, że obligacje zapisane w ewidencji osób uprawnionych z papierów wartościowych prowadzonej przez agenta emisji⁵⁸⁵, o którym mowa w art. 7a ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, dają prawo uczestniczenia w zgromadzeniu obligatariuszy, jeżeli zostanie złożone u emitenta zaświadczenie wystawione przez agenta emisji, potwierdzające, że

⁵⁸² W rozumieniu art. 3 ust. 1 pkt. 44 ustawy o rachunkowości.

⁵⁸³ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 34, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁵⁸⁴ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 175.

⁵⁸⁵ Szerzej o roli agenta emisji obligacji T. Sójka, A. Rycerski, *Agent emisji obligacji*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 9-18.

obligacje nie będą przedmiotem obrotu do chwili utraty ważności przez to zaświadczenie albo jego zwrotu przed upływem terminu ważności. Natomiast obligacje zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych prowadzonym zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi dają prawo uczestniczenia w zgromadzeniu obligatariuszy, jeżeli zostanie złożone u emitenta stosowne świadectwo depozytowe. Jak zgodnie podkreśla się zarówno w nowszym, jak i starszym piśmiennictwie świadectwo depozytowe nie jest papierem wartościowym, nie zastępuje bazowego papieru wartościowego i nie stanowi jego surogatu⁵⁸⁶. Świadectwo depozytowe albo zaświadczenie, o których mowa była powyżej powinny zostać złożone co najmniej na 7 dni przed terminem zgromadzenia obligatariuszy i nie mogą zostać odebrane przed jego zakończeniem. Powyższa regulacja służy identyfikowaniu obligatariuszy i weryfikowaniu uprawnienia tych podmiotów do uczestniczenia w zgromadzeniu obligatariuszy⁵⁸⁷. Jak wskazano w uzasadnieniu do projektu ustawy, prawidłowe przeprowadzenie tych czynności stanowi jeden z filarów ważności uchwał podejmowanych podczas zgromadzenia obligatariuszy⁵⁸⁸.

Informacje dotyczące grona uprawnionych do uczestnictwa w zgromadzeniu obligatariuszy podmiotów są jawne. Zgodnie z art. 56 ust. 1 listę obligatariuszy uprawnionych do uczestniczenia w zgromadzeniu obligatariuszy emitent udostępnia w swojej siedzibie przez co najmniej 3 dni robocze przed rozpoczęciem tego zgromadzenia. Treść listy została ściśle uregulowana w art. 56 ust. 2 ustawy o obligacjach. Jak stanowi przywołany przepis lista ta musi zawierać przede wszystkim imię i nazwisko oraz miejsce zamieszkania albo nazwę (firmę) oraz siedzibę obligatariusza. Ponadto, wskazuje liczbę obligacji posiadanych przez obligatariusza oraz liczbę przysługujących mu głosów. Podkreślenia wymaga jednakże fakt, że lista uprawnionych obligatariuszy nie ma charakteru konstytutywnego, tzn. nie przesądza definitywnie o faktycznym uprawnieniu bądź jego braku do uczestniczenia w zgromadzeniu obligatariuszy⁵⁸⁹. Słusznie akcentuje się w piśmiennictwie, że decydujące znaczenie w tym zakresie mają przepisy prawa⁵⁹⁰. W doktrynie wskazuje się również, że podmiot uprawniony

⁵⁸⁶ M. Michalski w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2018, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 613, M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Warszawa 2003, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 194.

⁵⁸⁷ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 364.

⁵⁸⁸ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 34-35, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁵⁸⁹ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 373.

⁵⁹⁰ A. Piskorz, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 170.

ma możliwość żądania uzupełnienia listy lub jej sprostowania⁵⁹¹. Ustawodawca w art. 56 ust. 3 przyznał także obligatariuszom uprawnienie do przeglądania oraz żądania odpisu listy za zwrotem kosztów jego sporządzenia lub przesłania listy nieodpłatnie pocztą elektroniczną na wskazany przez niego adres. Na uwagę zasługuje jednakże fakt, że obligatariusz ma prawo żądać odpisu dokumentów dotyczących wyłącznie spraw objętych porządkiem obrad. Odpisy odpowiednich dokumentów powinny zostać wydane najpóźniej na 7 dni przed terminem zgromadzenia obligatariuszy (art. 56 ust. 4 ustawy o obligacjach). Potrzebę wprowadzenia powyższych regulacji uzasadnia się przysługującym obligatariuszom prawem do informacji. Może ono być pomocne podczas realizacji przez obligatariuszy różnych interesów, np. w zakresie nawiązywania kontaktów w celu ustalenia strategii wspólnego głosowania⁵⁹².

Kolejnym istotnym zagadnieniem, które znalazło odzwierciedlenie w ustawie jest sposób uczestnictwa w zgromadzeniu obligatariuszy przez uprawnione podmioty. Zgodnie z art. 57 ust. 1 obligatariusz może uczestniczyć w zgromadzeniu obligatariuszy oraz wykonywać prawo głosu osobiście lub przez pełnomocnika. Dla czynności udzielenia i odwołania stosownego pełnomocnictwa ustawodawca przewidział formę pisemną pod rygorem nieważności. W ustawie zostały jednakże zawarte regulacje ograniczające krąg podmiotów, spośród którego można dokonać wyboru pełnomocnika. Jak stanowi art. 57 ust. 2 pełnomocnikiem obligatariusza nie może być członek organów emitenta, pracownik emitenta, członek organów podmiotu sprawującego kontrolę nad emitentem ani pracownik takiego podmiotu. Ograniczenie to jest uzasadnione, ponieważ gwarantuje eliminację potencjalnego konfliktów interesów⁵⁹³. W literaturze przedmiotu zasadnie podkreśla się również, że oceny zdolności do bycia pełnomocnikiem obligatariusza podczas zgromadzenia należy dokonywać na dzień jego przeprowadzenia, nie zaś na dzień udzielenia pełnomocnictwa⁵⁹⁴. Ustawodawca dopuścił również możliwość wyznaczenia przez obligatariusza zastępstwa w innej formule niż pełnomocnictwo. W takich sytuacjach, w myśl art. 57 ust. 3 przepisy o wykonywaniu prawa głosu przez pełnomocnika stosuje się odpowiednio do wykonywania prawa głosu przez

⁵⁹¹ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 374.

⁵⁹² Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 36, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁵⁹³ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 380.

⁵⁹⁴ T. Sójka, *Uprawnienia organizacyjne obligatariuszy. Studium cywilnoprawne ze szczególnym uwzględnieniem pozasądowej restrukturyzacji zobowiązań z obligacji*, Warszawa 2018, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 214.

innego przedstawiciela. Jako przykłady takich podmiotów wskazuje się rodziców, likwidatorów, czy też kuratorów⁵⁹⁵.

Podkreślenia wymaga także to, że w zgromadzeniu obligatariuszy powinni uczestniczyć również przedstawiciele emitenta. Zgodnie z art. 58 ustawy w zgromadzeniu obligatariuszy powinien uczestniczyć członek organu zarządzającego emitenta. Przyczyną wprowadzenia powyższego unormowania do ustawy była wola zapewnienia mechanizmu, za pomocą którego zarząd emitenta mógłby automatycznie pozyskiwać wiedzę na temat uchwał podejmowanych przez zgromadzenie obligatariuszy⁵⁹⁶. Udział przedstawiciela emitenta w zgromadzeniu daje również możliwość zasięgnięcia przez obligatariuszy wiadomości na temat bieżącej działalności emitenta i skonsultowanie z nim treści uchwał⁵⁹⁷. Poza tym, udział przedstawiciela emitenta można sklasyfikować jako bierny, ponieważ jego zasadnicze uprawnienie zostało przez ustawodawcę ograniczone do prawa przebywania na zgromadzeniu obligatariuszy⁵⁹⁸.

W ustawie uregulowano również przebieg zgromadzenia obligatariuszy. Zgodnie z art. 59 ust. 1 zgromadzenie obligatariuszy otwiera członek organu zarządzającego emitenta lub wyznaczony przez niego przedstawiciel. W przypadku, w którym zwołanie zgromadzenia następuje na podstawie upoważnienia sądu, otwiera je obligatariusz wyznaczony przez sąd. Po otwarciu zgromadzenia obligatariuszy spośród uczestników tego zgromadzenia wybiera się przewodniczącego zgromadzenia, który prowadzi obrady (art. 59 ust. 2 ustawy o obligacjach). Celem takiego rozwiązania jest ochrona interesów obligatariuszy. Jak wskazano bowiem z uzasadnieniem do projektu ustawy w naturę zgromadzenia obligatariuszy wpisany jest konflikt między emitentem i obligatariuszami⁵⁹⁹. Jego przedmiotem są przecież wzajemne prawa i obowiązki stron. W związku z tym, powierzenie prowadzenia zgromadzenia obligatariuszy emitentowi mogłoby godzić w interesy obligatariuszy. Istotne jest także to, że zgodnie z przepisami ustawy przewodniczący zgromadzenia, bez zgody zgromadzenia nie ma prawa zmieniać kolejności spraw objętych porządkiem obrad.

Jak stanowi art. 60 ust. 1 niezwłocznie po wyborze przewodniczącego sporządza się listę obecności. Musi ona zawierać informacje dotyczące imion i nazwisk oraz miejsca

⁵⁹⁵ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 184.

⁵⁹⁶ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 36-37, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁵⁹⁷ T. Sójka, *Uprawnienia organizacyjne obligatariuszy. Studium cywilnoprawne ze szczególnym uwzględnieniem pozasądowej restrukturyzacji zobowiązań z obligacji*, Warszawa 2018, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 215.

⁵⁹⁸ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 185.

⁵⁹⁹ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 37, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

zamieszkania albo nazwy (firmy) oraz siedziby obligatariusza. Ponadto powinna wskazywać liczbę obligacji posiadanych przez obligatariusza oraz liczbę przysługujących mu głosów. W przypadku udzielenia pełnomocnictwa na liście obecności wskazuje się imię i nazwisko oraz miejsce zamieszkania albo nazwę (firmę) oraz siedzibę zarówno pełnomocnika, jak i obligatariusza. Na przewodniczącym zgromadzenia obligatariuszy zawsze ciąży obowiązek podpisania listy obecności. W doktrynie słusznie podkreśla się, że w przeciwieństwie do sporządzonej w trybie art. 56 ustawy o obligacjach listy uprawnionych, lista obecności stwierdza stan faktyczny, tzn. kto jest obecny na zgromadzeniu, a nie stan prawny – kto ma prawo w nim uczestniczyć⁶⁰⁰. Powyższy pogląd został wyrażony na gruncie rozważań na temat przebiegu walnego zgromadzenia spółki akcyjnej, ale z powodzeniem znajduje zastosowanie również w odniesieniu do zgromadzenia obligatariuszy.

Informacje wskazane na liście obecności są jawne. Zgodnie bowiem z art. 60 ust. 2 lista obecności zostaje wyłożona do wglądu podczas obrad zgromadzenia obligatariuszy. Co więcej, jak stanowi art. 60 ust. 3 na wniosek obligatariusza lub obligatariuszy posiadających przynajmniej 1/10 nominalnej wartości obligacji reprezentowanych na zgromadzeniu lista obecności podlega sprawdzeniu przez wybraną w tym celu komisję, złożoną co najmniej z trzech osób. Co istotne, wnioskodawcy mają prawo wyboru co najmniej jednego członka komisji. W wyniku sprawdzenia przeprowadzonego przez komisję lista obecności może zostać uzupełniona lub sprostowana w trakcie obrad zgromadzenia. Celem wprowadzenia powyższych regulacji jest zagwarantowanie przejrzystości obrad zgromadzenia obligatariuszy oraz możliwości zweryfikowania ważności uchwał. Należy przy tym pamiętać, że ważność podjętych uchwał zależy nie tylko od uzyskania wymaganej większości głosów, ale również od istnienia kworum⁶⁰¹.

Na uwagę zasługuje również fakt, iż zgromadzenie obligatariuszy może obradować z przerwami. Zarządzenie przerwy wymaga zgody wszystkich obligatariuszy obecnych na zgromadzeniu. Łączna długość przerw nie może zaś przekroczyć 30 dni (art. 61 ustawy o obligacjach). O wprowadzeniu powyższych regulacji zadecydowały względy praktyczne. Dzięki zarządzeniu przerwy możliwe jest wyjaśnienie problemów, które pojawiają się w trakcie obrad zgromadzenia obligatariuszy, przy jednoczesnym zachowaniu ich ciągłości⁶⁰². W kontekście ciągłości obrad wskazać jednakże należy, że zarządzanie przerwą może rodzić

⁶⁰⁰ G. Domański, M. Goszczyk, *Wybrane zagadnienia prawne organizacji walnego zgromadzenia spółki akcyjnej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2002, nr 1, s. 11.

⁶⁰¹ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 38, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁶⁰² Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 38, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

wiele wątpliwości natury praktycznej. Przykładowo można wskazać zagadnienia związane z tożsamością kworum wyrażoną podmiotowym uczestnictwem tych samych czy innych obligatariuszy, tożsamością przewodniczącego, ważnością, wygaśnięciem czy też cofnięciem udzielonych pełnomocnictw⁶⁰³. Problemy te należy każdorazowo rozpatrywać z uwzględnieniem indywidualnych okoliczności wznowienia obrad zgromadzenia.

Dla ważności przeprowadzenia zgromadzenia obligatariuszy kluczowe znaczenie ma liczba reprezentowanego kapitału pochodzącego z emisji danej serii obligacji. W myśl art. 62 ust. 1 zd. 1 zgromadzenie obligatariuszy jest ważne, jeżeli jest reprezentowana na nim co najmniej połowa skorygowanej łącznej wartości nominalnej obligacji. Ustawowe kworum może podlegać modyfikacjom. Emitent został bowiem uprawniony do ustalenia surowszych wymagań dotyczących kworum zgromadzenia obligatariuszy. Stosowna informacja w tym zakresie musi jednakże znaleźć odzwierciedlenie w warunkach emisji (art. 62 ust. 1 zd. 2 ustawy o obligacjach). Słusznie podkreśla się więc w piśmiennictwie, że przepis ten ma charakter semiimperatywny⁶⁰⁴. Warunki emisji mogą określać kworum na wyższym poziomie, ale nigdy poniżej poziomu przewidzianego w ustawie. Zgodzić należy się również z poglądami doktryny, zgodnie z którymi swoboda podwyższenia wymaganego na zgromadzeniu obligatariuszy kworum doznaje ograniczeń. Niedopuszczalne jest bowiem wprowadzenie obowiązku obecności wszystkich obligatariuszy. Takie ukształtowanie postanowień warunków emisji mogłoby służyć uniemożliwieniu odbycia zgromadzenia⁶⁰⁵. Wskazuje się także, że wyposażałoby każdego z obligatariuszy w swoiste prawo weta wobec jakichkolwiek decyzji zgromadzenia⁶⁰⁶.

Ponadto jak stanowi art. 62 ust. 2 na organie zarządzającym emitenta ciąży obowiązek złożenia na zgromadzeniu obligatariuszy oświadczenia o skorygowanej łącznej wartości nominalnej obligacji. Jak już powyżej wskazano informacja ta jest niezbędna do stwierdzenia ważności zgromadzenia. Jeżeli kworum nie zostanie osiągnięte, zgromadzenie nie jest zdolne do podejmowania ważnych uchwał. W piśmiennictwie wskazuje się, że w przypadku podejrzenia o nierzetelności oświadczenia złożonego przez emitenta przewodniczący zgromadzenia może samodzielnie ustalić prawidłową wartość reprezentowanych na nim

⁶⁰³ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 393.

⁶⁰⁴ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 394.

⁶⁰⁵ R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 191.

⁶⁰⁶ T. Sójka, *Uprawnienia organizacyjne obligatariuszy. Studium cywilnoprawne ze szczególnym uwzględnieniem pozasądowej restrukturyzacji zobowiązań z obligacji*, Warszawa 2018, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 218.

obligacji⁶⁰⁷. Zgodzić należy się także ze stanowiskiem prezentowanym w literaturze, zgodnie z którym w przypadku zarządzenia dłuższej przerwy w obradach i stwierdzenia zmian w składzie osobowym uczestników zgromadzenia po wznowieniu obrad, emitent powinien przekazać zaktualizowane oświadczenie o skorygowanej łącznej wartości nominalnej obligacji⁶⁰⁸.

Jeśli zaś chodzi o siłę głosu poszczególnych obligatariuszy, to zgodnie z art. 64 ustawy każda obligacja daje prawo do jednego głosu na zgromadzeniu obligatariuszy. Prawo głosu to jedno z podstawowych praw każdego obligatariusza. Z aprobatą należy odnieść się do poglądu, w myśl którego warunki emisji nie mogą pozbawić prawa głosu poszczególnych obligatariuszy lub obligatariuszy posiadających obligacje określonych emisji⁶⁰⁹. Warto również zwrócić uwagę na fakt, że ustanowiona w art. 64 zasada jedna obligacja – jeden głos nie doznaje żadnych odstępstw, ani nie może ulec żadnym modyfikacjom umownym⁶¹⁰.

Podstawowym uprawnieniem zgromadzenia obligatariuszy jest naturalnie podejmowanie uchwał. Jednakże w myśl art. 63 zgromadzenie obligatariuszy podejmuje uchwały tylko w sprawach objętych porządkiem obrad. Celem powyższej regulacji jest zapewnienie obligatariuszom pełnej wiedzy odnośnie planowanych uchwał. Zgromadzenie obligatariuszy jest więc ograniczone w tym zakresie ogłoszeniem o zwołaniu zgromadzenia⁶¹¹.

Kolejnym istotnym dla przeprowadzenia zgromadzenia obligatariuszy zagadnieniem jest sposób podejmowania uchwał. Jak stanowi art. 65 ust. 3 uchwały zgromadzenia obligatariuszy co do zasady zapadają bezwzględną większością głosów. Przez bezwzględną większość głosów należy rozumieć wielkość stanowiącą więcej niż połowę oddanych głosów⁶¹². Dla pewnych kategorii spraw ustawodawca przewidział jednakże podwyższone wymogi. Zgodnie z art. 65 ust. 1 uchwały zgromadzenia obligatariuszy w sprawie zmiany postanowień kwalifikowanych warunków emisji zapadają większością 3/4 głosów. Natomiast w przypadku obligacji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzonych

⁶⁰⁷ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 281.

⁶⁰⁸ A. Piskorz, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 179.

⁶⁰⁹ T. Sójka, *Uprawnienia organizacyjne obligatariuszy. Studium cywilnoprawne ze szczególnym uwzględnieniem pozasądowej restrukturyzacji zobowiązań z obligacji*, Warszawa 2018, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 222.

⁶¹⁰ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 394.

⁶¹¹ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 39, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁶¹² A. Piskorz, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 182.

do alternatywnego systemu obrotu uchwały w sprawie zmiany postanowień kwalifikowanych warunków emisji wymagają zgody wszystkich obligatariuszy obecnych na zgromadzeniu. Zdaniem ustawodawcy powyższa regulacja ma za zadanie zapobiegać nadużywaniu pozycji uprzywilejowanej przez akcjonariuszy większościowych⁶¹³. Kolejną kategorią spraw wymagających bardziej restrykcyjnej większości są uchwały zgromadzenia obligatariuszy w sprawie obniżenia wartości nominalnej obligacji. W tego typu przypadkach podjęcie uchwały wymaga zgody wszystkich obligatariuszy obecnych na zgromadzeniu (art. 65 ust. 2 ustawy o obligacjach). Jeśli zaś chodzi o pozostałe kategorie spraw, to na gruncie art. 65 ust. 4 ustawy emitent został uprawniony do ustanowienia w warunkach emisji surowszych zasad podejmowania uchwał przez zgromadzenie obligatariuszy. W szczególności może on wskazać sprawy, w których podjęcie uchwały przez zgromadzenie obligatariuszy będzie wymagało zgody wszystkich obligatariuszy obecnych na zgromadzeniu.

Podkreślenia wymaga również fakt, iż zgromadzenie obligatariuszy może podjąć uchwałę pomimo braku formalnego zwołania. Zgodnie z art. 66 możliwość taka istnieje, jeżeli na zgromadzeniu jest reprezentowana skorygowana łączna wartość nominalna obligacji. Warunkiem podjęcia stosownej uchwały jest również to, aby nikt z obecnych nie zgłosił sprzeciwu dotyczącego odbycia zgromadzenia lub wniesienia poszczególnych spraw do porządku obrad. Wprowadzenie przez ustawodawcę uproszczonego trybu przeprowadzania zgromadzeń obligatariuszy należy ocenić pozytywnie. Zgodnie z założeniami ustawodawcy pozwala on na ominięcie sformalizowanej procedury ich zwoływania⁶¹⁴.

Dodatkowe wymogi ustawodawca przewidział ponadto dla uchwał w przedmiocie zmiany warunków emisji. Jak stanowi art. 67 ust. 1 zmiana warunków emisji w sposób określony w uchwale zgromadzenia obligatariuszy dochodzi do skutku, jeżeli zgodę na zmianę wyrazi emitent. Jak słusznie podkreśla się w doktrynie, wynika to z charakteru relacji łączących emitenta z obligatariuszami. Skoro stosunek zobowiązaniowy wynikający z objęcia obligacji powstaje w wyniku umowy stron, to zmiana warunków emisji wymaga zaakceptowania jej przez obie strony⁶¹⁵. Oświadczenie o zgodzie lub braku zgody na zmianę warunków emisji emitent jest obowiązany umieścić na swojej stronie internetowej w terminie 7 dni od dnia zakończenia zgromadzenia obligatariuszy. W piśmiennictwie wskazuje się, że po upływie wskazanego w ustawie terminu emitent nie ma możliwości zmiany zdania i

⁶¹³ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 39, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁶¹⁴ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 44, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁶¹⁵ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 410.

wyrażenia zgody na zmianę warunków emisji na podstawie tej samej uchwały⁶¹⁶. W takim przypadku niezbędne byłoby podjęcie przez zgromadzenie obligatariuszy kolejnej uchwały o tożsamej treści, do której emitent mógłby się ponownie odnieść. Całkowity brak publikacji oświadczenia oznacza brak zgody emitenta na zmianę warunków emisji (art. 67 ust. 2 ustawy o obligacjach). Tym samym, ustawodawca ustanowił domniemanie braku zgody emitenta na zmianę warunków emisji⁶¹⁷.

Jak już wskazano powyżej, zmiana warunków emisji wymaga uchwały zgromadzenia obligatariuszy oraz zgody emitenta. Nie jest to jednakże jedyna ścieżka zmiany warunków emisji. Zgodnie z art. 7 ust. 1 ustawy mogą one zostać zmienione również w następstwie jednobrzmiących porozumień zawartych przez emitenta z każdym z obligatariuszy. Rozwiązanie to może zostać z powodzeniem zastosowane w przypadku, gdy posiadaczami obligacji danej emisji są wyłącznie podmioty wchodzące w skład grupy kapitałowej emitenta, a tym samym niemożliwa jest zmiana warunków emisji w drodze uchwały podjętej na zgromadzeniu wspólników⁶¹⁸. W myśl natomiast art. 7 ust. 2 emitent może jednostronnie zmienić warunki emisji w zakresie podmiotu pełniącego obowiązki administratora zastawu lub administratora hipoteki. Uprawnienia emitenta dotyczące samodzielnej zmiany warunków emisji rozciągają się także na działania mające na celu ustanowienie przez emitenta dodatkowego zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji. Jak wskazano w uzasadnieniu do ustawy wyjątkiem, na mocy którego emitent może jednostronnie dokonywać zmian warunków emisji zostały objęte postanowienia o charakterze technicznym, które nie wpływają na prawa i obowiązki emitenta i obligatariuszy⁶¹⁹. Uwagę należy zwrócić na fakt, że warunki emisji mogą kształtować zakres uprawnienia emitenta do ich jednostronnej zmiany w sposób odmienny, niż przewidywała to ustawa.

Przebieg zgromadzenia obligatariuszy musi znaleźć odzwierciedlenie w sporządzanym protokole. Zgodnie z art. 68 ust. 1 powinien on zawierać w szczególności stwierdzenie prawidłowości zwołania zgromadzenia obligatariuszy oraz stwierdzenie zdolności zgromadzenia obligatariuszy do podejmowania uchwał. W protokole zamieszcza się również

⁶¹⁶ T. Sójka, *Upewnienia organizacyjne obligatariuszy. Studium cywilnoprawne ze szczególnym uwzględnieniem pozasądowej restrukturyzacji zobowiązań z obligacji*, Warszawa 2018, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 227.

⁶¹⁷ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 411.

⁶¹⁸ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 44-45, R. Woźniak (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 40.

⁶¹⁹ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 7, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

katalog rozpatrywanych przez zgromadzenie obligatariuszy uchwał wraz z przytoczeniem ich treści. Przy każdej z uchwał należy podać: łączną liczbę głosów ważnych, procentowy udział wartości obligacji, z których oddano ważne głosy, w skorygowanej łącznej wartości nominalnej obligacji, a także liczbę głosów „za”, „przeciw” i „wstrzymujących się” oraz sformułowanie decyzji zgromadzenia. Protokół powinien zawierać informację o zgłoszonych sprzeciwach. Słusznie podkreśla się w piśmiennictwie, że wymagania ustawy o obligacjach dotyczące zawartości protokołu są większe, niż te przewidziane dla przebiegu zgromadzeń spółek kapitałowych⁶²⁰. Jako elementy dodatkowe można wskazać choćby obowiązek przytoczenia pełnej treści podejmowanych uchwał oraz wymóg sformułowania decyzji zgromadzenia.

W myśl art. 68 ust. 2 protokół podpisują przewodniczący zgromadzenia obligatariuszy i osoba sporządzająca protokół. Do protokołu dołącza się ponadto listę obecności zawierającą podpisy uczestników zgromadzenia. Ogół przytoczonych powyżej regulacji pozwala na sformułowanie tezy, zgodnie z którą protokół co do zasady powinien być sporządzony w formie pisemnej⁶²¹. Uwagę należy zwrócić jednakże na fakt, iż w określonych w ustawie przypadkach ustawodawca przewidział sporządzenie protokołu w formie aktu notarialnego. Jak stanowi art. 68 ust. 3 protokół, w którym będą zamieszczone uchwały zgromadzenia obligatariuszy w sprawie zmiany postanowień kwalifikowanych warunków emisji, sporządza notariusz.

Zgodnie natomiast z art. 68 ust. 4 protokół z przebiegu obrad zgromadzenia obligatariuszy emitent publikuje na swojej stronie internetowej. Musi to nastąpić w ciągu 7 dni od dnia zakończenia zgromadzenia. Ponadto, protokół musi być udostępniony co najmniej do dnia upływu terminu na zaskarżenie uchwał. Jak stanowi art. 69 ust. 1 oryginały protokołów lub ich wypisy emitent musi gromadzić w prowadzonej przez siebie księdze protokołów. Do księgi protokołów dołącza się dowody prawidłowego zwołania zgromadzenia obligatariuszy oraz pełnomocnictwa udzielone przez obligatariuszy. W myśl natomiast art. 69 ust. 2 księga protokołów jest jawna dla obligatariuszy oraz może zostać udostępniona sądowi. Zgodnie zaś z art. 69 ust. 3 obligatariusz ma prawo żądać wydania odpisów uchwał poświadczonych przez organ zarządzający emitenta. Odbywa się to jednakże za zwrotem kosztów ich sporządzenia. Niestety sposób sformułowania przepisu wymusza na emitencie

⁶²⁰ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 415.

⁶²¹ A. Piskorz, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 186.

odpłatne wydawanie odpisów⁶²². Nie ulega jednak wątpliwości, że to od emitenta zależy, jaką stawkę kosztów sporządzenia odpisów przyjmie. Wydaje się zatem, że wydawanie przez emitenta odpisów za symboliczną opłatą nie byłoby naruszeniem przepisów. Z drugiej jednak strony, z uwagi na wielokrotnie podkreślaną przez ustawodawcę potrzebę ochrony interesów obligatariuszy za niedopuszczalne należy uznać wydawanie odpisów przez emitenta po niezasadnych i wygórowanych kosztach. Jak słusznie wskazuje się piśmiennictwie, zakres komentowanego przepisu należy rozumieć szerzej, niż wynikałoby to z jego literalnego brzmienia. Należy bowiem przyjąć, że obligatariuszowi przysługuje również prawo żądania wydania odpisu całości lub części protokołu, a nie tylko konkretnej uchwały lub uchwał⁶²³.

W ustawie zostały zamieszczone również regulacje przewidujące podważenie podjętych na zgromadzeniu uchwał. W piśmiennictwie wskazuje się, że ustawodawca wprowadził do ustawy o obligacjach autonomiczny i kompletny reżim zaskarżania uchwał zgromadzeń obligatariuszy⁶²⁴. Z aprobatą należy też odnieść się do stanowiska wyrażanego w doktrynie, zgodnie z którym celem tego rodzaju regulacji jest umożliwienie usuwania z obrotu uchwał wadliwych, co sprzyjać ma bezpieczeństwu obrotu⁶²⁵. Pierwszym z nich jest powództwo o uchylenie uchwały. W uzasadnieniu do ustawy wskazano, że powództwo o uchylenie uchwały stanowi zabezpieczenie interesów obligatariuszy mniejszościowych przed ewentualnymi nadużyciami ze strony zgromadzenia obligatariuszy⁶²⁶. Zgodnie bowiem z art. 70 ust. 1 uchwała zgromadzenia obligatariuszy, która rażąco narusza interesy obligatariuszy lub jest sprzeczna z dobrymi obyczajami, może być zaskarżona w drodze wytoczonego przeciwko emitentowi powództwa o uchylenie uchwały. W odniesieniu do pierwszej przesłanki wskazać należy, że jakiegokolwiek naruszenie interesów obligatariuszy poprzez podjęcie określonej uchwały nie będzie wystarczające do skorzystania ze środka ochrony w postaci jej zaskarżenia. Przepis wyraźnie wskazuje bowiem, że naruszenie musi być rażące, tzn. istotne, w szerokim rozmiarze. Natomiast w odniesieniu do przesłanki sprzeczności z dobrymi obyczajami w literaturze przedmiotu podnosi się, że zastosowanie omawianej klauzuli generalnej wymaga odniesienia się do różnego rodzaju norm pozaprawnych, które

⁶²² M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 420.

⁶²³ A. Piskorz, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 189.

⁶²⁴ A. Stokłosa, *Zasady zaskarżania uchwał zgromadzeń obligatariuszy – zagadnienia wybrane*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 86.

⁶²⁵ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 421.

⁶²⁶ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 43, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

dotyczą zarówno ogólnych standardów uczciwości, racjonalności sposobu sprawowanego u emitenta zarządu, jak i zasad rynkowych regulujących obieg instrumentów dłużnych⁶²⁷. Podkreślenia wymaga również fakt, że wykazanie sprzeczności z dobrymi obyczajami nie powinno ograniczać się do ogólnikowego twierdzenia o sprzeczności, ale konkretyzować, jakie obyczaje i w jaki sposób zostały w konkretnym stanie faktycznym naruszone⁶²⁸.

W art. 70 ust. 2 ustawodawca wskazał natomiast krąg podmiotów legitymowanych do wytoczenia powództwa o uchylenie uchwały. Zgodnie z jego treścią stosowne uprawnienie przysługuje przede wszystkim obligatariuszom, którzy głosowali przeciwko uchwale i po jej podjęciu żądali zaprotokołowania sprzeciwu. Przychylić należy się do stanowiska wyrażanego w piśmiennictwie, w myśl którego wystarczające będzie wykazanie przez skarżącego sformułowania żądania zaprotokołowania sprzeciwu⁶²⁹. Jeżeli bowiem sprzeciw nie został zaprotokołowany w protokole zgromadzenia obligatariuszy nie z winy obligatarisza, nie powinno to pozbawiać go prawa do zaskarżenia uchwały. Jak wskazuje orzecznictwo odnoszące się do zaskarżania uchwał zgromadzeń spółek kapitałowych, w wypadku pominięcia w protokole wzmianki o sprzeciwie, zainteresowany może przeprowadzić przed sądem dowód, że żądał jego zaprotokołowania⁶³⁰. Ponadto z prawa do wytoczenia powództwa mogą skorzystać również obligatariusze, którzy bezzasadnie nie zostali dopuszczeni do uczestniczenia w zgromadzeniu obligatariuszy. Jako przykłady bezzasadnego niedopuszczenia do uczestniczenia w zgromadzeniu obligatariuszy w piśmiennictwie wskazuje się, np. bezzasadną odmowę prawa do uczestniczenia w zgromadzeniu, niewpuszczenie na salę obrad, usunięcie z niej osoby uprawnionej do udziału w zgromadzeniu czy też bezzasadne niedopuszczenie uprawnionego do głosu lub głosowania⁶³¹. Ostatnią grupą uprawnionych do żądania uchylenia uchwały są ci obligatariusze, którzy nie byli obecni na zgromadzeniu obligatariuszy. Ze swojego uprawnienia mogą oni skorzystać jednakże wyłącznie, gdy obok nieobecności wystąpi kumulatywnie jedna z dwóch dodatkowych przesłanek, tzn. wadliwie zostało zwołane zgromadzenie obligatariuszy lub podjęto na zgromadzeniu uchwałę w sprawie nieobjętej

⁶²⁷ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 427.

⁶²⁸ A. Piskorz, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 189.

⁶²⁹ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 428. Odmiennie R. Woźniak (red.) w: *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 204, który twierdzi, że obowiązkiem skarżącego będzie wykazanie, że sprzeciw został zaprotokołowany.

⁶³⁰ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 27 kwietnia 2006 r., I CSK 12/06, „Głosa” 2008, nr 2, s. 14.

⁶³¹ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 428.

porządkiem obrad. Tym samym, jeżeli, np. pomimo wadliwego zwołania zgromadzenia obligatariusz weźmie w nim udział, to nie zyska prawa do zaskarżenia podjętych na nim uchwał na bazie omawianej podstawy prawnej⁶³².

Z kwestii proceduralnych należy zwrócić uwagę na fakt, że zgodnie z art. 70 ust. 3 powództwo o uchylenie uchwały zgromadzenia obligatariuszy należy wnieść w terminie miesiąca od dnia otrzymania wiadomości o uchwale. Nie może to nastąpić jednakże później niż w terminie 6 miesięcy od dnia podjęcia uchwały. Odmienną regulację ustawodawca przewidział dla obligacji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu. W tego typu przypadkach, w myśl art. 70 ust. 4, termin do wniesienia powództwa o uchylenie uchwały zgromadzenia obligatariuszy również wynosi miesiąc od dnia otrzymania wiadomości o uchwale, ale wniesienie powództwa nie może nastąpić później niż 3 miesiące od dnia podjęcia uchwały. Wskazane powyżej terminy mają charakter zawity, co oznacza, że po ich upływie uprawnienie do wytoczenia powództwa wygasa⁶³³. Uwagę należy zwrócić również na fakt, że wytoczenie powództwa o uchylenie uchwały nie wstrzymuje jej wykonania (art. 70 ust. 5 ustawy o obligacjach). Jednakże jak wskazano w uzasadnieniu do ustawy, wytoczenie powództwa skutkuje tym, że wszystkie czynności podejmowane w związku z uchwałą będą obciążone potencjalnym ryzykiem wadliwej podstawy prawnej⁶³⁴.

Drugim sposobem podważenia podjętej na zgromadzeniu obligatariuszy uchwały jest żądanie stwierdzenia jej nieważności. Zgodnie z art. 71 ust. 1 określonym w ustawie podmiotom przysługuje prawo do wytoczenia przeciwko emitentowi powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały zgromadzenia obligatariusz. Przesłanką wytoczenia powództwa jest sprzeczność kwestionowanej uchwały z ustawą. W uzasadnieniu do ustawy wskazano, że uchwała sprzeczna z obowiązującymi przepisami prawa od początku jest nieważna, a celem powództwa jest jedynie urzędowe poświadczenie tego faktu. Tym samym, rozstrzygnięcie sądu w tym zakresie ma charakter deklaratoryjny⁶³⁵. Podkreślenia wymaga również fakt, że wytoczenie powództwa musi wiązać się ze wskazaniem w pozwie

⁶³² A. Piskorz, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 191.

⁶³³ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 430.

⁶³⁴ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 44, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁶³⁵ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 43, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

konkretnego przepisu prawa, z którym uchwała jest sprzeczna⁶³⁶. Ogólne stwierdzenie, że uchwała jest sprzeczna z prawem nie będzie wystarczające.

Krąg podmiotów uprawnionych do wniesienia tego powództwa jest analogiczny do przypadku żądania uchylenia uchwały. Jak stanowi art. 71 ust. 2 powództwo o stwierdzenie nieważności uchwały zgromadzenia obligatariuszy należy wnieść w terminie 3 miesięcy od dnia otrzymania wiadomości o uchwale, nie później jednak niż w terminie 12 miesięcy od dnia podjęcia uchwały. Przez termin „otrzymanie wiadomości” o uchwale należy rozumieć nie samą informację o podjęciu uchwały, ale uzyskanie wiedzy co do jej treści⁶³⁷. Również w przypadku żądania stwierdzenia nieważności uchwały wytoczenie powództwa nie wstrzymuje jej wykonania. Odmiennie terminy na wniesienie powództwa zostały przewidziane dla obligacji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu. Zgodnie z art. 71 ust. 3 termin do wniesienia powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały zgromadzenia obligatariuszy wynosi w takich przypadkach miesiąc od dnia otrzymania wiadomości o uchwale. Ponadto nie może ono zostać wniesione później niż 6 miesięcy od dnia podjęcia uchwały. Podkreślenia wymaga fakt, że w myśl art. 71 ust. 4 upływ terminów na wniesienie powództwa o stwierdzenie nieważności uchwały nie wyłącza możliwości podniesienia stosownego zarzutu w przyszłości. Może to mieć miejsce w toczących się w przyszłości postępowaniach sądowych, które swoim przedmiotem będą nawiązywały do podjętej sprzecznie z przepisami prawa uchwały zgromadzenia obligatariuszy. Trzeba jednakże pamiętać o tym, że rozstrzygnięcie sądu podjęte w wyniku podniesionego zarzutu, w którym stwierdzono nieważność uchwały, odnosi skutek wyłącznie w konkretnym postępowaniu. Uchwała nadal będzie pozostawała w mocy i wywoływała wszelkie skutki prawne poza nim⁶³⁸. Wskazać również należy, że prawo podniesienia zarzutu będzie przysługiwać nie tylko podmiotom legitymowanym do zaskarżenia uchwały, ale również osobom trzecim⁶³⁹.

Uchylenie lub stwierdzenie nieważności uchwały podjętej na zgromadzeniu obligatariuszy rodzi po stronie emitenta dodatkowe obowiązki. Zgodnie bowiem z art. 72 ustawy informację o uchyleniu uchwały zgromadzenia obligatariuszy lub stwierdzeniu jej

⁶³⁶ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 9 lutego 2006 r., V CSK 128/05, „Transformacje Prawa Prywatnego” 2006, nr 2, s. 133-137.

⁶³⁷ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 435.

⁶³⁸ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 436.

⁶³⁹ A. Piskorz, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 195.

nieważności emitent niezwłocznie publikuje na swojej stronie internetowej. Zgodnie z orzecznictwem termin „niezwłocznie” należy rozumieć jako termin realny, uwzględniający okoliczności miejsca i czasu realizacji⁶⁴⁰. Tym samym, publikacja wyroku nie musi nastąpić natychmiast po jego wydaniu. Informacja poza wskazaniem samej uchylonej lub nieważnej uchwały powinna zawierać wymienienie sądu, który wydał rozstrzygnięcie, datę jego wydania i uprawomocnienia się oraz sygnaturę akt sprawy⁶⁴¹.

Podsumowując trzeba zgodzić się ze stanowiskiem prezentowanym w literaturze, zgodnie z którym omówiona powyżej regulacja dotycząca zaskarżania uchwał zgromadzeń obligatariuszy jest wystarczająco precyzyjna i jako taka nie wymaga posiłkowania się analogiczną pod względem funkcji regulacją zaskarżania uchwał zgromadzeń udziałowców spółek kapitałowych⁶⁴².

Ostatnim zagadnieniem związanym bezpośrednio z tematyką zgromadzenia obligatariuszy jest wykonywanie praw przysługujących uczestnikom zgromadzenia przez inne niż obligatariusze podmioty. Jak stanowi art. 73 ust. 1 uprawnienia takie przysługują zastawnikowi oraz użytkownikowi. Ustawodawca podkreślił, że chodzi w szczególności o prawo głosu z obligacji, na której ustanowiono zastaw lub użytkowanie. Warunkiem skorzystania ze stosownych uprawnień jest to, że czynność prawna ustanawiająca ograniczone prawo rzeczowe je przewiduje. Podkreślenia wymaga fakt, że użycie przez ustawodawcę sformułowania „w szczególności” wskazuje na to, że zastawnik i użytkownik mogą korzystać także z innych uprawnień obligatariusza przewidzianych w rozdziale ustawy dotyczącym zgromadzeń wspólników⁶⁴³. Jako przykłady takich uprawnień można wskazać choćby prawo żądania zwołania i prawo zwołania zgromadzenia obligatariuszy, prawo uczestniczenia w zgromadzeniu oraz prawo wytoczenia powództwa o uchylenie uchwały i stwierdzenie jej nieważności⁶⁴⁴. Nie można jednakże zapominać o tym, że zgodnie z art. 73 ust. 2 warunki emisji mogą przewidywać zakaz przyznawania uprawnień, o których mowa powyżej. W tego typu sytuacjach jedyną grupą podmiotów uprawnionych do uczestnictwa w zgromadzeniu będą obligatariusze. Możliwość uczestniczenia w zgromadzeniu obligatariuszy przez zastawnika lub użytkownika obligacji będzie miała miejsce jedynie wtedy, gdy będą oni

⁶⁴⁰ Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 13 grudnia 2006 r., II CSK 293/06, SIP LEX nr 453147.

⁶⁴¹ A. Piskorz, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 195.

⁶⁴² A. Stokłosa, *Zasady zaskarżania uchwał zgromadzeń obligatariuszy – zagadnienia wybrane*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 86.

⁶⁴³ A. Piskorz, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 196, M. Kuźnicka, M. Marczuk w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 439.

⁶⁴⁴ M. Kuźnicka, M. Marczuk, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 440.

pełnili funkcję pełnomocnika obligatariusza w zakresie udziału i wykonywania prawa głosu na zgromadzeniu⁶⁴⁵.

6. Zbywanie i nabywanie obligacji.

Ustawa kilkakrotnie odnosi się do zagadnienia zbywania i nabywania obligacji. Kwestie te zostały w zakresie pierwotnego nabycia obligacji omówione w podrozdziale 2 Emisja obligacji. Ustawodawca przewidział również pewne rozwiązania szczegółowe, w tym odnoszące się do zbycia i wtórnego nabycia obligacji, umiejscowione w innych częściach ustawy. Ich analiza musi jednakże zostać poprzedzona ogólnym wstępem dotyczącym przenoszenia praw z obligacji. W odniesieniu do obligacji w formie dokumentowej, które jak już wskazano powyżej od dnia 1 lipca 2019 r. nie mogą być emitowane, ale nadal mogą funkcjonować w obrocie gospodarczym, należy wskazać, że w przypadku obligacji imiennych do przeniesienia praw niezbędne jest zawarcie umowy przelewu wierzytelności połączone z wydaniem dokumentu, zaś w przypadku obligacji na okaziciela przeniesienie praw następuje już przez samo wydanie dokumentu⁶⁴⁶. Natomiast w sytuacji, w której mamy do czynienia z obligacją zdematerializowaną, która w obecnym stanie prawnym jest standardem, przeniesienie praw z obligacji następuje z chwilą dokonania zapisu prawa na rachunku papierów wartościowych nabywcy obligacji⁶⁴⁷.

Fundamentalną zasadą prawa papierów wartościowych jest swobodny obrót prawami, które z nich wynikają. Tym samym, wszelkiego rodzaju ograniczenia w tym zakresie stanowią wyjątek od tej zasady i wymagają dodatkowej regulacji. Jako przykład przepisu ograniczającego zbywanie obligacji należy wskazać art. 17 ust. 2, zgodnie z którym emitent w warunkach emisji może wprowadzić zakaz albo ograniczenie zbywania obligacji imiennych. Zakaz zbywania obligacji imiennych może dotyczyć wyłącznie rynku wtórnego. Wprowadzenie stosownego postanowienia w warunkach emisji w odniesieniu do zbycia pierwotnego skutkowałoby tym, że obligacja w ogóle by nie powstała. Natomiast jak słusznie wskazuje się w piśmiennictwie, ograniczenie zbywania obligacji imiennych może odnosić się zarówno do rynku pierwotnego, jak i wtórnego⁶⁴⁸. Wskazane powyżej ograniczenie w

⁶⁴⁵ A. Piskorz, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 197.

⁶⁴⁶ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 72-73, R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 63-64.

⁶⁴⁷ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 73-74.

⁶⁴⁸ M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 75.

odniesieniu do rynku pierwotnego może mieć na celu, np. zawężenie kręgu osób, które będą mogły skorzystać z emisji obligacji⁶⁴⁹. Zakazy lub ograniczenia zbywania obligacji imiennych mogą przyjmować różne formy. W doktrynie przykładowo wskazuje się zakazy lub ograniczenia podmiotowe (wskazanie cech, które musi posiadać potencjalny obligatariusz) oraz czasowe (zakaz lub ograniczenie zbywania przez określony czas lub do wskazanej daty)⁶⁵⁰. Obowiązek wskazywania potencjalnych zakazów lub ograniczeń zbywania obligacji imiennych w warunkach emisji znajduje swoje uzasadnienie w ochronie praw obligatariuszy oraz wielokrotnie podkreślanym na gruncie ustawy prawie dostępu do informacji. Dzięki zastosowanemu w ustawie rozwiązaniu potencjalny obligatariusz, już na etapie podejmowania decyzji o nabyciu obligacji, ma możliwość zapoznania się z wszelkimi zakazami lub ograniczeniami. Złamanie zakazów oraz ograniczeń wskazanych w warunkach emisji co do zasady skutkuje nieważnością przelewu praw z tej obligacji⁶⁵¹. Wyjątek stanowi ograniczenie w postaci uzyskania zgody emitenta na zbycie obligacji. W takiej sytuacji zbycie obligacji bez uprzedniego uzyskania zgody należy uznać za czynność niezupełną, a zatem do czasu wyrażenia zgody za bezskuteczną⁶⁵². Na uwagę zasługuje również fakt, że emitent nie ma możliwości wprowadzenia zakazów i ograniczeń zbywania obligacji na okaziciela. Zawieranie stosownych postanowień przez emitentów w warunkach emisji należy zakwalifikować jako niezgodne z przepisami prawa, a w konsekwencji nieważne. Słusznie jednakże przywołuje się w literaturze, że nie wyklucza do wprowadzenia tego typu postanowień w tzw. umowach winkulacyjnych zbycia obligacji na rynku wtórnym⁶⁵³. Z tym zastrzeżeniem, że zakazy i ograniczenia w nich wprowadzone są wiążące wyłącznie między stronami takiej umowy⁶⁵⁴. Naruszenie warunków umowy winkulacyjnej nie powoduje nieważności dokonanego przelewu, a jedynie może rodzić odpowiedzialność odszkodowawczą zbywcy obligacji⁶⁵⁵.

⁶⁴⁹ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 63.

⁶⁵⁰ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 249, R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 64, M. Dyl, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 75-76.

⁶⁵¹ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 249.

⁶⁵² J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 63.

⁶⁵³ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 64.

⁶⁵⁴ R. Woźniak, *Ograniczenia w rozporządzeniu obligacjami*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2016, nr 8, s. 35.

⁶⁵⁵ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 249.

W ustawie uregulowano także zagadnienie nabywania własnych obligacji przez emitenta. W myśl art. 76 ust. 1 emitent może nabywać własne obligacje jedynie w celu ich umorzenia. Jak słusznie wskazuje się w piśmiennictwie, takie sformułowanie przepisu statuuje jednostronny kierunek przepływu obligacji własnych, tzn. raz nabytych obligacji własnych emitent nie może zbyć, ani w inny sposób wprowadzić ich ponownie do obrotu⁶⁵⁶. Na uwagę zasługuje również fakt, że w literaturze przedmiotu, zarówno na gruncie poprzedniej ustawy o obligacjach, jak i aktualnej wskazuje się, że przywołana powyżej regulacja ma na celu przeciwdziałanie spekulowaniu własnym długiem, które w tym przypadku mogłoby polegać na odkupowaniu obligacji po korzystnej cenie z zamiarem ponownego zbycia po cenie wyższej⁶⁵⁷. Skutkiem nabycia obligacji własnych jest utracenie przez nie waloru papieru wartościowego⁶⁵⁸. Dyskusyjne w doktrynie pozostaje określenie momentu, w którym obligacje własne nabyte przez emitenta ulegają umorzeniu. Z jednej strony wskazuje się, że chociaż ustawodawca nie przesądza o tym wprost, to skutek ten następuje z mocy prawa już z chwilą nabycia ich przez emitenta⁶⁵⁹. Jako uzasadnienie tego stanowiska przywołuje się to, że konfuzja, tj. zlanie się przymiotu wierzyciela i dłużnika ze stosunku zobowiązaniowego w jednej osobie z zasady prowadzi do wygaśnięcia zobowiązania. W piśmiennictwie można również znaleźć pogląd odmienny, zgodnie z którym umorzenie obligacji następuje w momencie określonym w uchwale w sprawie nabycia obligacji w celu umorzenia⁶⁶⁰. Jest on argumentowany tym, że z treści ustawy nie wynika skutek charakterystyczny dla konfuzji. Mając na uwadze treść omawianego przepisu, z którego wynika, że emitent może nabywać własne obligacje jedynie w celu ich umorzenia, nie zaś to, że nabycie obligacji własnych przez emitenta skutkuje ich umorzeniem, należy opowiedzieć się za drugim z zaprezentowanych powyżej poglądów. Wykładnia językowa przepisów prowadzi do wniosku, że czynność nabycia obligacji własnych poprzedza czynność umorzenia obligacji i należy traktować je odrębnie. Analogiczny mechanizm

⁶⁵⁶ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 210, T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 296, K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 442.

⁶⁵⁷ L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 176, K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 440-441.

⁶⁵⁸ J. Krzyżykowska w: J. Krzyżykowska, i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 210, K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 441.

⁶⁵⁹ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 296.

⁶⁶⁰ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 218, K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 441.

obowiązuje na gruncie Kodeksu spółek handlowych w odniesieniu do akcji⁶⁶¹. Nabycie własnych obligacji, nawet w celu ich umorzenia, nie zawsze jest jednakże możliwe. W ustawie zostały przewidziane dwa odstępstwa od ogólnej zasady. Pierwsze z nich przewiduje art. 76 ust. 2, który stanowi, że emitent nie może nabywać własnych obligacji po upływie terminu do wykonania wszystkich zobowiązań wynikających z obligacji, określonego w warunkach emisji. Drugi wyjątek został określony w art. 76 ust. 3 na wypadek pozostawania przez emitenta w zwłoce z wykonaniem zobowiązań wynikających z obligacji. Zdaniem przedstawicieli doktryny powyższe wyłączenia mają zabezpieczać obligatariuszy przed potencjalnymi działaniami emitenta. Mogłyby one zmierzać do nabycia obligacji po cenie niższej niż cena wykupu w sytuacji, w której nadszedł już termin wymagalności części lub całości roszczeń wynikających z obligacji⁶⁶².

Ustawodawca przewidział również sankcję za złamanie wskazanych powyżej regulacji. Jak stanowi art. 96 ustawy kto, działając w imieniu lub na rachunek emitenta, proponuje nabycie obligacji nabytych na podstawie art. 76, podlega grzywnie do 1 000 000 zł. Jak słusznie wskazuje się w literaturze przedmiotu wskazane powyżej przestępstwo ma charakter formalny⁶⁶³. Oznacza to, że do jego popełnienia wystarczy samo złożenie propozycji nabycia⁶⁶⁴. Bez znaczenia pozostaje natomiast sposób zachowania adresata propozycji⁶⁶⁵. Faktyczne nabycie obligacji nie jest bowiem konieczne. Zawsze będzie to przestępstwo popełniane umyślnie, zarówno w zamiarze bezpośrednim, jak i ewentualnym⁶⁶⁶. Oznacza to, że sprawca musi mieć świadomość i wolę popełnienia czynu lub przewidując możliwość jego popełnienia godzić się na to⁶⁶⁷. Natomiast na podstawie art. 97 ustawy karze do 1 000 000 zł podlega również ten kto, działając w imieniu lub na rachunek emitenta, nabywa obligacje z naruszeniem zakazów, o których mowa w art. 76 ust. 2 i 3. W przypadku tego naruszenia przepisów prawa mamy do czynienia z przestępstwem materialnym⁶⁶⁸. Wypełnienie znamion czynu zabronionego następuje bowiem dopiero w momencie

⁶⁶¹ Art. 362 § 1 pkt. 5 w zw. z art. 359 § 2 zd. 1 k.s.h.

⁶⁶² J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 212, K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 443.

⁶⁶³ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 537.

⁶⁶⁴ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 248.

⁶⁶⁵ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 250.

⁶⁶⁶ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 537.

⁶⁶⁷ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 248.

⁶⁶⁸ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 541.

faktycznego nabycia obligacji z naruszeniem wskazanych powyżej zakazów⁶⁶⁹. Będzie to także przestępstwo popełniane umyślnie, zarówno w zamiarze bezpośrednim, jak i ewentualnym⁶⁷⁰.

7. Wykup, umorzenie i odtworzenie obligacji.

Podstawową regulacją związaną z zakończeniem stosunku prawnego wynikającego z obligacji jest art. 74 ust. 1, który stanowi, że z chwilą wykupu obligacje podlegają umorzeniu. W doktrynie wskazuje się, że wykup obligacji polega na spełnieniu przez emitenta świadczenia pieniężnego lub niepieniężnego⁶⁷¹. Natomiast przez umorzenie obligacji rozumie się unicestwienie ich bytu prawnego⁶⁷². W praktyce oznacza to, że wraz z wykupem obligacji danej serii umorzeniu ulega zobowiązanie emitenta względem obligatariusza. Sam dokument obligacji, o ile występuje ona jeszcze w takiej formie, traci natomiast charakter papieru wartościowego⁶⁷³. Podkreślenia wymaga również to, że emitent nie musi podejmować żadnych dodatkowych działań, aby doprowadzić do umorzenia obligacji, ponieważ podlegają one umorzeniu z mocy prawa⁶⁷⁴. Zwyczajowo do wykupu obligacji dochodzi w momencie nadejścia terminu ich zapadalności. Jak wskazuje się w piśmiennictwie jest to okres, na jaki emitent pozyskał kapitał od obligatariuszy⁶⁷⁵. Jak już zostało to wskazane we wcześniejszej części opracowania, termin wykupu powinien zostać określony w warunkach emisji obligacji.

Ustawodawca przewidział jednakże sytuacje, w których do wykupu obligacji dochodzi w innym, niż pierwotnie planowany terminie. Zgodnie z art. 74 ust. 2 jeżeli emitent jest w zwłoce z wykonaniem w terminie, w całości lub części, zobowiązań wynikających z obligacji, obligacje podlegają, na żądanie obligatariusza, natychmiastowemu wykupowi w części, w jakiej przewidują świadczenie pieniężne. Zasadnie podkreśla się w piśmiennictwie, że

⁶⁶⁹ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 249.

⁶⁷⁰ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 542.

⁶⁷¹ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 212, K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 427, J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 200.

⁶⁷² T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 295, K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 428.

⁶⁷³ K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 428, T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 295.

⁶⁷⁴ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 198.

⁶⁷⁵ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 295.

uprawnienie żądania przedterminowego wykupu obligacji będzie przysługiwało obligatariuszowi wyłącznie, gdy uchybienie w wykonaniu zobowiązań w terminie będzie przez emitenta zawinione⁶⁷⁶. Jest to zaostrenie zasad w stosunku do ustawy o obligacjach z 1995 r., ponieważ na jej gruncie obligatariusz posiadał wskazane powyżej uprawnienie niezależnie od winy emitenta (art. 24 ustawy o obligacjach z 1995 r.). Z drugiej zaś strony ustawodawca obecnie pozostawił postawienie zobowiązania wynikającego z obligacji w stan wymagalności do decyzji obligatariusza, podczas gdy na gruncie poprzedniej ustawy o obligacjach skutek ten następował z mocy prawa. Ponadto obligatariusz może żądać wykupu obligacji również w przypadku niezawinionego przez emitenta opóźnienia. Co do zasady opóźnienie to musi wynosić co najmniej 3 dni. Warunki emisji mogą jednakże wskazywać krótszy okres.

Kolejną przesłanką uprawniającą obligatariusza do złożenia emitentowi żądania natychmiastowego wykupu obligacji jest sytuacja, w której emitent nie ustanowił zabezpieczeń w terminach, które zadeklarował w warunkach emisji (art. 74 ust. 3 ustawy o obligacjach). Żądanie obligatariusza może jednakże dotyczyć wyłącznie tej części świadczeń emitenta, w jakiej przewidują one świadczenie pieniężne. Wskazane powyżej sytuacje należy zaliczyć do grona tych, które nie powodują z automatu obowiązku wcześniejszego wykupu obligacji. Dopiero żądanie obligatariusza stawia je w stan wymagalności. Regulacje te mają na celu ochronę interesów obligatariuszy, a także zagwarantowanie pewności i bezpieczeństwa obrotu⁶⁷⁷. W odniesieniu do samego zgłoszenia żądania należy wskazać, że w związku z brakiem ustawowej regulacji co do trybu oraz formy dokonania tej czynności, oświadczenie w tym zakresie powinno zostać złożone emitentowi w taki sposób, aby mógł on się z nim zapoznać⁶⁷⁸.

Drugą grupę stanowią sytuacje, które z mocy samego prawa wywołują stan wymagalności obligacji, a tym samym rodzą po stronie emitenta obowiązek ich wykupu. Jak stanowi art. 74 ust. 4 obligacje będą podlegały natychmiastowemu wykupowi (w części, w jakiej przewidują świadczenie pieniężne) w przypadku połączenia emitenta z innym podmiotem, jego podziału lub przekształcenia formy prawnej. Przywołana regulacja znajdzie jednakże zastosowanie jedynie w sytuacji, w której podmiot, który wstąpił w obowiązki

⁶⁷⁶ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 212, J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 201.

⁶⁷⁷ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, s. 45, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁶⁷⁸ K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 428.

emitenta z tytułu obligacji, na gruncie ustawy o obligacjach, nie posiada uprawnień do ich emitowania. Jako przykład takiej sytuacji można wskazać przekształcenie spółki kapitałowej w spółkę osobową (inną niż spółka komandytowo-akcyjna). Kolejnym przypadkiem, w którym dochodzi do natychmiastowego wykupu obligacji jest likwidacja emitenta (art. 74 ust. 5 zd. 1 ustawy o obligacjach). Dniem wykupu obligacji będzie wtedy dzień otwarcia likwidacji. Jak wskazuje się w literaturze przedmiotu w przypadku emitentów będących spółkami handlowymi otwarcie likwidacji następuje z dniem uprawomocnienia się orzeczenia o rozwiązaniu spółki przez sąd, powzięcia przez wspólników uchwały o rozwiązaniu spółki lub zaistnienia innych przyczyn jej rozwiązania⁶⁷⁹. Na uwagę zasługuje fakt, iż emitent jest zobowiązany do wykupu obligacji, chociażby termin na to jeszcze nie nastąpił. Jak słusznie wskazuje się w piśmiennictwie, choć w ustawie nie uregulowano tego wprost, analogiczne uprawnienia będą przysługiwały obligatariuszom w przypadku ogłoszenia upadłości⁶⁸⁰.

Odrębną regulację ustawodawca przewidział w art. 74 ust. 2 zd. 2 dla jednostek samorządu terytorialnego, jednostek władz regionalnych innego niż Rzeczypospolita Polska państwa członkowskiego Unii Europejskiej oraz ich związków. W przypadku zniesienia lub podziału wskazanych powyżej podmiotów, będących jednocześnie emitentami obligacji, odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z obligacji ponoszą solidarnie jednostki, które przejęły mienie emitenta.

Jak stanowi natomiast art. 74 ust. 6 jeżeli emitent zobowiązał się do spełnienia świadczenia niepieniężnego, regulacje dotyczące natychmiastowego wykupu oraz odpowiedzialności za zobowiązania wynikające z obligacji stosuje się odpowiednio z tym, że świadczenie niepieniężne ulega przekształceniu w świadczenie pieniężne. W piśmiennictwie czynność tę nazywa się ustawową konwersją wierzytelności obligacyjnej⁶⁸¹.

Wyłączenie od przedstawionych powyżej zasad stanowi regulacja przewidziana w art. 74 ust. 7 ustawy. Zgodnie z jego treścią, jeżeli emitent w warunkach emisji postanowi, iż obligacje są emitowane w celu zakwalifikowania ich jako składniki funduszy własnych zgodnie z przepisami, rozporządzenia w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych⁶⁸² oraz wyemitowane obligacje rzeczywiście zostały

⁶⁷⁹ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 214.

⁶⁸⁰ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 205.

⁶⁸¹ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 206.

⁶⁸² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz. Urz. UE L 176 z dnia 27 czerwca 2013 r. ze zm.

zaliczone do takich funduszy, to obligatariuszom nie przysługuje uprawnienie do żądania natychmiastowego wykupu obligacji przez emitenta w sytuacjach, gdy dopuścił się on zwłoki lub opóźnienia w realizowanych przez siebie świadczeniach. To samo dotyczy sytuacji, w których emitent w warunkach emisji postanowi, że obligacje są emitowane w celu ich zakwalifikowania jako pozycje środków własnych zgodnie z przepisami rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2015/35 z dnia 10 października 2014 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wyłagalność II)⁶⁸³ oraz wyemitowane obligacje zostały zaliczone do środków własnych zakładu ubezpieczeń lub zakładu reasekuracji. W literaturze przedmiotu słusznie wskazuje się, że powyższe przypadki odnoszą się do obligacji podporządkowanych⁶⁸⁴.

Podsumowując należy wskazać, że w kontekście regulacji dotyczących wykupu obligacji w piśmiennictwie zasadnie zwraca się uwagę na fakt, że w części (art. 74 ust. 3-4 oraz 7-8) są to unormowania nowe, nieznane na gruncie ustawy o obligacjach z 1995 r.⁶⁸⁵.

Ze względu specyfikę obligacji wieczystych, co do zasady nie podlegają one wykupowi, ustawodawca przewidział w stosunku do nich odmienną regulację w tym zakresie. Zgodnie z art. 75 ust. 1 obligacje wieczyste stają się wymagalne w dwóch przypadkach. Pierwszym z nich jest ogłoszenie upadłości albo otwarcie likwidacji emitenta. Drugi został natomiast przewidziany na wypadek zwłoki emitenta w wypłacie wynikających z obligacji świadczeń pieniężnych przysługujących obligatariuszom. Słusznie wskazuje się w literaturze, że chodzi tu przede wszystkim o wypłatę odsetek należnych obligatariuszom⁶⁸⁶. Na uwagę zasługuje również fakt, że opóźnienie emitenta musi być zawinione. W związku z tym, może on kwestionować zasadność postawienia obligacji wieczystych w stan wymagalności⁶⁸⁷ wykazując, że opóźnienie powstało na skutek okoliczności, za które nie ponosi odpowiedzialności. Jak stanowi art. 75 ust. 2 emitent w warunkach emisji może wskazać także inne, niż określone w ustawie, przypadki postawienia w stan wymagalności obligacji wieczystych lub też zastrzec prawo ich wykupu. W piśmiennictwie wskazuje się, że katalog przesłanek, mogą zostać wprowadzone do warunków emisji jest nieograniczony i uzależniony

⁶⁸³ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2015/35 z dnia 10 października 2014 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wyłagalność II), Dz. Urz. UE L 12 z dnia 17 stycznia 2015 ze zm.

⁶⁸⁴ K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 432.

⁶⁸⁵ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 211.

⁶⁸⁶ K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 437, J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 209.

⁶⁸⁷ J. Krzyżykowska, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 209.

od decyzji emitenta⁶⁸⁸. Podkreślenia wymaga również to, że przypadki wymagalności obligacji wieczystych lub prawo ich wykupu mogą być wprowadzone także w drodze zmiany warunków emisji⁶⁸⁹. Uwagę należy zwrócić również na fakt, że obligacje wieczyste można w takich sytuacjach wykupić najwcześniej po upływie 5 lat od daty ich emisji. Wyjątek od tej zasady stanowią przypadki określone w art. 75 ust. 1.

Terminy i sposoby wykupu obligacji zarówno w przypadkach przewidzianych w ustawie, jak i warunkach emisji, należy w myśl art. 75 ust. 3 wskazać w warunkach emisji obligacji wieczystych. Zgodnie natomiast z art. 75 ust. 4 jeżeli emitent obligacji wieczystych w warunkach emisji postanowi, iż obligacje są emitowane w celu zakwalifikowania ich jako składniki funduszy własnych zgodnie z przepisami rozporządzenia w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, oraz wyemitowane obligacje zostały zaliczone do takich funduszy, obligacje te w przypadku zwłoki emitenta w wypłacie wynikających z obligacji świadczeń pieniężnych przysługujących obligatariuszom nie stają się wymagalne. Dotyczy to również sytuacji, w której emitent w warunkach emisji postanowi, że obligacje są emitowane w celu ich zakwalifikowania jako pozycje środków własnych zgodnie z przepisami rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2015/35 z dnia 10 października 2014 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wypłacalność II)⁶⁹⁰ oraz wyemitowane obligacje zostały zaliczone do środków własnych zakładu ubezpieczeń lub zakładu reasekuracji.

Ostatnim aspektem związanym z obrotem obligacjami, który znalazł odzwierciedlenie w rozdziale 6 ustawy o obligacjach z 2015 r. była do dnia 1 lipca 2019 r., tj. do dnia wejścia w życie nowelizacji wprowadzającej dematerializację obligacji, kwestia odtworzenia dokumentu obligacji. Zgodnie z art. 77 w przypadku utraty obligacji imiennej podlegała ona odtworzeniu przez sąd, w trybie właściwym dla umarzania utraconych dokumentów. Z dniem wejścia w życie przywołanej powyżej nowelizacji przepis ten został uchylony.

8. Instytucja banku-reprezentanta.

W piśmiennictwie podkreśla się, że uzasadnieniem dla wprowadzenia instytucji banku-reprezentanta jest rozproszenie masowo emitowanych obligacji pośród wielu inwestorów i

⁶⁸⁸ K. Ernt, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 438.

⁶⁸⁹ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 214.

⁶⁹⁰ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2015/35 z dnia 10 października 2014 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wypłacalność II), Dz. Urz. UE L 12 z dnia 17 stycznia 2015 ze zm.

wynikająca z tego zjawiska potrzeba reprezentacji ich wspólnych interesów⁶⁹¹. Przywołane powyżej stanowisko zasługuje na aprobatę. W sytuacji, w której obligatariusz posiada nieznaczną liczbę obligacji podejmowanie przez niego czynności zmierzających do ochrony jego praw mogłoby okazać się bowiem nieopłacalne z uwagi na poziom kosztów. Tym samym, przez wzgląd na ochronę interesów obligatariuszy niezbędne było wprowadzenie instrumentu, za pomocą którego możliwe jest zbiorcze reprezentowanie ich spraw w relacjach z emitentem.

Na wstępie należy zauważyć, że instytucja banku-reprezentanta nie jest narzędziem nowym. Jak już zostało to wskazane we wcześniejszych fragmentach rozprawy funkcjonowała ona także na gruncie przepisów ustawy o obligacjach z 1995 r. Przechodziła ona swoją ewolucję. Od instrumentu obowiązkowego z określonymi w przepisach wyjątkami, do fakultatywnego z wyjątkiem, który w późniejszym okresie został rozszerzony⁶⁹².

W ramach obecnie obowiązującej regulacji uwypuklenia wymaga to, że ustanowienie banku-reprezentanta jest co do zasady fakultatywne⁶⁹³. Jak stanowi bowiem art. 78 ust. 1 przed rozpoczęciem emisji obligacji emitent może zawrzeć z bankiem krajowym lub instytucją kredytową umowę o reprezentację obligatariuszy wobec emitenta. Umowa ta zwana jest umową o reprezentację. Zasadnie podnosi się w literaturze przedmiotu, że podstawową przyczyną wprowadzenia generalnej zasady fakultatywności powoływania banku-reprezentanta były stosunkowo wysokie koszty, które generuje pełnienie tej funkcji przez instytucję finansową⁶⁹⁴. Koszty te obciążają bowiem emitenta. Gdyby powoływanie banku-reprezentanta było obowiązkowe, mogłoby to dodatkowo zniechęcać emitentów do korzystania z emisji obligacji jako formy pozyskiwania kapitału. Z tego też względu obligatoryjność zawarcia umowy o reprezentację występuje jedynie w przypadku łącznego spełnienia dwóch przesłanek. Pierwszą z nich jest fakt zabezpieczenia emisji poręczeniem lub gwarancją Skarbu Państwa. Są one udzielane na podstawie ustawy o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa i niektóre osoby prawne⁶⁹⁵. Natomiast drugi warunek zostaje spełniony wtedy, gdy liczba podmiotów, do których jest kierowana

⁶⁹¹ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 293.

⁶⁹² R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 221.

⁶⁹³ P. Szytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 214, T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 295.

⁶⁹⁴ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 295.

⁶⁹⁵ Ustawa z dnia 8 maja 1997 r. o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa oraz niektóre osoby prawne, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 122 ze zm.

propozycja nabycia obligacji, jest wyższa niż 15. Od tej zasady zostało jednakże sformułowane wyłączenie. Zgodnie z art. 78 ust. 2 obowiązek zawarcia umowy o reprezentację nie dotyczy przypadków emisji przez Bank Gospodarstwa Krajowego obligacji zarejestrowanych w depozycie papierów wartościowych prowadzonym zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Generalna zasada fakultatywności powoływania banku-reprezentanta niesie więc ze sobą dwojakiego rodzaju skutki. Po pierwsze, umożliwia emitentom zrezygnowanie z kosztów reprezentacji obligatariuszy przez instytucję finansową, co prowadzi do większej ogólnej liczby emisji obligacji w Polsce. Z drugiej zaś strony osłabia pozycję negocjacyjną obligatariuszy w relacjach z emitentem i obniża poziom ich bezpieczeństwa. Te negatywne konsekwencje dla obligatariuszy powinny być więc rekompensowane w postaci wyższego oprocentowania emitowanych przez emitenta obligacji.

Jak wskazuje się w piśmiennictwie, umowa o reprezentację powinna zostać zawarta przed rozpoczęciem emisji, a nawet wskazane byłoby dopełnienie formalności w tym zakresie jeszcze przed sporządzeniem warunków emisji⁶⁹⁶. Celem takiego zabiegu jest umożliwienie potencjalnym inwestorom zapoznanie się z podmiotem, który będzie pełnił rolę banku-reprezentanta oraz przyszłymi warunkami współpracy z nim, które zostały ustanowione w umowie o reprezentację⁶⁹⁷. Jest to o tyle istotne, że treść umowy o reprezentację nie wymaga zatwierdzenia przez obligatariuszy w żadnej formie. Tym samym, obligatariusze powinni mieć możliwość zweryfikowania jej treści jeszcze przed podjęciem decyzji o nabyciu obligacji określonego emitenta. W związku z fakultatywnością ustanowienia banku-reprezentanta powinni mieć również wiedzę czy w ogóle instrument ten zostanie zastosowany w danej emisji, a w konsekwencji czy będą oni mogli liczyć na wsparcie ze strony profesjonalnego uczestnika rynku finansowego.

Okres, na jaki emitent zawiera umowę z bankiem-reprezentantem powinien pokrywać się co najmniej z terminem wykupu obligacji danej emisji. Z uwagi jednakże na potrzebę zabezpieczenia ewentualnych roszczeń obligatariuszy po tym terminie, np. w sytuacji gdy emitent nie wywiąże się z realizacji świadczeń wynikających z obligacji, preferowanym

⁶⁹⁶ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 214, R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 222.

⁶⁹⁷ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 474.

rozwiązaniem byłoby zawieranie umowy o reprezentację na okres obejmujący czas, w którym emitent zaspokoi wszystkie roszczenia obligatariuszy⁶⁹⁸.

Specyfiką umowy o reprezentację jest to, że jest ona zawierana między emitentem i bankiem-reprezentantem, zaś jej beneficjentami są obligatariusze⁶⁹⁹. Tym samym, jak zasadnie wskazuje się w doktrynie umowę tę należy kwalifikować jako uregulowaną w art. 393 k.c. umowę o świadczenie na rzecz osoby trzeciej⁷⁰⁰. Z jej konstrukcji wynika, że obligatariusze są uprawnieni do zwrócenia się bezpośrednio do banku-reprezentanta z żądaniem podjęcia działań zmierzających do realizacji ich uprawnień w celu ochrony ich interesów⁷⁰¹. Podkreślenia wymaga jednakże to, że regulacje art. 393 k.c. mogą być stosowane do relacji łączących emitenta, bank-reprezentanta oraz obligatariuszy jedynie uzupełniająco⁷⁰². Pierwszoplanowo zastosowanie znajdują bowiem unormowania ustawy o obligacjach, które stanowią *lex specialis* do przepisów kodeksu cywilnego. Podnieść należy także, że ustawodawca ustanawiając reguły obowiązujące między wskazanymi powyżej podmiotami posłużył się konstrukcją przedstawicielstwa ustawowego⁷⁰³.

Umowa o reprezentację powinna obejmować wszystkich obligatariuszy danej emisji. Niedopuszczalne wydaje się zawieranie umów o reprezentację wyłącznie w interesie wybranych obligatariuszy⁷⁰⁴. W piśmiennictwie wskazuje się, że niemożliwe jest także zawarcie kilku odrębnych umów z różnymi bankami, które miałyby reprezentować wydzielone grupy obligatariuszy⁷⁰⁵. Z drugiej strony przedstawiciele doktryny dopuszczają

⁶⁹⁸ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 474.

⁶⁹⁹ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 214.

⁷⁰⁰ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 601, P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 215, R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 222, T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 294, K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 475.

⁷⁰¹ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 475.

⁷⁰² T. Sójka, *Uprawnienia organizacyjne obligatariuszy. Studium cywilnoprawne ze szczególnym uwzględnieniem pozasądowej restrukturyzacji zobowiązań z obligacji*, Warszawa 2018, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 144.

⁷⁰³ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 224, T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 294, K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 469.

⁷⁰⁴ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 214.

⁷⁰⁵ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 473.

możliwość zawarcia umowy o reprezentację jednocześnie z kilkoma bankami działającymi wspólnie i reprezentującymi interesy wszystkich obligatariuszy łącznie⁷⁰⁶.

Jak stanowi art. 79 ust. 1 podstawową rolą banku-reprezentanta jest pełnienie funkcji przedstawiciela ustawowego obligatariuszy. Oznacza to, że bank-reprezentant nie potrzebuje żadnego dodatkowego umocowania ze strony obligatariuszy do działania w ich imieniu⁷⁰⁷. Zasady, zgodnie z którymi bank-reprezentant zobowiązany jest postępować, określone są w ustawie oraz umowie o reprezentację. W piśmiennictwie słusznie podkreśla się jednakże, że umowa o reprezentację nie może modyfikować bezwzględnie obowiązujących przepisów prawa ustanawiających podstawowe prawa i obowiązki banku-reprezentanta⁷⁰⁸. Od banku-reprezentanta wymaga się profesjonalizmu oraz wysokich standardów. W myśl bowiem art. 79 ust. 2 przy wykonywaniu obowiązków wobec obligatariuszy bank-reprezentant powinien działać z zachowaniem najwyższej staranności zawodowej. Na uwagę zasługuje również to, że bank-reprezentant nie pełni roli nadzorczej wobec emitenta. Spełnia on jedynie funkcję ochronną w stosunku do obligatariuszy⁷⁰⁹. W piśmiennictwie zasadnie podnosi się, że instytucja banku-reprezentanta została ustanowiona w celu ochrony interesów obligatariuszy, nie zaś zapewnienia przez bank prawidłowości działań podejmowanych przez emitenta⁷¹⁰. Stąd też nałożony na bank-reprezentanta obowiązek działania z zachowaniem najwyższej staranności. Należy również zwrócić uwagę na fakt, że regulacja ta została oparta na konstrukcji staranności przy wykonywaniu działalności zawodowej zawartej w art. 355 k.c.⁷¹¹. Jak słusznie wskazuje się w piśmiennictwie, w stosunku do banku-reprezentanta wymogi w tym zakresie zostały zaostrzone⁷¹². Przepis mówi bowiem o najwyższej staranności. W literaturze podnosi się, że najwyższą staranność zawodową należy rozumieć jako staranność możliwą do osiągnięcia jedynie przy bardzo wysokich kwalifikacjach i jako taka stanowi ona najwyższy stopień staranności w hierarchii prawa cywilnego⁷¹³. Jako przyczynę takiego rozwiązania legislacyjnego wskazuje się chęć zapewnienia obligatariuszom

⁷⁰⁶ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 473.

⁷⁰⁷ P. Szytka, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 215.

⁷⁰⁸ P. Szytka, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 216.

⁷⁰⁹ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 470.

⁷¹⁰ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 470.

⁷¹¹ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 224.

⁷¹² K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 478.

⁷¹³ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 324.

wysokiego poziomu ochrony oraz rzetelności wypełniania obowiązków przez bank-reprezentanta⁷¹⁴. W piśmiennictwie podkreśla się również, że ochrona praw obligatariuszy została ustanowiona na dwóch płaszczyznach. Po pierwsze, pełnienie funkcji banku-reprezentanta umożliwiono ściśle określonym w ustawie podmiotom, które już z samego faktu rodzaju prowadzonej przez siebie działalności powinny cechować się podwyższonym standardem podejmowanych przez siebie działań. Po drugie zaś, postawiono przed nimi dodatkowo obowiązek postępowania zgodnie z wzorcem najwyższej staranności⁷¹⁵. Skutkiem naruszenia przez bank-reprezentanta obowiązku zachowania należytej staranności będzie powstanie odpowiedzialności odszkodowawczej względem obligatariuszy, których prawa zostały z tego powodu naruszone⁷¹⁶.

Przez wzgląd na wysokie wymogi stawiane bankowi-reprezentantowi ustawa ściśle określa krąg podmiotów, które są dopuszczone do pełnienia tej funkcji. Zgodnie z art. 80 ust. 1 funkcję banku-reprezentanta może pełnić wyłącznie bank krajowy lub instytucja kredytowa posiadające kapitał własny w wysokości nie niższej niż równowartość 10 000 000 euro, wyrażona w walucie polskiej. Wysokość kapitału własnego ustala się przy zastosowaniu średniego kursu euro ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski obowiązującego w ostatnim dniu sprawozdawczym. Przyjąć należy, że postawienie tak wysokich wymagań przed podmiotami chcącymi pełnić funkcję banku-reprezentanta spowodowane jest potrzebą zagwarantowania wysokiego poziomu ochrony interesów obligatariuszy⁷¹⁷.

Nawet jeżeli bank krajowy lub instytucja kredytowa spełniają wymóg kapitałowy to nie zawsze będą mogły zostać powołane do pełnienia roli banku-reprezentanta. Ustawodawca zdecydował się na wprowadzenie dodatkowych ograniczeń o dwojakim charakterze, tj. powiązań osobowych i kapitałowych⁷¹⁸. Jak stanowi bowiem art. 80 ust. 2 bankiem-reprezentantem dla danej emisji obligacji nie może być m.in. bank krajowy lub instytucja kredytowa, której członkowie organów nadzoru lub zarządu są dłużnikami emitenta. W piśmiennictwie wskazuje się, że bank krajowy lub instytucja kredytowa nie zawsze będą dysponowały wiedzą co do pozostawiania przez członków organów dłużnikiem emitenta. W

⁷¹⁴ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 479.

⁷¹⁵ P. Szytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 216.

⁷¹⁶ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 480.

⁷¹⁷ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 484.

⁷¹⁸ P. Szytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 217-218.

związku z tym, postuluje się uzyskiwanie stosownych oświadczeń od tych osób⁷¹⁹. Analogiczne wyłączenie dotyczy także podmiotów będących oferującym w rozumieniu art. 2 lit. i rozporządzenia 2017/1129 papiery wartościowe danego emitenta⁷²⁰. Bankiem-reprezentantem nie może być też bank lub instytucja, z którą emitent zawarł umowę o oferowanie papierów wartościowych (zgodnie z art. 72 ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi). Omówione powyżej zależności oparte są na relacji umownej łączącej emitenta z bankiem-reprezentantem⁷²¹.

Ustawodawca przewidział również stosowne wyłączenia z uwagi na powiązania kadry zarządczej lub o charakterze kapitałowym emitenta oraz podmiotu, który miałby zostać ustanowiony bankiem-reprezentantem. Po pierwsze nie może nim zostać podmiot, którego więcej niż 20% członków organów nadzoru lub zarządu pełni jednocześnie funkcje członka organu stanowiącego, nadzoru lub zarządu emitenta. Po drugie z pełnienia funkcji banku-reprezentanta wyłączone są banki krajowe i instytucje kredytowe posiadające więcej niż 10% akcji lub udziałów emitenta lub podmiotu dominującego lub zależnego w stosunku do emitenta w rozumieniu przepisów ustawy o rachunkowości. Po trzecie funkcji tej nie mogą pełnić podmioty, których więcej niż 10% akcji lub udziałów jest łącznie w posiadaniu emitenta, członków jego organów stanowiących, nadzoru lub zarządu oraz któregośkolwiek z właścicieli emitenta. To samo dotyczy sytuacji, gdy więcej niż 10% akcji lub udziałów podmiotu dominującego lub zależnego w stosunku do banku krajowego lub instytucji kredytowej, w rozumieniu przepisów ustawy o rachunkowości, znajduje się w posiadaniu tych podmiotów lub osób. Ostatnie wyłączenie dotyczy przypadków, w których na sytuację finansową podmiotu pretendującego do roli banku-reprezentanta lub sytuację finansową podmiotu dominującego lub zależnego w stosunku do niego, w rozumieniu przepisów ustawy o rachunkowości, w sposób znaczący, pośrednio lub bezpośrednio, mogłaby wpłynąć sytuacja finansowa emitenta. Jako przykłady opisanej powyżej sytuacji wskazuje się znaczące zaangażowanie kredytowe banku krajowego lub instytucji kredytowej w przedsiębiorstwie emitenta, czy też posiadanie pakietu udziałów lub akcji nieprzekraczającego progu 10% w kapitale emitenta, którego wysokość jest na tyle ważna, że jej zmiana może istotnie wpływać

⁷¹⁹ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 219.

⁷²⁰ 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 mający znaczenie dla EOG, Dz. Urz. UE L 168/12 z dnia 30 czerwca 2017 r.

⁷²¹ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 485.

na sytuację finansową banku-reprezentanta⁷²². Podkreślenia wymaga również fakt, że wywieranie istotnego wpływu nie musi w ogóle w rzeczywistości zaistnieć. Do zaktualizowania się wskazanej powyżej przesłanki dochodzi już w momencie ewentualnej możliwości wystąpienia zależności między emitentem a bankiem-reprezentantem⁷²³.

Jak podnosi się w doktrynie wskazane powyżej ograniczenia zmierzają do zminimalizowania zagrożenia wystąpienia konfliktu interesów, który mógłby prowadzić do naruszenia praw obligatariuszy⁷²⁴. Można bowiem wyobrazić sobie sytuację, w której interes obligatariuszy byłby odmienny od interesu emitenta, zaś bank-reprezentant powiązany z emitentem byłby bardziej zainteresowany korzystnym rozstrzygnięciem sprawy dla emitenta, niż ochroną interesu obligatariuszy. Wszelkiego rodzaju powiązania między emitentem a bankiem-reprezentantem mogłyby zatem wpływać negatywnie na bezstronność wykonywanych przez niego zadań⁷²⁵. W związku z tym, wprowadzenie omówionych powyżej ograniczeń uznaje się w literaturze przedmiotu za w pełni uzasadnione⁷²⁶ i ocenia się je pozytywnie⁷²⁷.

Wskazane powyżej ograniczenia nie zawsze znajdują zastosowanie. W myśl art. 80 ust. 3 dotyczy to sytuacji, w których to Skarb Państwa posiada akcje lub udziały emitenta lub banku-reprezentanta. Wyłączenia te nie znajdują zastosowania także w stosunku do posiadanych przez Skarb Państwa akcji lub udziałów podmiotu dominującego lub zależnego, w rozumieniu przepisów ustawy o rachunkowości, w stosunku do emitenta lub banku-reprezentanta. Konsekwencją tego stanu rzeczy jest to, że np. bank-reprezentant, w którym udział Skarbu Państwa przekracza 10%, będzie mógł wykonywać swoją funkcję w odniesieniu do obligacji emitowanych przez podmioty z udziałem Skarbu Państwa⁷²⁸.

Jeżeli natomiast okoliczności wyłączające wystąpią, bank-reprezentant jest obowiązany, w terminie miesiąca od ich wystąpienia, do usunięcia powstałych przeszkód.

⁷²² P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 219.

⁷²³ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 219.

⁷²⁴ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 107, R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 227, P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 217, T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 295.

⁷²⁵ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 217.

⁷²⁶ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 486.

⁷²⁷ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 228.

⁷²⁸ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 219.

Słusznie podnosi się w literaturze przedmiotu, że działania w tym zakresie możliwe są do podjęcia w odniesieniu do powiązań osobowych. Zdecydowanie bardziej skomplikowane jest wdrożenie rozwiązań w przypadku powiązań kapitałowych⁷²⁹. Jeżeli usunięcie tych przeszkód nie jest możliwe, emitent powinien rozwiązać umowę o reprezentację w terminie nie dłuższym niż kolejne 2 miesiące. Nie może to jednak nastąpić przed zawarciem przez emitenta umowy o reprezentację z nowym bankiem krajowym lub instytucją kredytową (art. 80 ust. 4 ustawy o obligacjach). Działania naprawcze mogą być podejmowane jedynie w sytuacji, w której okoliczności wyłączające wystąpią już po zawarciu umowy o reprezentację. W przypadku występowania przesłanek negatywnych już na etapie zawierania umowy jest ona nieważna z mocy prawa⁷³⁰.

Zgodnie natomiast z art. 80 ust. 5 w terminie 2 miesięcy od dnia zawieszenia działalności banku-reprezentanta lub otwarcia jego likwidacji emitent jest obowiązany do zawarcia umowy o reprezentację z nowym bankiem krajowym lub instytucją kredytową. Z chwilą zawarcia nowej umowy, umowa z dotychczasowym bankiem krajowym lub instytucją kredytową ulega rozwiązaniu. W literaturze przedmiotu wskazuje się, że celem wprowadzenia regulacji w tym zakresie było zagwarantowanie ciągłości wykonywania zadań przez bank-reprezentanta, a tym samym zapewnienie obligatariuszom nieprzerwanej ochrony⁷³¹. Wskazać również należy, że zmiana podmiotu sprawującego funkcję banku-reprezentanta na innej podstawie, niż wystąpienie przesłanki negatywnej, zawieszenie jego działalności lub otwarcie jego likwidacji będzie wiązało się z obowiązkiem zmiany warunków emisji. Spowodowane jest to tym, że wskazanie podmiotu pełniącego funkcję banku-reprezentanta zaliczane jest do istotnych postanowień umowy o reprezentację, które powinny znaleźć odzwierciedlenie w warunkach emisji⁷³².

Zawarcie przez emitenta oraz bank-reprezentanta umowy o reprezentację wiąże się z powstaniem licznych obowiązków po obu stronach i to nie tylko wobec siebie. Zgodnie z art. 81 ust. 1 umowa o reprezentację określa szczegółowo uprawnienia i obowiązki banku-reprezentanta wobec emitenta oraz obowiązki wobec obligatariuszy, jak również obowiązki emitenta wobec banku-reprezentanta. Istotne jest, aby postanowienia umowy zostały sformułowane w sposób kompleksowy i precyzyjny. Powinny dawać stronom jednoznaczną

⁷²⁹ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 228.

⁷³⁰ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 220.

⁷³¹ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 228.

⁷³² T. Sójka, *Uprawnienia organizacyjne obligatariuszy. Studium cywilnoprawne ze szczególnym uwzględnieniem pozasądowej restrukturyzacji zobowiązań z obligacji*, Warszawa 2018, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 156.

odpowieź co do zakresu ich praw i obowiązków. Jednocześnie umowa powinna stanowić bezpośrednie źródło ich określenia⁷³³. Ustawodawca przyznał stronom kompetencję do umownego kształtowania katalogu praw i obowiązków stron stosunku. Podkreślenia wymaga jednakże to, że może on być jedynie doprecyzowywany lub rozszerzany⁷³⁴. W literaturze podnosi się, że umowa o reprezentację może przewidywać dalej idące obowiązki zarówno banku-reprezentanta wobec obligatariuszy, jak i emitenta wobec banku⁷³⁵. Jednocześnie należy wskazać, że ustawowy zakres praw i obowiązków stanowi ochronę obligatariuszy na podstawowym poziomie i nie może zostać umownie ograniczony lub wyłączony⁷³⁶. Przepis ten ma zatem charakter semidystryktywny. W doktrynie formułuje się szereg przykładowych postanowień dodatkowych, które koncentrują się wokół kwestii proceduralnych. Zalicza się do nich sposób i tryb wykonywania obowiązków sprawozdawczych przez emitenta oraz udzielania informacji na rzecz obligatariuszy, czy też zasady postępowania w przypadku stwierdzenia naruszeń obowiązków wynikających z warunków emisji⁷³⁷. Wskazuje się także, że umowa o reprezentację powinna zawierać zasady wynagradzania banku-reprezentanta⁷³⁸. Celem takiego zabiegu jest zapewnienie obligatariuszom jasnej i rzetelnej ochrony ich interesów.

Ponadto na uwagę zasługuje fakt, iż w myśl art. 81 ust. 2 istotne postanowienia umowy o reprezentację powinny zostać zamieszczone w warunkach emisji. Słusznie podkreśla się w literaturze przedmiotu, że obowiązek ten powinni wypełniać wszyscy emitenci niezależnie od trybu emisji obligacji⁷³⁹. Przez istotne postanowienia umowy należy rozumieć te postanowienia umowy, które stanowią jej *essentialia negotii*. W piśmiennictwie wskazuje się, że będą to postanowienia stanowiące istotę umowy o reprezentację, główne, podstawowe, ważne oraz zasadnicze⁷⁴⁰. Jako przykłady takich postanowień wskazuje się

⁷³³ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 611.

⁷³⁴ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 229.

⁷³⁵ T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 294.

⁷³⁶ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 489.

⁷³⁷ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 335, K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 489, P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 221.

⁷³⁸ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 221.

⁷³⁹ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 230, K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 489.

⁷⁴⁰ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 491.

unormowania odnoszące się do sposobu realizacji zadań przez bank-reprezentanta oraz zapewniające ciągłość reprezentacji obligatariuszy⁷⁴¹. Słusznie podkreśla się w doktrynie, że powyższa regulacja jest kolejnym przejawem ochrony interesów obligatariuszy⁷⁴².

Analizując relacje między stronami umowy o reprezentację w pierwszej kolejności należy poddać obowiązki spoczywające na emitencie. Słusznie wskazuje się w doktrynie, że celem wprowadzenia regulacji w tym zakresie była potrzeba zapewnienia możliwości realizacji obowiązków nałożonych na bank-reprezentanta⁷⁴³. Dzięki przewidzianym w ustawie o obligacjach z 2015 r. rozwiązaniom bank-reprezentant jest w stanie ocenić sytuację finansową emitenta⁷⁴⁴. Jak stanowi bowiem art. 82 ust. 1 emitent jest zobowiązany przede wszystkim do udostępniania bankowi-reprezentantowi rocznych sprawozdań finansowych wraz ze sprawozdaniem z badania. W przypadku zaś emitenta sporządzającego skonsolidowane sprawozdanie finansowe udostępnieniu podlega również to sprawozdanie. W piśmiennictwie zasadnie podnosi się, że przepis we wskazanym powyżej zakresie jest niedostatecznie szczegółowy⁷⁴⁵. Nie wskazuje bowiem sposobu oraz terminu na przekazanie stosownych informacji bankowi-reprezentantowi. Z tego powodu rekomenduje się doprecyzowanie powyższych kwestii w umowie o reprezentację⁷⁴⁶.

Emitent jest również zobligowany do składania bankowi-reprezentantowi okresowych sprawozdań z wykonania obowiązków wynikających z warunków emisji. Czynności tej powinien dokonywać w odstępach czasu nie dłuższych niż 3 miesiące. W tym zakresie, w literaturze przedmiotu proponuje się doprecyzowywanie w umowie o reprezentację treści sprawozdania, w szczególności sposobu zdawania relacji z realizacji poszczególnych obowiązków ujętych w warunkach emisji lub załączenie do umowy stosownego wzoru. Uszczegółowieniu powinien ulec także termin i sposób przekazywania sprawozdań⁷⁴⁷.

Trzecim obowiązkiem emitenta wprost wskazanym w ustawie jest zawiadomianie banku-reprezentanta o zmianach dotyczących ustanowionego zabezpieczenia, w tym o istotnych zmianach wartości przedmiotu zabezpieczenia. Obowiązek ten dotyczy oczywiście

⁷⁴¹ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 221.

⁷⁴² K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 492.

⁷⁴³ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 221.

⁷⁴⁴ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 231.

⁷⁴⁵ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 221.

⁷⁴⁶ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 221.

⁷⁴⁷ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 222.

sytuacji, w których doszło do ustanowienia zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji danej emisji. We wskazanym powyżej przepisie ustawodawca użył nieostrego pojęcia istotnej zmiany wartości przedmiotu zabezpieczenia. Celem wykluczenia wątpliwości interpretacyjnych w umowie o reprezentację powinno uwzględniać się szczegółową definicję tego pojęcia. W piśmiennictwie proponuje się np. określenie procentowej zmiany wartości w odniesieniu do wartości wskazanej w pierwotnej wycenie⁷⁴⁸. Zmianami innymi niż te, które dotyczą wartości zabezpieczenia mogą być m. in. zmiana sposobu użytkowania nieruchomości, zmiana położenia przedmiotu rejestrowego, dalsze obciążenie przedmiotu zabezpieczenia⁷⁴⁹. W literaturze wskazuje się jednocześnie, że katalog obowiązków informacyjnych nałożonych na emitenta jest wyczerpujący⁷⁵⁰. Jednocześnie podnosi się, że wszystkie wskazane powyżej obowiązki emitenta stanowią minimalny katalog przewidziany w ustawie i mogą każdorazowo zostać rozszerzone w umowie o reprezentację. Nie mogą natomiast podlegać ograniczeniom lub wyłączeniom⁷⁵¹. Omawiany przepis ma zatem charakter semiimperatywny, a jego naruszenie skutkuje nieważnością wadliwego postanowienia umowy o reprezentację.

Podkreślenia wymaga także fakt, iż na gruncie art. 82 ust. 2 przepisy dotyczące obowiązków sprawozdawczych emitenta względem banku-reprezentanta nie znajdują zastosowania w przypadku emitentów, których papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu. Tym samym, obowiązki wskazane w ustawie zostały nałożone wyłącznie na emitentów niebędących spółkami publicznymi⁷⁵². Złagodzenie obowiązków w stosunku do emitentów, których papiery wartościowe zostały dopuszczone na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu jest tylko pozorne. Podmioty te muszą bowiem realizować analogiczne obowiązki informacyjne, z tym, że na podstawie innych przepisów⁷⁵³. Tym samym, bank-reprezentant jest w stanie pozyskać niezbędne informacje z innych źródeł, np. strony internetowej emitenta lub podmiotu zajmującego się obrotem papierami

⁷⁴⁸ P. Szytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 222.

⁷⁴⁹ P. Szytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 222.

⁷⁵⁰ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 494.

⁷⁵¹ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 231, K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 494.

⁷⁵² T. Sójka, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 294.

⁷⁵³ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 496.

wartościowymi⁷⁵⁴. W piśmiennictwie poddaje się w wątpliwość zasadność zastosowania wyłączenia realizacji wymogów sprawozdawczych w odniesieniu do sprawozdania z wykonywania obowiązków ujętych w warunkach emisji. Z uwagi na ich specyfikę może bowiem dojść do sytuacji, w której obowiązki informacyjne ustanowione w innych przepisach prawa, w szczególności w ustawie o ofercie publicznej nie będą obejmowały nakazu podania określonej informacji do wiadomości publicznej, a tym samym zostanie ona zatajona⁷⁵⁵. Podkreślenia wymaga dodatkowo fakt, że wyłączeniem zostali objęci emitenci, których jakiegokolwiek papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu. Nie muszą być to zatem koniecznie obligacje danego emitenta⁷⁵⁶. Wskazane powyżej okoliczności mogą więc stanowić dla emitentów pole do nadużyć.

Również w zakresie obowiązku dotyczącego zawiadamiania o zmianach w ustanowionym zabezpieczeniu ustawodawca przewidział wyjątek. Dotyczy on przypadków, kiedy informacje te podlegają przekazaniu do publicznej wiadomości w trybie określonym w ustawie o ofercie publicznej lub regulaminie alternatywnego systemu obrotu. Z uwagi na to, że zakres wyłączenia został ograniczony do informacji podlegających przekazaniu do publicznej wiadomości nie istnieje obawa, że jakakolwiek zmiana w ustanowionym zabezpieczeniu nie zostanie podana do publicznej wiadomości zgodnie z przepisami⁷⁵⁷.

Warto zauważyć, że powyższe wyłączenia nie funkcjonowały na gruncie ustawy o obligacjach z 1995 r.⁷⁵⁸. Zmianę tę należy oceniać pozytywnie, ponieważ usuwa problem dublowania obowiązków informacyjnych w stosunku do spółek publicznych⁷⁵⁹. Na uwadze trzeba mieć jednakże poczynione powyżej zastrzeżenie, w stosunku do objęcia wyłączeniem także obowiązku składania sprawozdań z wykonywania obowiązków zawartych w warunkach emisji.

W ramach regulacji odnoszących się do instytucji banku-reprezentanta ustawodawca przewidział również stosowne zabezpieczenia interesów obligatariuszy. Katalog obowiązków

⁷⁵⁴ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 222.

⁷⁵⁵ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 223.

⁷⁵⁶ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 496-497.

⁷⁵⁷ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 223.

⁷⁵⁸ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 493.

⁷⁵⁹ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 497.

banku-reprezentanta względem nich został przewidziany w art. 83 ust. 1 ustawy o obligacjach. Przepis ten przewiduje czynności banku-reprezentanta o charakterze faktycznym, które są kwalifikowane jako środki kontroli uprzedniej⁷⁶⁰. Zgodnie z jego treścią do obowiązków banku-reprezentanta wobec obligatariuszy należy m.in. okresowa analiza sytuacji finansowej emitenta z punktu widzenia jego zdolności do wykonywania obowiązków wynikających z warunków emisji. Częstotliwość badania kondycji finansowej emitenta powinna zostać określona w umowie o reprezentację⁷⁶¹. W przypadku braku sprecyzowania tej okoliczności realizacja obowiązku banku-reprezentanta w tym zakresie może być trudna do wyegzekwowania⁷⁶². Nie oznacza to jednakże, że obowiązek ten przestaje ciążyć na banku-reprezentancie. Przyjąć należy, że ocena powinna być dokonywana w takiej sytuacji w oparciu o publikowane przez emitenta sprawozdania finansowe sporządzane z częstotliwością wynikającą z innych przepisów prawa⁷⁶³. Ponadto bank-reprezentant musi udzielać odpowiedzi na pytania obligatariuszy dotyczące emisji. Ustawodawca nie ograniczył zakresu problematyki, której mogą dotyczyć pytania kierowane przez obligatariuszy do banku-reprezentanta. Tym samym, pytania mogą obejmować wszelkie kwestie, byle byłyby one związane z emisją obligacji, do realizacji której został zaangażowany bank-reprezentant⁷⁶⁴. W piśmiennictwie wskazuje się, że szczegółowy tryb zadawania pytań i udzielania na nie odpowiedzi powinien zostać uregulowany w umowie o reprezentację⁷⁶⁵. W przypadku braku uregulowań umownych należy przyjąć zgodnie ze stanowiskiem prezentowanym w literaturze, że pytania mogą być zadawane w dowolnej formie⁷⁶⁶. Natomiast odpowiedź powinna być udzielana nie tylko obligatariuszowi, który zadał pytanie, ale również udostępniona wszystkim pozostałym za pośrednictwem strony internetowej banku-reprezentanta⁷⁶⁷. Bank-reprezentant jest również zobowiązany do składania obligatariuszom oświadczenia o spełnianiu warunków do pełnienia swojej funkcji. Powinno ono obejmować potwierdzenie spełniania przesłanek pozytywnych oraz zapewnienie co do niewystępowania

⁷⁶⁰ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 498.

⁷⁶¹ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 499.

⁷⁶² B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 616.

⁷⁶³ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 233.

⁷⁶⁴ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 501.

⁷⁶⁵ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 501.

⁷⁶⁶ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 224.

⁷⁶⁷ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 233.

przesłanek negatywnych⁷⁶⁸. Powyższe oświadczenie powinno być składane nie rzadziej niż raz na 6 miesięcy. Strony stosunku mogą oczywiście zwiększyć częstotliwość raportowania w umowie o reprezentację⁷⁶⁹. Do najistotniejszych obowiązków banku-reprezentanta należy także reagowanie na niepokojące wiadomości dotyczące kondycji finansowej emitenta. Musi on bowiem zawiadomić obligatariuszy o sytuacji finansowej emitenta, jeżeli stwarza ona realne zagrożenie dla jego zdolności do wykonywania obowiązków wynikających z warunków emisji. O realnym zagrożeniu możemy mówić dopiero w sytuacji, gdy jest ono wysoce prawdopodobne⁷⁷⁰. Ponadto obowiązek informacyjny po stronie banku-reprezentanta aktualizuje się wyłącznie wtedy, gdy okoliczności uzasadniające zawiadomienie obligatariuszy już zaistniały. Bank-reprezentant nie będzie natomiast zobowiązany do podejmowania stosownych działań w sytuacji, w której pozyska informacje o przyszłych, planowanych działaniach emitenta, które mogą spowodować zagrożenie wykonywania przez niego obowiązków wskazanych w warunkach emisji⁷⁷¹. Z uwagi na wagę sytuacji zawiadomienie powinno nastąpić niezwłocznie po powzięciu informacji o złej kondycji finansowej emitenta⁷⁷². Wskazane powyżej obowiązki banku-reprezentanta pełnią rolę z jednej strony prewencyjną, z drugiej zaś informacyjną względem obligatariuszy⁷⁷³.

Podsumowując należy zwrócić uwagę na fakt, iż zgodnie art. 83 ust. 2 w umowie o reprezentację mogą zostać określone inne obowiązki banku-reprezentanta wobec obligatariuszy. Z aprobatą należy odnieść się do stanowiska, zgodnie z którym katalog obowiązków banku-reprezentanta może zostać jedynie rozszerzony⁷⁷⁴. Niedopuszczalne jest natomiast jego ograniczenie, wyłączenie niektórych obowiązków czy też ich zastąpienie innymi⁷⁷⁵. Słusznie wskazuje się także w piśmiennictwie, że rozszerzenie katalogu obowiązków banku-reprezentanta względem obligatariuszy było możliwe już na gruncie

⁷⁶⁸ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 233.

⁷⁶⁹ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 502.

⁷⁷⁰ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 500.

⁷⁷¹ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 500.

⁷⁷² P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 224.

⁷⁷³ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 616.

⁷⁷⁴ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 225, R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 232.

⁷⁷⁵ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 232, P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 224-225.

ustawy o obligacjach z 1995 r., z tym, że możliwość ta nie została sformułowana wprost⁷⁷⁶. Tym samym, uzupełnienie regulacji prawnych w tym zakresie ma charakter wyłącznie redakcyjny.

Do obowiązków banku-reprezentanta należy również podejmowanie działań w przypadku naruszenia przez emitenta obowiązków wynikających z warunków emisji. Zgodnie z art. 84 ust. 1 w tego typu sytuacjach zobowiązany jest on do niezwłocznego zawiadomienia obligatariuszy o zaistnieniu okoliczności stanowiących naruszenie obowiązków emitenta wobec obligatariuszy oraz zastosowania środków mających na celu ochronę praw obligatariuszy danej emisji. O podjętych działaniach bank-reprezentant powinien niezwłocznie zawiadomić obligatariuszy. Zdaniem doktryny działania te mają charakter kontroli następczej⁷⁷⁷. Stwierdzenia naruszenia warunków emisji bank-reprezentant powinien dokonywać w oparciu o obiektywne kryteria. Niezależnie od stopnia, w jakim emitent naruszył warunki emisji, a także zakresu, w jakim interes obligatariuszy zostanie zagrożony w wyniku tego naruszenia, bank-reprezentant powinien podjąć stosowne działania⁷⁷⁸. Bezwzględny wymóg podjęcia określonych czynności dotyczy również realizacji obowiązków informacyjnych względem obligatariuszy. Bank-reprezentant nie może powstrzymać się od jego spełnienia nawet w przypadku naruszenia warunków emisji w niewielkim stopniu, o ile tylko zachodzi obawa, że brak zawiadomienia mógłby spowodować naruszenie interesów obligatariuszy⁷⁷⁹.

W art. 84 ust. 2 ustawodawca wskazał przykładowy, otwarty katalog środków, które może podjąć bank-reprezentant⁷⁸⁰. Mogą one obejmować w szczególności podjęcie działań mających na celu ustanowienie przez emitenta dodatkowego zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji. Ponadto bank-reprezentant może wystosować do emitenta zawiadomienie o wymagalności zobowiązań wynikających z obligacji. Zawiadomienie to powinno zostać wysłane emitentowi w przypadku jego zwłoki w wykonaniu zobowiązań wynikających z obligacji albo opóźnienia nie krótszego niż 3 dni. Przypomnienia wymaga

⁷⁷⁶ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 498.

⁷⁷⁷ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 503.

⁷⁷⁸ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 618.

⁷⁷⁹ T. Sójka, *Uprawnienia organizacyjne obligatariuszy. Studium cywilnoprawne ze szczególnym uwzględnieniem pozasądowej restrukturyzacji zobowiązań z obligacji*, Warszawa 2018, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 149.

⁷⁸⁰ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 235, P. Szyptka, w: J. Krzyżkowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 225, K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 503.

fakt, iż zgodnie z art. 74 ust. 2 warunki emisji mogą wskazywać krótszy okres, który znajdzie zastosowanie również w przypadku wystosowania przez bank-reprezentanta stosownego zawiadomienia. Co więcej, uprawnienie do wysłania zawiadomienia przysługuje bankowi-reprezentantowi zarówno w przypadku nieterminowego wykonywania zarówno całości, jak i części zobowiązań. Warto przy tym podkreślić, że z uwagi na pełnienie przez bank-reprezentanta roli przedstawiciela ustawowego obligatariuszy dokonanie zawiadomienia będzie konieczne do postawienia zobowiązania w stan wymagalności⁷⁸¹. Kolejnym uprawnieniem banku reprezentanta jest możliwość wystąpienia przeciwko emitentowi z właściwym powództwem. W ostateczności może on również zgłosić wniosek o ogłoszenie upadłości emitenta. W piśmiennictwie podkreśla się jednakże, że środek ten powinien być stosowany wyłącznie w sytuacji, gdy niewypłacalność emitenta ma charakter trwały⁷⁸². Wybór odpowiedniego środka, który zostanie zastosowany w określonej sytuacji ustawodawca pozostawił bankowi-reprezentantowi⁷⁸³. Słusznie jednakże podkreśla się w piśmiennictwie, że kolejność środków ochrony interesów obligatariuszy przewidzianych w przepisie nie jest przypadkowa⁷⁸⁴. Z uwagi na ciężar gatunkowy podejmowanych czynności w pierwszej kolejności bank-reprezentant powinien korzystać ze środków sprowadzających się do ustanowienia dodatkowego zabezpieczenia oraz zawiadomienia emitenta o wymagalności zobowiązań wynikających z obligacji. Natomiast wytoczenie powództwa przeciwko emitentowi lub zgłoszenie wniosku o ogłoszenie upadłości emitenta powinno następować dopiero wtedy, gdy łagodniejsze środki ochrony nie przyniosą rezultatów⁷⁸⁵. Zasadnie podnosi się również w literaturze, że środki te powinny być stosowane ze szczególną ostrożnością. Ich zastosowanie może bowiem w praktyce doprowadzić do upadłości emitenta, konsekwencją czego będzie spadek wartości rynkowej obligacji⁷⁸⁶. Zastosowanie ich może wręcz pogorszyć sytuację obligatariuszy, gdyż może utrudnić lub uniemożliwić odzyskanie ich należności. Z drugiej jednak strony, jeżeli ochrona interesów obligatariuszy może zostać

⁷⁸¹ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 226.

⁷⁸² L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 190.

⁷⁸³ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 504.

⁷⁸⁴ J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”, s. 113, B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 602, L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 347.

⁷⁸⁵ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 506.

⁷⁸⁶ T. Sójka, *Uprawnienia organizacyjne obligatariuszy. Studium cywilnoprawne ze szczególnym uwzględnieniem pozasądowej restrukturyzacji zobowiązań z obligacji*, Warszawa 2018, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 151.

zapewniona jedynie przez zgłoszenie wniosku o ogłoszenie upadłości, nie ma znaczenia, że ustawa wskazuje mniej dotkliwe dla emitenta działania⁷⁸⁷.

Wśród środków, które nie zostały wprost wymienione przez ustawodawcę w katalogu zawartym w art. 84 ust. 2 ustawy, a które może dodatkowo zastosować wobec emitenta bank-reprezentant doktryna wymienia m. in. wystąpienie z wnioskiem o zabezpieczenie roszczeń obligatariuszy na majątku emitenta, realizację ustanowionych zabezpieczeń czy też wystąpienie do organu prowadzącego rynek regulowany lub alternatywny system obrotu o zawieszenie obrotu obligacjami emitenta⁷⁸⁸. Mając na uwadze zobowiązanie bank-reprezentanta do działania z najwyższą starannością należy wskazać, że w razie potrzeby powinien on stosować wszelkie środki zmierzające do ochrony praw obligatariuszy⁷⁸⁹. Również wtedy, gdy nie zostały one wprost wymienione w przepisie lub umowie o reprezentację. Brak realizacji wskazanych powyżej obowiązków przez bank-reprezentanta może skutkować dla niego dotkliwymi konsekwencjami. Zgodnie bowiem z art. 98 ustawy o obligacjach niedopełnienie obowiązków w tym zakresie zagrożone jest karą grzywny do 5 000 000 zł.

Ustawodawca uregulował także sposób komunikowania się przez bank-reprezentanta z obligatariuszami. W myśl art. 85 udostępnienie obligatariuszom przez bank-reprezentanta informacji wymaganych przez ustawę lub umowę o reprezentację odbywa się w drodze publikacji na stronie internetowej banku-reprezentanta. W literaturze przedmiotu wskazuje się, że z uwagi na istotność informacji publikowanych na niej, jej adres powinien znaleźć odzwierciedlenie wśród informacji zamieszczanych w warunkach emisji⁷⁹⁰. Pozytywnie należy odnieść się do zmiany regulacji w tym zakresie w stosunku do przepisów ustawy o obligacjach z 1995 r. Po pierwsze, obowiązek przekazywania informacji obligatariuszom rozszerzono również o emisje obligacji w trybach innych niż oferta publiczna. Po drugie, sposób komunikowania się z obligatariuszami w postaci dwóch dzienników z bliżej nieokreślonym zasięgiem, gdzie bank-reprezentant miał publikować informacje, zastąpiono bardziej dostępnym dla obligatariuszy i tańszym dla banku-reprezentanta przekazywaniem wiadomości za pośrednictwem strony internetowej⁷⁹¹. Możliwość zapoznania się z

⁷⁸⁷ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 235.

⁷⁸⁸ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 621.

⁷⁸⁹ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 225.

⁷⁹⁰ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 235, K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 509.

⁷⁹¹ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 508.

udostępnianymi przez bank-reprezentanta informacjami pozwala obligatariuszom na pozyskiwanie bieżących informacji na temat określonej serii obligacji.

Ostatnim zagadnieniem związanym z zawieraniem umowy o reprezentację jest kwestia rozliczeń pomiędzy jej stronami. Jak stanowi art. 86 wierzytelności banku-reprezentanta wobec emitenta, w tym roszczenie o wynagrodzenie przewidziane w umowie o reprezentację, nie mogą zostać zaspokojone w stopniu wyższym niż ten, w którym następuje zaspokojenie wierzytelności obligatariuszy wobec emitenta. Słusznie wskazuje się w piśmiennictwie, że przepisem tym zostały objęte wszelkie wierzytelności banku-reprezentanta⁷⁹². Z drugiej zaś strony, ograniczenie to dotyczy tylko tych wierzytelności, które stały się wymagalne w tym samym czasie lub później niż wierzytelności obligatariuszy⁷⁹³. Jest to unormowanie o charakterze bezwzględny. W związku z tym, ograniczenie zaspokojenia nie może zostać wyłączone w umowie o reprezentację⁷⁹⁴. Przywołana regulacja jest także kolejnym przejawem dbałości ustawodawcy o interesy obligatariuszy⁷⁹⁵. Dzięki zastosowanemu przez ustawodawcę rozwiązaniu bank-reprezentant ma dodatkową motywację do podjęcia działań zmierzających do zaspokojenia wierzytelności obligatariuszy w jak najwyższym stopniu. Przełoży się to bowiem na możliwość zaspokojenia również jego należności przysługujących mu od emitenta⁷⁹⁶. Tym samym, jest to przepis, który gwarantuje zwiększenie efektywności działań banku-reprezentanta⁷⁹⁷. W doktrynie wskazuje się, że w przypadku zaspokojenia banku-reprezentanta w wyższym stopniu, niż obligatariuszy powinien on przekazać nadwyżkę należnych mu środków na ich rzecz⁷⁹⁸.

9. Przepisy karne dotyczące obligacji.

Ustawodawca przewidział również szereg regulacji ustanawiających sankcje za działania niezgodne z prawem w zakresie emisji oraz obrotu obligacjami. Przepisy te zostały częściowo przywołane już przy okazji omawiania poszczególnych czynności związanych z wprowadzeniem obligacji na rynek finansowy. W tym miejscu zostaną natomiast

⁷⁹² K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 510.

⁷⁹³ B. Ptak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”, s. 623.

⁷⁹⁴ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 510.

⁷⁹⁵ K. Ernt-Staniulis, S. Rudnicki, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 510.

⁷⁹⁶ I. Weiss, w: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 19*, Warszawa 2006, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 475.

⁷⁹⁷ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 227.

⁷⁹⁸ P. Szpytka, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 227.

przeanalizowane szczegółowo i kompleksowo. Zasadniczym celem wprowadzenia regulacji o charakterze prawnokarnym do ustawy dotyczącej problematyki stosunków cywilnoprawnych było zdaniem przedstawicieli doktryny dodatkowe zabezpieczenie przestrzegania reguł postępowania w zakresie emisji i obrotu papierami wartościowymi⁷⁹⁹. W literaturze przedmiotu wskazuje się również, że przestępstwa związane z obligacjami mają znacznie mniejsze znaczenie praktyczne. Jednak ich rolą jest zapewnienie szczególnie wysokiego standardu związanego z publiczną rolą obligacji i potrzebą utrzymania społecznego zaufania do tego instrumentu finansowego. Właśnie z tego powodu liczba czynów stypizowanych w ustawie o obligacjach jest znaczna⁸⁰⁰.

Pierwsze z przestępstw przewidzianych przez ustawodawcę dotyka bezpośrednio problematyki emisji obligacji. Zgodnie z art. 87 ust. 1 karę grzywny do 5 000 000 zł i karę pozbawienia wolności od 6 miesięcy do lat 5 można nałożyć na podmiot, który dokonał emisji obligacji, nie będąc do tego uprawnionym, lub przy emisji nie zachował warunków określonych w ustawie. Znamieniem przestępstwa jest więc dokonanie emisji obligacji przez podmiot nieuprawniony lub niezachowanie przy emisji ustawowych warunków⁸⁰¹. W myśl natomiast art. 87 ust. 2 tej samej karze podlega także ten, kto działając w imieniu lub w interesie osoby prawnej albo jednostki organizacyjnej nieposiadającej osobowości prawnej, dopuszcza się wskazanych powyżej czynów. W piśmiennictwie postuluje się objęcie zakresem wyżej wymienionych czynów sytuacji, w których emitent co prawda posiada ogólną zdolność emisyjną, ale dokonuje emisji takiego rodzaju obligacji, do których wyemitowania nie jest uprawniony, np. emisja obligacji zamiennych przez spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością⁸⁰². Zarówno w odniesieniu do wskazanego powyżej przestępstwa, jak i wszystkich pozostałych omówionych poniżej przez działanie w imieniu emitenta rozumie się takie działanie, które w sposób formalny lub dorozumiany, wywołuje skutki prawne w sferze reprezentowanego podmiotu⁸⁰³. Działaniem w interesie emitenta jest natomiast takie

⁷⁹⁹ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 238, R. Zakrzewski, *Przestępstwo stypizowane w ustawie o obligacjach*, „Monitor Prawniczy” 1995, nr 11, s. 327, M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 512.

⁸⁰⁰ J. Piskorski, w: R. Zawłocki (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo karne gospodarcze. Tom 10*, Warszawa 2018, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 695.

⁸⁰¹ J. Skorupka, *Przestępstwa przeciwko obrotowi pieniędzmi i papierami wartościowymi. Rozdział XXXVII Kodeksu karnego. Komentarz*, Warszawa 2002, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 214.

⁸⁰² B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 228.

⁸⁰³ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 513.

działanie, które w sposób formalny lub dorozumiany, zmierza do przysporzenia na jego rzecz⁸⁰⁴.

Jako przykłady niezachowania warunków wskazanych w ustawie wymienia się w literaturze przedmiotu niedochowanie wymogów formalnych przy sporządzaniu warunków emisji czy też braki w ustanowieniu zabezpieczeń⁸⁰⁵. Czyny zabronione określone w art. 87 ustawy można popełnić jedynie umyślnie zarówno w zamiarze bezpośrednim, tj. z zamiarem wywołania określonego skutku, jak i ewentualnym, czyli ze świadomością wystąpienia istotnego ryzyka naruszenia przepisów⁸⁰⁶. Przepięstwo to można popełnić również w formie podżegania i pomocnictwa⁸⁰⁷. Na uwagę zasługuje fakt, że karalne będzie także samo usiłowanie popełnienia wskazanego powyżej przestępstwa⁸⁰⁸. Do czynu zabronionego dojdzie zatem już w momencie, w którym sprawca w zamiarze dokonania emisji obligacji bezpośrednio do niej zmierza⁸⁰⁹. W piśmiennictwie wskazuje się, że jeżeli przestęstwo jest popełniane w celu osiągnięcia korzyści majątkowej, to stanowi to okoliczność zwiększającą stopień winy⁸¹⁰. Podkreślenia wymaga również to, że są to przestęstwa ścigane z urzędu⁸¹¹.

Na gruncie art. 88 penalizacji uległy natomiast czyny polegające na nienależytym przechowywaniu wydruków informacji i komunikatów publikowanych na stronie internetowej emitenta. Dopuszczenie się tych zaniechań wiąże się z możliwością nałożenia na winnego kary grzywny, kary ograniczenia wolności albo pozbawienia wolności do roku. Jak stanowi zaś art. 88 ust. 2 tej samej karze podlegają podmioty, które działając w imieniu lub w interesie osoby prawnej albo jednostki organizacyjnej nieposiadającej osobowości prawnej, dopuszczają się wskazanych powyżej czynów. Na uwagę zasługuje fakt, że przepis ten posiadał swój odpowiednik w ustawie o obligacjach z 1995 r., z tym, że zmianie uległ katalog

⁸⁰⁴ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 513.

⁸⁰⁵ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 229.

⁸⁰⁶ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 238, M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 518, B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 231.

⁸⁰⁷ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 519.

⁸⁰⁸ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 232, M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 519.

⁸⁰⁹ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 521.

⁸¹⁰ R. Zawłocki, *Przepięstwo ujawnienie informacji poufnej*, „Monitor Prawniczy” 2011, nr 4, s. 215.

⁸¹¹ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 239, M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 521.

sankcji przewidzianych za popełnienie wskazanego w nim przestępstwa⁸¹². Czyny zabronione ujęte w przepisie mają szczególny charakter. Do ich popełnienia dochodzi bowiem przez zaniechanie wypełnienia ustawowego obowiązku⁸¹³. Przestępstwa mogą być popełnione umyślnie zarówno w zamiarze bezpośrednim, jak i ewentualnym⁸¹⁴. Karalne jest również samo usiłowanie oraz podżeganie i pomocnictwo w jego popełnieniu⁸¹⁵. Przestępstwo to jest ścigane z urzędu⁸¹⁶.

Kary zostały przewidziane również na wypadek niedopełnienia przez emitentów obowiązków nałożonych na nich w związku z ustanowieniem zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji. Zgodnie bowiem z art. 89 ust. 1 każdy kto nie udostępnia wyceny przedmiotu zabezpieczenia lub jej aktualizacji, podlega grzywnie, karze ograniczenia wolności albo pozbawienia wolności do roku. Analogiczną karę przewidziano dla podmiotów, które dopuszczają się tego czynu, działając w imieniu lub interesie emitenta (art. 89 ust. 2 ustawy o obligacjach). Podkreślenia wymaga fakt, że jest to nowe przestępstwo w katalogu czynów zabronionych przewidzianych w ustawie o obligacjach⁸¹⁷. Może ono dotyczyć wyłącznie emisji obligacji zabezpieczonych zastawem lub hipoteką⁸¹⁸. Znamiona czynu zabronionego zostaną wypełnione np. w sytuacji nieudostępnienia wyceny na żądanie, braku zapewnienia formy drukowanej wyceny czy też odmowy udostępnienia wyceny w miejscu przyjęcia żądania⁸¹⁹. Przestępstwo polegające na nieudostępnieniu wyceny lub jej aktualizacji może popełnić jedynie emitent lub osoba działająca w jego imieniu lub interesie⁸²⁰. Podmioty te mogą się go dopuścić jedynie w sposób umyślny, w zamiarze bezpośrednim lub

⁸¹² M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 523.

⁸¹³ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 523.

⁸¹⁴ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 234, M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 524.

⁸¹⁵ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 525.

⁸¹⁶ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 525.

⁸¹⁷ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 241, M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 527.

⁸¹⁸ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 235.

⁸¹⁹ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 235.

⁸²⁰ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 241.

ewentualnym⁸²¹. Do popełnienia przestępstwa dochodzi już w przypadku usiłowania dopuszczenia się wskazanych w przepisie czynów oraz podżegania do nich i pomocnictwa w ich dokonaniu⁸²². Jest to przestępstwo ścigane z urzędu⁸²³. Słusznie podkreśla się w piśmiennictwie, że z omawianym czynem zabronionym ściśle łączy się przestępstwo przewidziane w art. 271 Kodeksu karnego⁸²⁴, które polega na poświadczeniu w dokumencie nieprawdy, co do okoliczności mającej znaczenie prawne przez funkcjonariusza publicznego lub inną osobę uprawnioną do jego wystawienia⁸²⁵. Osoba, która dopuszcza się tego czynu podlega karze pozbawienia wolności od 3 miesięcy do lat 5. W sprawach mniejszej wagi ustawodawca przewidział złagodzenie kary do grzywny albo kary ograniczenia wolności. Natomiast w sytuacji, w której sprawca dopuszcza się wskazanego powyżej czynu w celu osiągnięcia korzyści majątkowej lub osobistej, podlega karze pozbawienia wolności od 6 miesięcy do lat 8. W odniesieniu do obligacji regulacja ta może znaleźć zastosowanie w przypadku udostępnienia dokumentu wyceny lub jej aktualizacji, w którym zostały wskazane nieprawdziwe wartości przedmiotów zabezpieczenia⁸²⁶.

Kolejne przestępstwo przewidziane w ustawie o obligacjach z 2015 r. ściśle wiąże się z procesem ich emisji. Jak stanowi art. 90 ust. 1 kto, przy emisji obligacji przeprowadzanej w inny sposób niż w trybie oferty publicznej, podaje nieprawdziwe lub zataja prawdziwe dane mogące w istotny sposób wpłynąć na ocenę zdolności emitenta do wykonania zobowiązań wynikających z obligacji, podlega grzywnie do 5 000 000 zł i karze pozbawienia wolności od 6 miesięcy do lat 5. W myśl zaś art. 90 ust. 2 tej samej karze podlega, kto dopuszcza się czynu określonego powyżej, działając w imieniu lub interesie osoby prawnej albo jednostki organizacyjnej nieposiadającej osobowości prawnej. W piśmiennictwie zasadnie wskazuje się, że analogiczne przestępstwo uwzględniały przepisy ustawy o obligacjach z 1995 r. Zmianie uległy jedynie sankcje przewidziane za jego popełnienie⁸²⁷. Jest to kolejny przepis, który ma gwarantować bezpieczeństwo obrotu gospodarczego. Chroni bowiem jakość

⁸²¹ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 236, R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 241.

⁸²² M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 529.

⁸²³ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 241.

⁸²⁴ Ustawa z dnia 6 czerwca 1997 r. - Kodeks karny, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1444 ze zm.

⁸²⁵ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 530.

⁸²⁶ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 530.

⁸²⁷ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 532.

informacji przekazywanych przez emitenta oraz ich rzetelność i prawdziwość⁸²⁸. Znajdzie on jednakże zastosowanie w ściśle określonych sytuacjach. Po pierwsze, można je popełnić jedynie wtedy, gdy nieprawdziwe lub zatajone dane mogą mieć istotny wpływ na ocenę zdolności emitenta do wykonywania zobowiązań, a w konsekwencji na decyzje podejmowane przez inwestorów. Zdaniem przedstawicieli doktryny przez „podanie nieprawdziwych danych” należy rozumieć zawarcie w dokumentacji informacji niezgodnych ze stanem rzeczywistym⁸²⁹. Natomiast pod pojęciem „zatajenia” kryje się działanie polegające na powstrzymaniu się od umieszczenia w dokumentach wymaganych informacji⁸³⁰. Na uwagę zasługuje również fakt, że w przepisie ustawodawca posłużył się nieostrym pojęciem „istotnego wpływu”, co może rodzić problemy interpretacyjne⁸³¹. W piśmiennictwie wskazuje się, że powyższa przesłanka powinna być oceniana z perspektywy tzw. racjonalnego inwestora⁸³². Za takiego należy uznawać obligatariusza, który zna mechanizmy rynkowe, dysponuje podstawową wiedzą na temat obrotu obligacjami, bez zaangażowania profesjonalnych podmiotów oraz posiada zdolność selekcji i przetwarzania wybranych informacji przekazywanych przez emitenta przy akceptacji pewnego poziomu ryzyka inwestycyjnego⁸³³. Może zatem dojść do sytuacji, w której podanie nieprawdziwych danych lub ich zatajenie nie spowoduje powstania odpowiedzialności karnej. Po drugie zaś, nie dotyczy on emisji odbywających się w trybie oferty publicznej. Nie oznacza to jednakże, że w tym trybie dopuszczalne jest manipulowanie lub zatajanie przekazywanych inwestorom informacji. Jeżeli emitent oferuje swoje obligacje w trybie oferty publicznej będzie podlegał regulacjom ustawy o ofercie publicznej, która przewiduje analogiczne sankcje karne za naruszenie ujętych w niej przepisów (art. 100 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej⁸³⁴). Przesłanki można dopuścić się jedynie w sposób umyślny, w zamiarze bezpośrednim lub

⁸²⁸ R. Zawłocki, *Przestępne ujawnienie informacji poufnej*, „Monitor Prawniczy” 2011, nr 4, s. 215.

⁸²⁹ J. Skorupka, *Przestępstwa przeciwko obrotowi pieniędzmi i papierami wartościowymi. Rozdział XXXVII Kodeksu karnego. Komentarz*, Warszawa 2002, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 214.

⁸³⁰ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 236.

⁸³¹ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 236.

⁸³² B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 237.

⁸³³ M. Glicz, w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2014, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 1239.

⁸³⁴ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 242, B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 238.

ewentualnym⁸³⁵. Karalne są już samo usiłowanie, podżeganie oraz pomocnictwo w popełnieniu przestępstwa⁸³⁶. Jest to przestępstwo ścigane z urzędu⁸³⁷.

Z możliwością oceny sytuacji finansowej związane jest natomiast przestępstwo stypizowane w art. 91 ustawy. Zgodnie z jego treścią grzywnie, karze ograniczenia wolności albo pozbawienia wolności do roku podlega każdy kto nie udostępnia sprawozdań, zawierających informacje o sumie przychodów z przedsięwzięcia (obowiązek ten odnosi się do emisji obligacji przychodowych), lub aktualnych sprawozdań finansowych wraz z opinią z badania. Natomiast w przypadku jednostek samorządu terytorialnego przestępstwem będzie nieudostępnienie sprawozdań z wykonania budżetu jednostki samorządu terytorialnego wraz z opinią regionalnej izby obrachunkowej. Karom wskazanym powyżej podlegają także podmioty, które dopuszczają się wskazanych powyżej czynów, działając w imieniu lub interesie emitenta. Po raz kolejny ustawodawca daje zatem wyraz dbałości o interesy obligatariuszy. Zgodnie z poglądem wyrażanym w piśmiennictwie penalizacja wskazanych powyżej czynów ma na celu dbałość o prawidłowość przebiegu procesów gospodarczych. Warunkiem prawidłowości obrotu gospodarczego jest bowiem prowadzenie dokumentacji, na podstawie której podmioty do tego uprawnione mogą pozyskać informacje na temat tej działalności⁸³⁸. W literaturze wskazuje się także, że przepisem zostało objęte zarówno nieudostępnienie obligatariuszom stosownych informacji, jak i udostępnienie ich, ale w sposób nienależyty⁸³⁹. Przez udostępnienie nienależyte należy rozumieć udostępnienie sprawozdań w sposób, za pośrednictwem którego nie dotrą one do osób uprawnionych lub dotrą, lecz w trybie i w sposób naruszający ich interesy⁸⁴⁰. W piśmiennictwie pojawiają się również głosy przeciwne. Zgodnie z ich treścią publikacja niepełnych sprawozdań nie będzie skutkowałą możliwością postawienia zarzutów popełnienia czynów określonych w przywołanym przepisie⁸⁴¹. Opowiedzieć należy się jednak za pierwszym z przytoczonych stanowisk. Wskazać należy bowiem, że skoro celem ustawodawcy było zapewnienie

⁸³⁵ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 238, M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 533.

⁸³⁶ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 533-534.

⁸³⁷ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 243, M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 535.

⁸³⁸ A. Błachnio-Parzych, w: R. Zawłocki (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo karne gospodarcze. Tom 10*, Warszawa 2018, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 609.

⁸³⁹ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 244.

⁸⁴⁰ R. Zawłocki, *Przestępne ujawnienie informacji poufnej*, „Monitor Prawniczy” 2011, nr 4, s. 223.

⁸⁴¹ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 240.

odpowiedniej ochrony obligatariuszom, to niezasadne byłoby przyzwalanie emitentom na wybiórcze publikowanie informacji, które powinni przekazywać obligatariuszom. Przepięstwo to, w odróżnieniu od wcześniej omówionych, może zostać zatem popełnione zarówno przez działanie, jak i zaniechanie⁸⁴². Karalne będzie już samo usiłowanie popełnienia przestępstwa oraz podżeganie do niego i pomocnictwo w jego popełnieniu⁸⁴³. Wskazanego powyżej czynu zabronionego można dopuścić się w sposób umyślny w zamiarze bezpośrednim lub ewentualnym⁸⁴⁴. Jest to przestępstwo ścigane z urzędu⁸⁴⁵.

Odpowiedzialność karna została przewidziana również w przypadku naruszenia przepisów o przychodach emitenta obligacji przychodowych. Zgodnie z art. 92 ustawy kto nie przechowuje środków będących przychodami z przedsięwzięcia na rachunku bankowym, zgodnie z art. 26 ust. 1, lub wypłaca zgromadzone środki w sposób sprzeczny z art. 26 ust. 2 i 3, podlega grzywnie do 5 000 000 zł, karze pozbawienia wolności do lat 2 albo obu tym karom łącznie. Powyższe przestępstwo charakteryzuje się tym, że może zostać popełnione jedynie przez emitenta obligacji przychodowych⁸⁴⁶. Dopuścić się go można jedynie umyślnie w zamiarze bezpośrednim lub ewentualnym⁸⁴⁷. Do popełnienia pierwszego czynu dochodzi przez zaniechanie wypełnienia ustawowego obowiązku, natomiast do drugiego przez podjęcie niezgodnego z przepisami prawa działania⁸⁴⁸. Sankcje będą podlegały również podmioty, które usiłują popełnić czyny zabronione wskazane w przepisie, podżegają do ich popełnienia lub pomagają w tym zakresie⁸⁴⁹. W sytuacji, w której w wyniku działania podmiotu zajmującego się sprawami majątkowymi emitenta we wskazanym powyżej zakresie dojdzie do wyrządzenia znacznej szkody majątkowej, to poza omawianym przestępstwem przewidzianym w ustawie o obligacjach dojdzie także do popełnienia czynu przewidzianego w art. 296 k.k.⁸⁵⁰. Podkreślenia wymaga także to, że jest to przestępstwo ścigane z urzędu⁸⁵¹.

⁸⁴² R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 244.

⁸⁴³ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 538.

⁸⁴⁴ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 244, M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 538.

⁸⁴⁵ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 539.

⁸⁴⁶ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 245.

⁸⁴⁷ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 242, R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 245.

⁸⁴⁸ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 541.

⁸⁴⁹ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 542-543.

⁸⁵⁰ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 544.

W świetle przepisów ustawy o obligacjach przestępstwem jest także przeznaczenie środków z emisji obligacji na inne cele niż określone w warunkach emisji. Jak stanowi art. 93 kto przeznacza środki pochodzące z emisji obligacji na inne cele niż określone w warunkach emisji, podlega grzywnie do 5 000 000 zł, karze pozbawienia wolności do lat 2 albo obu tym karom łącznie. Przez przeznaczenie środków należy rozumieć podjęcie i uzewnętrznienie decyzji o wydatkowaniu ich w inny sposób niż zostało to określone w warunkach emisji⁸⁵². Do popełnienia przestępstwa wystarczy samo formalne przeznaczenie środków na inne cele. Nie musi zatem dojść do faktycznego rozporządzenia funduszami⁸⁵³. Podkreślenia wymaga to, że celem przepisu po raz kolejny jest ochrona interesów obligatariuszy⁸⁵⁴. Omawiane przestępstwo może zostać popełnione jedynie umyślnie, zarówno w zamiarze bezpośrednim jak i ewentualnym⁸⁵⁵. W piśmiennictwie wskazuje się dodatkowo, że jeżeli zamiar popełnienia czynu zabronionego powstał jeszcze przed przeprowadzeniem emisji, to właściwie będziemy mieli do czynienia z przestępstwem oszustwa⁸⁵⁶. Zgodnie z art. 286 k.k. polega ono na doprowadzeniu innej osoby do niekorzystnego rozporządzenia własnym lub cudzym mieniem za pomocą wprowadzenia jej w błąd albo wyzyskania błędu lub niezdolności do należytego pojmowania przedsiębranego działania w celu osiągnięcia korzyści majątkowej. Karze będzie podlegał także podżegacz lub pomocnik w popełnieniu czynu wskazanego w omawianym przepisie, a także osoba, która dopuściła się wyłącznie jego usiłowania⁸⁵⁷. Jest to przestępstwo ścigane z urzędu⁸⁵⁸. Podkreślenia wymaga jednakże to, że z uwagi na ogólną zasadę fakultatywności określania celu emisji omawiany przepis w praktyce bardzo często nie będzie miał w ogóle zastosowania⁸⁵⁹.

Karze będzie podlegał również podmiot, który umożliwił bezprawne głosowanie na zgromadzeniu obligatariuszy. W myśl art. 94 ustawy ten kto w celu umożliwienia

⁸⁵¹ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 544.

⁸⁵² B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 243.

⁸⁵³ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 246.

⁸⁵⁴ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 246.

⁸⁵⁵ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 546, B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 244.

⁸⁵⁶ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 389, B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 243.

⁸⁵⁷ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 546-547.

⁸⁵⁸ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 548.

⁸⁵⁹ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 243.

bezprawnego głosowania na zgromadzeniu obligatariuszy wystawia fałszywe zaświadczenie, o którym mowa w art. 55 ust. 1a, albo przekazuje lub udostępnia fałszywą listę obligatariuszy uprawnionych do uczestnictwa w zgromadzeniu obligatariuszy, podlega grzywnie, karze ograniczenia wolności albo pozbawienia wolności do roku. Celem powyższej regulacji jest ochrona bezpieczeństwa obrotu gospodarczego oraz wiarygodności dokumentów⁸⁶⁰. Wprowadzenie przepisu uzasadnia się również potrzebą ochrony interesów obligatariuszy poprzez zapewnienie prawidłowego zwołania i przebiegu zgromadzenia obligatariuszy⁸⁶¹. Na uwagę zasługuje fakt, że jest to w stosunku do ustawy o obligacjach z 1995 r. nowa regulacja⁸⁶². Wynika to z tego, że w poprzedniej ustawie nie przewidziano instytucji zgromadzenia obligatariuszy⁸⁶³. W brzmieniu sprzed 1 lipca 2019 r. przepis ten obejmował szerszy zakres czynów zabronionych. Regulacja penalizowała wystawienie fałszywego zaświadczenia o złożeniu dokumentu obligacji uprawniającej do głosowania na zgromadzeniu obligatariuszy oraz użyczenie dokumentu obligacji nieuprawniającej jej właściciela do głosowania. W związku z dematerializacją obligacji unormowania te nie znajdują odzwierciedlenia w znowelizowanej treści przepisu. W piśmiennictwie wskazuje się jednakże, że w odniesieniu do dokumentów obligacji wyemitowanych w okresie kiedy było to jeszcze dopuszczalne, w przypadku dopuszczenia się dwóch wskazanych powyżej czynności, zastosowanie znajdują przepisy dotyczące przestępstwa oszustwa przewidziane w kodeksie karnym⁸⁶⁴. Wskazać również należy, że przestępstwa wskazane w art. 94 ustawy może popełnić ściśle określony krąg podmiotów. Zaliczamy do niego obligatariuszy, emitentów, notariuszy, banki krajowe, instytucje kredytowe oraz firmy inwestycyjne⁸⁶⁵. Przestępstwo to może zostać popełnione jedynie umyślnie w zamiarze bezpośrednim, o czym świadczy celowość podejmowanych przez sprawcę działań⁸⁶⁶. Jest to przestępstwo ścigane z urzędu⁸⁶⁷.

Z przebiegiem zgromadzenia obligatariuszy może wiązać się jeszcze jedno przestępstwo. Dotyczy ono posługiwania się fałszywym lub cudzym dokumentem na zgromadzeniu

⁸⁶⁰ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 550.

⁸⁶¹ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 245.

⁸⁶² M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 549.

⁸⁶³ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 247.

⁸⁶⁴ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 550.

⁸⁶⁵ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 550.

⁸⁶⁶ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 551.

⁸⁶⁷ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 552.

obligatariuszy. Zgodnie z art. 95 podmiot, który w głosowaniu na zgromadzeniu obligatariuszy posługuje się fałszywym zaświadczeniem, o którym mowa w art. 55 ust. 1a, albo fałszywym świadectwem depozytowym, o którym mowa w art. 55 ust. 2, podlega grzywnie, karze ograniczenia wolności albo pozbawienia wolności do roku. W pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę na to, że omawiana regulacja jest nowym elementem w stosunku do ustawy o obligacjach z 1995 r. Nie przewidywała ona bowiem instytucji zgromadzenia obligatariuszy⁸⁶⁸. Celem wprowadzenia przepisu art. 95 ustawy było zapewnienie ochrony wiarygodności dokumentów⁸⁶⁹. Jak wskazuje się w piśmiennictwie przez wiarygodność dokumentów należy rozumieć autentyczność tych dokumentów, a zatem zarówno pochodzenie tych dokumentów, jak i zawartą w nich treść⁸⁷⁰. Ustawodawca wprowadzając omawianą regulację do ustawy po raz kolejny dał wyraz dbałości o interesy obligatariuszy. W literaturze wskazuje się, że regulacja ta zapewnia prawidłowy przebieg i rzetelność decyzji zgromadzenia, które mają przełożenie na sytuację ekonomiczną obligatariuszy⁸⁷¹. Popełnienia przestępstwa może dopuścić się obligatariusz oraz osoba podejmująca bezprawnie działania w tej roli⁸⁷². Wskazanego w przepisie czynu zabronionego można dopuścić się jedynie umyślnie w zamiarze bezpośrednim lub ewentualnym⁸⁷³. Karalne będzie także usiłowanie popełnienia przestępstwa, podżeganie do niego oraz pomocnictwo w jego popełnieniu⁸⁷⁴. Jest to przestępstwo ścigane z urzędu⁸⁷⁵.

Kolejne dwa przestępstwa dotyczą problematyki nabywania obligacji. Po pierwsze, jak stanowi art. 96 ustawy ten kto, działając w imieniu lub na rachunek emitenta, proponuje nabycie obligacji nabytych na podstawie art. 76, podlega grzywnie do 1 000 000 zł. Po drugie, w myśl art. 97 takiej samej karze będzie podlegał ten kto działając w imieniu lub na rachunek emitenta, nabywa obligacje z naruszeniem zakazów, o których mowa w art. 76 ust. 2 i 3. Wskazane powyżej przepisy odnoszą się do obrotu obligacjami własnymi. Pierwszy

⁸⁶⁸ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 248.

⁸⁶⁹ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 553.

⁸⁷⁰ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 553.

⁸⁷¹ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 247.

⁸⁷² M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 553-554.

⁸⁷³ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 247, M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 554.

⁸⁷⁴ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 554.

⁸⁷⁵ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 555.

czyn zabroniony penalizuje ponowne wprowadzanie do obrotu obligacji, które zostały wykupione przez emitenta w celu ich umorzenia⁸⁷⁶. Warto podkreślić, że karalne jest już samo złożenie podmiotowi trzeciemu jakiegokolwiek oferty w tym zakresie⁸⁷⁷. Zgodnie z prezentowanym w literaturze przedmiotu stanowiskiem pod pojęciem „proponowania nabycia” należy rozumieć każde zachowanie, które jednoznacznie zachęca nabywcę do nabycia papierów wartościowych⁸⁷⁸. Działanie to musi jednakże obiektywnie umożliwiać nabycie obligacji lub wejście w jej posiadanie⁸⁷⁹. Co więcej należy rozumieć je szerzej, niż przez pryzmat cywilnoprawnej oferty, o której mowa w art. 66 k.c.⁸⁸⁰. Od strony formalnej należy wskazać, że przestępstwo to może zostać popełnione jedynie umyślnie zarówno w zamiarze bezpośrednim, jak i ewentualnym⁸⁸¹. Podkreślenia wymaga również to, że karalne będzie już samo usiłowanie popełnienia przestępstwa, podżeganie do niego oraz pomocnictwo w jego popełnieniu⁸⁸². Drugi z czynów zabronionych polega natomiast na niezgodnym z prawem nabyciu własnych obligacji przez emitenta. Jak słusznie wskazuje się w piśmiennictwie celem wprowadzenia przepisu art. 97 było wzmocnienie ochrony interesów obligatariuszy i zapobieżenie podejmowania przez emitentów działań ze szkodą dla inwestorów, którzy nabyli ich obligacje⁸⁸³. Zdaniem przedstawicieli doktryny przez „czynność nabycia” należy rozumieć każdą czynność polegającą na uzyskaniu władztwa nad obligacją z zamiarem uzyskania statusu jej właściciela⁸⁸⁴. Również to przestępstwo można popełnić wyłącznie umyślnie w zamiarze bezpośrednim lub ewentualnym⁸⁸⁵. Sankcji przewidzianej w przepisie będzie podlegał także pomocnik, podżegacz oraz podmiot, który

⁸⁷⁶ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 249.

⁸⁷⁷ J. Skorupka, *Przestępstwa przeciwko obrotowi pieniędzmi i papierami wartościowymi. Rozdział XXXVII Kodeksu karnego. Komentarz*, Warszawa 2002, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 217, R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 249, B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 248.

⁸⁷⁸ R. Zawłocki, *Przestępne ujawnienie informacji poufnej*, „Monitor Prawniczy” 2011, nr 4, s. 241.

⁸⁷⁹ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 558.

⁸⁸⁰ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 559.

⁸⁸¹ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 250, B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 248.

⁸⁸² M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 559-560.

⁸⁸³ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 248.

⁸⁸⁴ R. Zawłocki, *Przestępne ujawnienie informacji poufnej*, „Monitor Prawniczy” 2011, nr 4, s. 242.

⁸⁸⁵ R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 251, B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 248.

jedynie usiłował popełnić wskazany powyżej czyn zabroniony⁸⁸⁶. Podsumowując, trzeba także wskazać, że obydwa przestępstwa są ścigane z urzędu⁸⁸⁷.

Ostatnie przestępstwo przewidziane w ustawie o obligacjach dotyka problematyki naruszenia obowiązków banku-reprezentanta. Jak stanowi art. 98 podmiot działający w imieniu banku-reprezentanta, który nie dopełnia obowiązków, o których mowa w art. 84 ust. 1, podlega grzywnie do 5 000 000 zł. Obowiązki wskazane w tym przepisie dotyczą m.in. zawiadomienia obligatariuszy o powstaniu okoliczności stanowiących naruszenie obowiązków emitenta oraz podjęcia stosownych działań mających na celu ochronę praw obligatariuszy. Do zaniechania wskazanych powyżej powinności banku-reprezentanta, a tym samym popełnienia przestępstwa wskazanego w omawianym przepisie może dojść wyłącznie umyślnie w zamiarze bezpośrednim lub ewentualnym⁸⁸⁸. Karę poza sprawcą mogą ponieść także pomocnik, podżegacz oraz podmiot, który usiłował popełnić omawiany czyn zabroniony. Celem wprowadzenia unormowań zawartych w art. 98 była wola wzmocnienia gwarancji wykonania obowiązków przez bank-reprezentanta⁸⁸⁹. Jeżeli do tego nie dojdzie sprawcy będą ścigani z urzędu⁸⁹⁰.

Podsumowując należy wskazać, że omówione powyżej przepisy karne są niezbędnym elementem regulacji dotyczących obligacji. Penalizują bowiem czyny godzące w interesy obligatariuszy oraz pewność obrotu gospodarczego. Tym samym, stanowią dodatkową ochronę tych wartości. Potrzebę ich wprowadzenia potwierdza dodatkowo fakt, że w praktyce orzeczniczej pojawiają się wyroki skazujące przestępców w oparciu o ich treść⁸⁹¹.

10. Przepisy przejściowe i końcowe.

Zgodnie z zasadami prawidłowej techniki legislacyjnej ustawodawca wprowadzając do systemu prawa nową ustawę przewidział niezbędne przepisy przejściowe i końcowe. Zgodnie z art. 109 ustawy zawierającym normę intertemporalną do obligacji wyemitowanych przed dniem wejścia w życie ustawy stosuje się przepisy dotychczasowe, tj. przepisy ustawy z

⁸⁸⁶ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 564.

⁸⁸⁷ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 561 i 565.

⁸⁸⁸ B. Stępień, w: J. Krzyżykowska i in., *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN, s. 249, M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 568.

⁸⁸⁹ J. Skorupka, *Przestępstwa przeciwko obrotowi pieniędzmi i papierami wartościowymi. Rozdział XXXVII Kodeksu karnego. Komentarz*, Warszawa 2002, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 217.

⁸⁹⁰ M. Królikowski, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 569.

⁸⁹¹ Wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie z dnia 24 stycznia 2018 r., XII K 3/17, SIP LEX nr 2478834, Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 13 września 2019 r., II AKa 209/18, SIP LEX nr 2761599.

dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach. Dotychczasowe przepisy należało zatem stosować do obligacji wyemitowanych przed dniem 1 lipca 2015 r. W doktrynie słusznie wskazuje się, że z uwagi na brak ustawowej definicji emisji problematyczne było jednoznaczne ustalenie kiedy następuje emisja, a zatem jakie przepisy należy stosować do danej serii obligacji⁸⁹². W tym kontekście należy przyjmować, że kluczowym momentem dla emisji obligacji jest data ich wydania lub zapisania na rachunkach papierów wartościowych i tę datę należy brać pod uwagę przy wyborze właściwych dla danej emisji regulacji prawnych⁸⁹³.

Jednocześnie na mocy art. 111 ustawy utraciła moc ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach. Datą utraty mocy przez poprzednią ustawę o obligacjach był dzień wejścia w życie nowej ustawy, tj. 1 lipca 2015 r.

Jako datę wejścia w życie nowej ustawy z 2015 r. na mocy art. 112 ustanowiono 1 lipca 2015 r. Pierwotnie zakładano wejście w życie ustawy w dniu 1 stycznia 2015 r. Jednakże z uwagi na przedłużające się prace legislacyjne niezbędne było przesunięcie w czasie pierwotnego terminu o 6 miesięcy. Słusznie podkreśla się w piśmiennictwie, że wyznaczenie dłuższego terminu *vacatio legis* dla regulacji dotyczących funkcjonowania przedsiębiorców należy ocenić pozytywnie⁸⁹⁴. Emitenci mieli bowiem więcej czasu na zapoznanie się z nowymi regulacjami i dostosowanie planowanych przez siebie emisji do nowych realiów prawnych.

11. Wnioski.

Podsumowując przeprowadzoną we wcześniejszych fragmentach niniejszego rozdziału analizę należy wskazać, że ustawodawca po raz kolejny przewidział szereg regulacji jednostkowych i systemowych, które ze swej istoty miały za zadanie chronić bezpieczeństwo obrotu oraz interesy obligatariuszy. Pierwszym jednostkowym przykładem unormowania o takim charakterze jest sprecyzowanie w ustawie ściśle określonego, zamkniętego katalogu podmiotów posiadających zdolność emisyjną. Kolejnym z nich jest obowiązek sporządzania warunków emisji co do zasady w języku polskim. Jako następny przykład można byłoby wskazać unormowanie, zgodnie z którym jeżeli został określony cel emisji, to emitent nie może przeznaczyć środków pochodzących z emisji obligacji na inny cel. Kolejnym

⁸⁹² S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 579.

⁸⁹³ S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 579.

⁸⁹⁴ S. Jakszuk, J. Róg-Dyrda, w: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 582.

przykładem jest umożliwienie obligatariuszom postawienia w ściśle określonych przypadkach świadczeń przysługujących im od emitenta w stan wymagalności.

Ustawodawca zagwarantował również emitentom dostęp do informacji na temat emitenta i emitowanych przez niego obligacji. Dokumentem, który wskazuje podstawowe dane w tym zakresie są warunki emisji. Precyzyjne uregulowanie ich treści, gwarantuje obligatariuszom jednolity dostęp do informacji niezależnie od tego, jaki podmiot przeprowadza daną emisję. Należy również wskazać, że poza warunkami emisji emitent jest zobowiązany do sporządzenia, w zależności od trybu emisji obligacji propozycji nabycia, prospektu albo memorandum informacyjnego. Poza informacjami zamieszczonymi w warunkach emisji dokumenty te zawierają informacje, które umożliwiają ocenę sytuacji finansowej emitenta, w tym informacje dotyczące wartości zaciągniętych zobowiązań oraz perspektywy kształtowania się zobowiązań emitenta do czasu całkowitego wykupu obligacji proponowanych do nabycia. W przypadku emisji obligacji przychodowych propozycja nabycia zawiera dodatkowo informacje umożliwiające potencjalnym nabywcom zapoznanie się z przewidywanymi efektami przedsięwzięcia, które ma zostać sfinansowane z emisji tych obligacji, oraz zdolnością emitenta do wywiązywania się z zobowiązań wynikających z tych obligacji. Dopełnieniem obowiązków informacyjnych nałożonych na emitentów jest regulacja obligująca do udostępniania obligatariuszom ich rocznych sprawozdań finansowych. Za podstawową wadę przyjętą w ustawie o obligacjach z 2015 r. regulacji dotyczących obowiązków informacyjnych należy uznać brak sprecyzowania, jakie dokładnie dane powinna zawierać informacja przekazywana obligatariuszom. Dopiero doktryna sformułowała postulaty w tym zakresie. Zgodnie z zaprezentowanymi we wcześniejszych fragmentach rozprawy stanowiskami, przyszłych obligatariuszy należy poinformować m.in. o przychodach, zyskach, stratach, poszczególnych pozycjach bilansu emitenta, czy też ryzykach towarzyszących prowadzonemu przez emitenta rodzajowi działalności. Zasadniczą niedoskonałością przepisów w zakresie realizacji obowiązków informacyjnych przez emitentów względem obligatariuszy jest również brak obowiązku aktualizowania danych przekazywanych w treści propozycji nabycia lub jej odpowiednika.

Na poziom bezpieczeństwa obligatariuszy miała również wpłynąć nowelizacja przepisów dotycząca obligatoryjnej dematerializacji obligacji. Celem powszechnej i obowiązkowej emisji obligacji w postaci zdematerializowanej było zwiększenie bezpieczeństwa obrotu tego rodzaju papierami wartościowymi. Po pierwsze, obowiązek zarejestrowania obligacji w depozycie papierów wartościowych gwarantuje jednoznaczne ustalenie podmiotu uprawnionego do świadczeń z niej wynikających. Po drugie, eliminuje

ryzyko zagubienia, zniszczenia lub sfałszowania dokumentu obligacji. Podkreślenia wymaga także to, że system depozytów papierów wartościowych jest obciążony licznymi restrykcjami i podlega stałej kontroli powołanych do tego organów, takich jak Komisja Nadzoru Finansowego. Dzięki obowiązkom nałożonym na podmioty prowadzące rejestry możliwe jest również bieżące kontrolowanie emitentów w zakresie prowadzonej przez nich gospodarki finansowej oraz bieżącego wywiązywania się z zobowiązań wynikających z obligacji. Regulacje w tym zakresie mogą zatem przynieść pozytywne skutki w sferze wzrostu bezpieczeństwa obligatariuszy.

Kolejnym przejawem dbałości o interesy obligatariuszy jest umożliwienie emitentowi ustanawiania dodatkowych zabezpieczeń. Na uwagę zasługuje fakt, że już w warunkach emisji emitent zobowiązany jest do zawarcia m.in. informacji o ustanowionych lub planowanych do ustanowienia zabezpieczeniach wierzytelności wynikających z obligacji albo braku takiego zabezpieczenia. Informacją, którą muszą zawierać warunki emisji są także wiadomości dotyczące wysokości, formy i warunków ustanowionego zabezpieczenia. Powinny one w szczególności wskazywać informację o sposobie zaspokojenia z przedmiotu zabezpieczenia, datę ustanowienia zabezpieczenia lub planowany termin jego ustanowienia oraz wycenę lub skrót tej wyceny i uzasadnienie wyboru podmiotu dokonującego wyceny. W dalszej kolejności emitent został także zobowiązany, na wypadek zawarcia umowy z administratorem zastawu lub administratorem hipoteki, do poinformowania w warunkach emisji, jaki podmiot będzie pełnił te obowiązki. Wszystkie wskazane powyżej unormowania, które pozytywnie powinny wpływać na bezpieczeństwo inwestorów na rynku obligacji mają jednakże jedną podstawową wadę. Jest nią fakultatywność ustanowienia zabezpieczeń przez emitenta. Tym samym, to czy obligatariusz będzie mógł skorzystać z dodatkowej ochrony zainwestowanych przez siebie środków zależy wyłącznie od decyzji emitenta. Ustawodawca przewidział więc rozbudowane regulacje prawne, które z założenia powinny chronić interesy obligatariuszy, jednocześnie nie zapewniając obligatariuszom gwarancji skorzystania z nich.

Korzystnym dla obligatariuszy unormowaniem jest natomiast regulacja, zgodnie z którą za zobowiązania wynikające z obligacji emitent odpowiada całym swoim majątkiem. Oznacza to, że brak realizacji świadczeń z tytułu obligacji umożliwia dochodzenie należności ze wszystkich składników majątku emitenta. W praktyce niestety najczęściej bywa tak, że jeżeli emitent nie wywiązuje się z realizacji świadczeń przewidzianych w wyemitowanych obligacjach, to dochodzenie tych należności z uwagi na brak wypłacalności emitenta jest bardzo utrudnione lub niemożliwe.

Następnym instrumentem zwiększającym bezpieczeństwo obligatariuszy jest możliwość powołania zgromadzenia obligatariuszy. Podkreślenia wymaga fakt, że jest to nowa instytucja, nieznana na gruncie regulacji ustawy o obligacjach z 1995 r. Do podstawowych kompetencji zgromadzenia obligatariuszy zalicza się reprezentowanie obligatariuszy w relacjach z emitentem oraz decydowanie o zmianach warunków emisji. Dzięki ustanowieniu kwalifikowanych postanowień warunków emisji obligatariusze zyskali większą kontrolę nad zasadami rozliczenia się przez emitenta z zaciągniętych wobec nich zobowiązań. Co więcej, w zakresie przekazanym do kompetencji zgromadzenia obligatariuszy wyłączone jest uprawnienie emitenta do samodzielnego wprowadzania zmian warunków emisji. Jeżeli emitent decyduje się na ustanowienie zgromadzenia obligatariuszy, to informacja w tym zakresie powinna znaleźć odzwierciedlenie już w warunkach emisji. W takim przypadku warunki emisji określają również zasady zwoływania i organizacji zgromadzenia obligatariuszy, w tym miejsce odbycia, oraz zasady podejmowania uchwał przez zgromadzenie. Z punktu widzenia obligatariuszy największą wadą regulacji dotyczących zgromadzenia obligatariuszy jest jego fakultatywny charakter. Po raz kolejny ustawodawca pozostawił zatem decyzję o przyznaniu obligatariuszom instrumentów ochronnych decyzji emitenta.

Mechanizmem, który w założeniach ustawodawcy powinien pozytywnie wpływać na poziom ochrony interesów obligatariuszy jest również instytucja banku-reprezentaanta. Uzasadnieniem dla wprowadzenia tej instytucji jest rozproszenie masowo emitowanych obligacji wśród wielu inwestorów i wynikająca z tego zjawiska potrzeba reprezentacji ich wspólnych interesów w relacjach z emitentem. W sytuacji, w której obligatariusz posiada nieznaczną liczbę obligacji podejmowanie przez niego czynności zmierzających do ochrony jego praw mogłoby okazać się nieopłacalne z uwagi na poziom kosztów. Tym samym, przez wzgląd na ochronę interesów obligatariuszy niezbędne było wprowadzenie instrumentu, za pomocą którego możliwe jest zbiorcze reprezentowanie ich spraw w relacjach z emitentem. Niestety również w tym przypadku ustanowienie dodatkowej ochrony obligatariuszy, w postaci zawarcia umowy o reprezentację z bankiem-reprezentantem ustawodawca pozostawił co do zasady swobodnej decyzji emitenta. W konsekwencji czego, po raz kolejny ustawodawca przygotował obszerną regulację prawną zmierzającą do ochrony praw obligatariuszy, która ma iluzoryczne zastosowanie w praktyce.

Odnosząc się do sytuacji prawnej obu stron stosunku wynikającego z obligacji należy wskazać, że ustawodawca przewidział szeroki katalog szczególnych rodzajów obligacji. Każdy z nich charakteryzuje się określoną specyfiką i pozwala na indywidualne dopasowanie

emisji obligacji do potrzeb emitenta oraz inwestorów. Zapewnienie uczestnikom rynku kapitałowego tak szerokiego wachlarza rozwiązań należy przyjąć z aprobatą i ocenić pozytywnie. W kontekście poszczególnych rodzajów obligacji należy zwrócić uwagę na fakt, że regulacje, które je ustanawiają również zawierają przejawy dbałości o interesy obligatariuszy. W tym celu, np. przepisy dotyczące obligacji partycypacyjnych uwzględniają unormowanie, zgodnie z którym rozporządzenie przez emitenta zyskiem stanowiącym udział obligatariuszy w sposób sprzeczny z warunkami emisji jest wobec nich bezskuteczne. Ponadto, ustawodawca z myślą o obligatariuszach przewidział także dodatkowe mechanizmy ochronne w przypadku emisji obligacji przychodowych.

Biorąc natomiast pod rozwagę sytuację prawną emitenta należy wskazać, że ustawodawca nałożył na niego szereg istotnych obowiązków informacyjnych, których wypełnienie znacząco wydłuża proces emisji obligacji. Dodatkowo, z uwagi na przeprowadzone w ostatnim czasie zmiany przepisów prawa, emisja obligacji stała się procedurą znacznie bardziej skomplikowaną i kosztowną. Koszty przeprowadzenia emisji obligacji zostały znacząco zwiększone przez wprowadzenie obowiązku dematerializacji obligacji oraz związanym z tym wymogiem uczestnictwa w procesie emisji obligacji agentów emisji.

Z drugiej zaś strony trzeba podnieść, że emitentowi pozostawiona została duża swoboda działania w wielu sferach. To od niego będzie bowiem zależało m.in. to czy określi cel emisji obligacji, ustanowi dodatkowe zabezpieczenia, powoła do życia zgromadzenie obligatariuszy, czy też zawrze umowę o reprezentację z bankiem-reprezentantem.

Konkludując należy podkreślić, że mnogość regulacji prawnych dotyczących emisji i obrotu obligacjami, a także zakres znowelizowanych w ostatnim czasie przepisów mogą negatywnie wpłynąć na rozwój rynku obligacji. Skutkują bowiem z jednej strony zniechęceniem emitentów do skorzystania z emisji obligacji jako źródła pozyskania kapitału dla finansowania swoich działań. Z drugiej zaś strony, w obliczu niepewności stanu prawnego, przy jednoczesnym braku dostatecznego poziomu bezpieczeństwa, wzbudzić obawy potencjalnych inwestorów przed inwestowaniem na tym rynku.

Rozdział III. Regulacje prawne dotyczące rynku obligacji w Polsce w ustawach szczególnych.

1. Uwagi wprowadzające.

Niniejszy rozdział został poświęcony regulacjom prawnym dotyczącym rynku obligacji w Polsce zawartym w ustawach szczególnych dla tego rynku, tzn. innych niż omówione dotychczas ustawy o obligacjach z 1995 r. oraz z 2015 r. Analizie zostaną poddane m.in. ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych⁸⁹⁵, ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu⁸⁹⁶ oraz o spółkach publicznych i ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi⁸⁹⁷ wraz z aktami wykonawczymi do nich w zakresie, w jakim regulują stanowiące przedmiot badań zagadnienie. Z uwagi na przyjęty na wstępie okres badawczy obejmujący lata 1995-2020 rozważaniom poddano nie tylko regulacje prawne w brzmieniu obecnie obowiązującym, ale sposób i kierunki ich ewolucji na przestrzeni ostatnich 25 lat. Z uwagi na to, że coraz większy wpływ na rynki finansowe mają regulacje unijne, analizie poddano także najważniejsze akty prawne dotyczące problematyki stanowiącej przedmiot niniejszej rozprawy, ustanawiane na poziomie Unii Europejskiej.

2. Regulacje prawne dotyczące emisji obligacji skarbowych w ustawie z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych.

Zagadnienia związane z emisją obligacji przez Skarb Państwa są obecnie uregulowane w rozdziale 5 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych. Nie wolno jednakże zapominać, że fundamentalną podstawę do emisji obligacji skarbowych, a jednocześnie bazę dla regulacji przyjętych w ustawie o finansach publicznych stanowi Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej⁸⁹⁸. W myśl bowiem art. 216 ust. 2 ustawy zasadniczej emisja papierów wartościowych przez Skarb Państwa następuje na zasadach i w trybie określonych w ustawie.

Unormowania zawarte w ustawie o finansach publicznych dotyczą ogólnie problematyki emisji skarbowych papierów wartościowych. Pojęcie to obejmuje także obligacje skarbowe. Na uwagę zasługuje fakt, że oba wskazane powyżej terminy mieszczą się w zakresie najszerszego pojęcia publicznych papierów wartościowych, które poza papierami

⁸⁹⁵ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 869 ze zm.

⁸⁹⁶ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 623 ze zm.

⁸⁹⁷ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 89 ze zm.

⁸⁹⁸ Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r., Dz. U. 1997 nr 78 poz. 483 ze zm.

wartościowymi emitowanymi przez Skarb Państwa obejmuje również emisje przeprowadzane przez bank centralny oraz jednostki samorządu terytorialnego⁸⁹⁹. Podstawowym powodem emisji skarbowych papierów wartościowych, w tym obligacji skarbowych jest chęć pozyskania środków pieniężnych w celu sfinansowania zadań publicznych albo pokrycia niedoboru środków finansowych⁹⁰⁰. Tę fundamentalną funkcję obligacji skarbowych znamionuje dodatkowo usytuowanie przepisów dotyczących tej problematyki w dziale II ustawy o finansach publicznych, który definiuje pojęcie oraz normuje zasady zarządzania państwowym długiem publicznym⁹⁰¹. Wprost do emisji obligacji skarbowych odnosi się jedynie art. 100 tej ustawy. Poza nim do obligacji skarbowych zastosowanie znajdują także art. 95-98 oraz art. 102 ustawy o finansach publicznych.

W pierwszej kolejności należy wskazać, że ustawa zawiera definicję legalną skarbowych papierów wartościowych. Zgodnie z art. 95 ustawy o finansach publicznych skarbowy papier wartościowy jest papierem wartościowym, w którym Skarb Państwa stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela takiego papieru, i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia, które może mieć charakter pieniężny lub niepieniężny. Na uwagę zasługuje fakt, że przepis ten znajdował swoje odpowiedniki w ustawie o finansach publicznych z 1998 r.⁹⁰² oraz 2005 r.⁹⁰³. Poczynić jednakże należy zastrzeżenie, że przepisy ujęte w poprzednich dwóch ustawach o finansach publicznych nie przewidywały możliwości emisji skarbowych papierów wartościowych opiewających na świadczenia pieniężne uprawniające do określonych świadczeń niepieniężnych w zamian za te skarbowe papiery wartościowe⁹⁰⁴. Zmianę tę należy ocenić pozytywnie, ponieważ w obecnym kształcie emitent obligacji skarbowych ma szersze możliwości ukształtowania świadczeń wynikających z

⁸⁹⁹ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 338, P. Zawadzka, w: Z. Ofiarski, *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 622, M. Dyl, w: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 19*, Warszawa 2006, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 728, M. Michalski, *Status państwowych papierów wartościowych w świetle ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1999, nr 1, s. 5.

⁹⁰⁰ P. Zawadzka, w: Z. Ofiarski, *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 622, P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 339.

⁹⁰¹ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 344.

⁹⁰² Art. 53 ustawy z dnia 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych, tekst jedn. Dz. U. 2003 nr 15 poz. 148 ze zm.

⁹⁰³ Art. 87 ustawy z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych, Dz. U. 2005 nr 249 poz. 2104 ze zm.

⁹⁰⁴ P. Zawadzka, w: Z. Ofiarski, *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 632.

emitowanych przez niego papierów wartościowych, zaś inwestorzy zyskali możliwość nabycia obligacji o większym zróżnicowaniu.

Na uwagę zasługuje fakt, że z konstrukcyjnego punktu widzenia definicja zawarta w art. 95 ustawy o finansach publicznych z 2009 r. częściowo pokrywa się z definicją obligacji wskazaną w ustawie o obligacjach z 2015 r. Podkreślenia wymaga również to, że skarbowe papiery wartościowe, w tym obligacje skarbowe kwalifikuje się jako dłużne papiery wartościowe⁹⁰⁵. Nie mają one natomiast cech udziałowych papierów wartościowych, tzn. nie wiąże się z nimi możliwość wpływania na działalność emitenta⁹⁰⁶. Dla skarbowych papierów wartościowych nie przewidziano również żadnego instrumentu pośredniego wpływania na decyzje emitenta, z jakim mamy do czynienia choćby na gruncie ustawy o obligacjach z 2015 r., która ustanawia taki instrument w postaci zgromadzenia obligatariuszy. Jak już wykazano to we wcześniejszych fragmentach opracowania nie znajduje ona bowiem zastosowania do obligacji emitowanych przez Skarb Państwa⁹⁰⁷.

Zaznaczyć również trzeba, że ze specyfiki skarbowych papierów wartościowych wynika to, że mogą one być emitowane lub wystawiane jedynie w granicach limitów określonych w ustawie budżetowej. Określanie maksymalnej wysokości zadłużenia w ustawie budżetowej jest niezbędne ze względu na konieczność kontrolowania poziomu zadłużenia Skarbu Państwa⁹⁰⁸. W piśmiennictwie wskazuje się, że zawarty w ustawie budżetowej limit zobowiązań nie ma charakteru bezwzględny. Ustawy odrębne mogą bowiem dopuszczać emisję papierów wartościowych przeznaczonych na określony cel, które nie będą wliczane do tego limitu⁹⁰⁹. Charakterystyczne jest dla nich również to, że mogą być emitowane lub wystawiane wyłącznie przez Ministra Finansów. W zakresie bezpieczeństwa inwestowania w skarbowe papiery wartościowe trzeba wskazać, że za zobowiązania z nich

⁹⁰⁵ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 338.

⁹⁰⁶ P. Zawadzka, w: Z. Ofiarski, *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 623.

⁹⁰⁷ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 340, P. Zawadzka, *Papiery wartościowe o charakterze dłużnym* w: U. Banaszczak-Soroka (red.), *Rynek papierów wartościowych. Inwestorzy, instrumenty i metody ich wyceny*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 62.

⁹⁰⁸ P. Zawadzka, w: Z. Ofiarski, *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 627.

⁹⁰⁹ P. Panfil, w: H. Dzwonkowski, G. Gołębiowski (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz prawno-finansowy*, Warszawa 2014, Wydawnictwo Sejmowe, s. 247.

wynikające odpowiada całym swoim majątkiem Skarb Państwa⁹¹⁰. W doktrynie unormowanie to określane jest mianem „zasady nieograniczonej odpowiedzialności emitenta”⁹¹¹.

To co odróżnia obligacje skarbowe od innych papierów wartościowych zostało uregulowane w art. 100 ustawy o finansach publicznych. Zgodnie z jego treścią obligacja skarbowa jest papierem wartościowym oferowanym do sprzedaży w kraju lub za granicą, oprocentowanym w postaci dyskonta lub odsetek. Ustawodawca doprecyzował również, że obligacja skarbowa sprzedawana jest na rynku pierwotnym w trzech wariantach: z dyskontem (tzn. poniżej wartości nominalnej), według wartości nominalnej lub powyżej wartości nominalnej. Natomiast w każdym z tych przypadków podlega wykupowi po upływie okresu, na jaki została wyemitowana. W doktrynie zgodnie kwalifikuje się obligacje skarbowe jako wierzycielskie papiery wartościowe⁹¹². Przypisuje się im również funkcję pożyczkową⁹¹³. W odniesieniu do miejsca oferowania obligacji w literaturze przedmiotu wskazuje się, że obligacje oferowane w kraju emitowane są co do zasady w walucie krajowej i przeznaczone dla rodzimych nabywców⁹¹⁴. Natomiast obligacje zagraniczne emitowane są zazwyczaj w walucie euro⁹¹⁵, tzw. euro obligacje i trafiają do inwestorów spoza naszego państwa⁹¹⁶. Wskazać należy również, że obligacje skarbowe są zdematerializowanymi papierami wartościowymi⁹¹⁷. Kolejną cechą charakterystyczną obligacji skarbowych jest ich termin zapadalności. W art. 96 pkt. 2 ustawy wskazano, że skarbowe papiery wartościowe mogą być emitowane lub wystawiane m.in. jako papiery wartościowe o pierwotnym terminie wykupu dłuższym niż rok. Do tej kategorii zalicza się właśnie obligacje skarbowe. Tym samym,

⁹¹⁰ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 341.

⁹¹¹ P. Zawadzka, w: Z. Ofiarski, *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 623.

⁹¹² K. Zaradkiewicz, w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2012, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 593, P. Zawadzka, w: Z. Ofiarski, *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 643, P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 338.

⁹¹³ W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Warszawa 1997, Wydawnictwo Difin, s. 24, P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 338.

⁹¹⁴ P. Zawadzka, w: Z. Ofiarski, *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 645.

⁹¹⁵ Podkreślenia wymaga jednakże to, że zgodnie z § 3 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 15 grudnia 2010 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych oferowanych na rynkach zagranicznych obligacje te mogą być nominowane w walutach krajów należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju lub Światowej Organizacji Handlu.

⁹¹⁶ R. Jurga, M. Michalski, *Obligacje w świetle ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r.*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1996, nr 1, s. 5.

⁹¹⁷ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 343.

obligacje skarbowe kwalifikuje się do kategorii długoterminowych papierów wartościowych⁹¹⁸. Wszystkie omówione powyżej przymioty obligacji skarbowych sprawiają, że z aprobatą należy podejść do stanowiska wyrażanego w piśmiennictwie, zgodnie z którym są one, w przeciwieństwie do bonów skarbowych, rodzajem papierów wartościowych charakteryzującym się większą elastycznością⁹¹⁹.

Ustawa o finansach publicznych zawierała również szereg regulacji szczegółowych odnoszących się trybu przeprowadzania emisji obligacji skarbowych. W pierwszej kolejności należy jednak wskazać, że w kwestiach technicznych związanych procedurą emisji w ustawie udzielono Ministrowi Finansów delegacji ustawowej do sprecyzowania tych kwestii w formie rozporządzeń. Zgodnie z art. 97 delegacja dotyczy warunków emitowania danego rodzaju skarbowych papierów wartościowych. W szczególności w rozporządzeniach zostały uszczegółowione takie kwestie jak jednostkowa wartość nominalna oraz waluta, w której może nastąpić emisja, lub sposób jej określenia. W piśmiennictwie wskazuje się, że konieczność określenia waluty, w której może nastąpić emisja skarbowych papierów wartościowych, odnosi się do wyboru określonego typu jednostek pieniężnych. Stanowią one miarę wartości ekonomicznej inkorporowanej w treści tego rodzaju papierów wartościowych. Determinuje to ich majątkowy charakter⁹²⁰. Rozporządzenia wskazują również zasady i tryb sprzedaży obligacji skarbowych, z uwzględnieniem terminu lub sposobu ustalenia ceny sprzedaży emitowanych papierów wartościowych na rynku pierwotnym. Rozporządzenia precyzują również, jakim podmiotom obligacje danej emisji mogą być oferowane do nabycia na rynku pierwotnym. W aktach wykonawczych skonkretyzowano także ograniczenia co do obrotu skarbowymi papierami wartościowymi na rynku pierwotnym i wtórnym. Ostatnim kluczowym elementem rozporządzeń jest wskazanie sposobu realizacji świadczeń z tytułu skarbowych papierów wartościowych. Delegacja ustawowa wskazuje również, że Minister Finansów zobowiązany był do określenia omówionych powyżej elementów kierując się koniecznością optymalnego zaspokajania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa oraz efektywnego zarządzania długiem Skarbu Państwa.

⁹¹⁸ P. Zawadzka, w: Z. Ofiarski, *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 633.

⁹¹⁹ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 355.

⁹²⁰ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 349.

Nie bez przyczyny użyto powyżej terminu rozporządzenia w liczbie mnogiej. Minister Finansów zdecydował się bowiem na wydanie kilku aktów wykonawczych różnicując zasady emisji obligacji skarbowych w zależności od tego gdzie i komu mają być oferowane. W związku z tym, zasady emisji obligacji skarbowych regulują Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 3 grudnia 2010 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych przeznaczonych na zamianę zobowiązań Skarbu Państwa, Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 3 grudnia 2010 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych oferowanych w sieci sprzedaży detalicznej, Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 15 grudnia 2010 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych oferowanych na rynkach zagranicznych, Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 28 grudnia 2010 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych uprawniających do określonych świadczeń niepieniężnych oraz Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 30 sierpnia 2013 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych oferowanych w sprzedaży hurtowej⁹²¹.

Ze wskazanych powyżej rozporządzeń wynikają ogólne ramy przeprowadzania emisji obligacji skarbowych. Natomiast szczegółowe warunki poszczególnych emisji są każdorazowo wskazywane przez Ministra Finansów w wydawanych przez niego listach emisyjnych. Konkretyzują one przede wszystkim treść świadczeń wynikających z obligacji skarbowych i sposób ich realizacji. List emisyjny zawiera zatem w szczególności takie informacje jak data emisji i podstawa prawna emisji. Wskazuje również cenę zbycia lub sposób jej ustalenia, a także wysokość stopy procentowej lub sposób jej obliczania. W liście emisyjnym należy sprecyzować również określenie sposobu i terminów wypłaty należności głównej oraz należności ubocznych. Dokument ten powinien także wskazywać datę, od której nalicza się oprocentowanie obligacji skarbowych tej emisji, termin wykupu oraz zastrzeżenia dotyczące możliwości wcześniejszego wykupu. Wszystkie wskazane powyżej informacje powinny zostać podane przez Ministra Finansów do publicznej wiadomości. Zrealizowanie tego obowiązku jest o tyle istotne, że podanie do publicznej wiadomości listu emisyjnego jest warunkiem dojścia emisji do skutku. Słusznie wskazuje się w piśmiennictwie, że

⁹²¹ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 3 grudnia 2010 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych przeznaczonych na zamianę zobowiązań Skarbu Państwa, Dz. U. 2010 nr 237 poz. 1574, Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 3 grudnia 2010 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych oferowanych w sieci sprzedaży detalicznej, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 944, Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 15 grudnia 2010 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych oferowanych na rynkach zagranicznych, tekst jedn. Dz. U. 2016 poz. 1884, Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 28 grudnia 2010 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych uprawniających do określonych świadczeń niepieniężnych, Dz. U. 2010 nr 258 poz. 1756, Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 30 sierpnia 2013 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych oferowanych w sprzedaży hurtowej, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 86.

upublicznienie przywołanych powyżej informacji stanowi jedynie potwierdzenie przyjętego przez ustawodawcę założenia, że czynność ta jest koniecznym elementem całego procesu emisyjnego⁹²². Nie oznacza to jednocześnie, że określona emisja obligacji skarbowych dochodzi do skutku w chwili publikacji wskazanych powyżej informacji⁹²³. Celem wprowadzenia powyższej regulacji było zapewnienie potencjalnym nabywcom obligacji skarbowych równego dostępu do informacji dotyczących określonej emisji, które mogą wpływać na podejmowane decyzje inwestycyjne⁹²⁴. Słusznie podnosi się w doktrynie, że listy emisyjne jako akty, tzw. trzeciego poziomu regulacji, po przepisach ustawy o finansach publicznych i rozporządzeniach wykonawczych, muszą spełniać wymogi w nich przewidziane i być z nimi zgodne⁹²⁵. Wskazania wymaga także, że Minister Finansów może upoważnić inny podmiot do wydania listu emisyjnego dotyczącego skarbowych papierów wartościowych przeznaczonych na rynki finansowe. W piśmiennictwie jako przykłady podmiotów, na które Minister Finansów mógłby scedować swoje uprawnienia wymienia się, np. ministra właściwego ds. środowiska, ministra właściwego ds. infrastruktury⁹²⁶. Z drugiej strony wskazuje się również, że mogą być to także szeroko rozumiani uczestnicy obrotu na rynkach finansowych, np. banki lub firmy inwestycyjne. Wskazuje się, że skorzystanie przez Ministra z takiego rozwiązania może, np. ułatwić dystrybucje obligacji skarbowych na rynki zagraniczne⁹²⁷.

Ostatnim przepisem normującym zasady emisji skarbowych papierów wartościowych, w tym obligacji skarbowych jest art. 102 ustawy o finansach publicznych. Zgodnie z jego treścią skarbowe papiery wartościowe są zbywane na rynku pierwotnym odpłatnie. Tym samym, nie jest możliwe zbycie przez Skarb Państwa obligacji w sposób nieodpłatny, np. z zamiarem dofinansowania określonych podmiotów⁹²⁸. Słusznie wskazuje się w literaturze, że

⁹²² L. Sobolewski, w: S. Włodyka (red.), *Prawo gospodarcze i handlowe. Tom 4. Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2004, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 457.

⁹²³ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 351.

⁹²⁴ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 351.

⁹²⁵ M. Dyl, w: A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 19*, Warszawa 2006, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 729.

⁹²⁶ P. Zawadzka, w: Z. Ofiarski, *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 639.

⁹²⁷ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 351.

⁹²⁸ P. Zawadzka, w: Z. Ofiarski, *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 648.

pod pojęciem rynku pierwotnego należy rozumieć pierwszą sprzedaż papierów wartościowych przez emitenta⁹²⁹. Natomiast w późniejszym okresie, o ile warunki emisji nie stanowią inaczej, obligacje skarbowe mogą być przedmiotem obrotu na rynku wtórnym, w tym w ramach tzw. obrotu zorganizowanego na rynkach regulowanych lub alternatywnych systemach obrotu⁹³⁰. Ponadto należy wskazać, że emisja m.in. obligacji skarbowych następuje z dniem rozliczenia zaoferowanych do nabycia skarbowych papierów wartościowych oraz w kwocie równej wartości nominalnej zbytych papierów wartościowych. Za dzień rozliczenia pieniężnego należy uznawać dzień uznania rachunku bankowego emitenta⁹³¹. W doktrynie wskazuje się również, że przez termin „nastąpienia emisji” należy raczej rozumieć dojdzie jej do skutku⁹³². W celach związanych z zarządzaniem długiem Skarbu Państwa Minister Finansów może wyemitować skarbowe papiery wartościowe w kwocie wyższej od wartości nominalnej zbytych papierów wartościowych. W takich sytuacjach wyemitowane obligacje skarbowe muszą zostać zarejestrowane na rachunku Ministra Finansów. Rachunek ten prowadzony jest przez Narodowy Bank Polski⁹³³. Podkreślenia wymaga fakt, że regulacje dotyczące możliwości emisji obligacji skarbowych w kwocie wyższej od wartości nominalnej zbytych papierów wartościowych oraz rejestrowania ich na rachunku Ministra Finansów zostały dodane nowelizacją z dnia 16 grudnia 2010 r.⁹³⁴ i weszły w życie 1 stycznia 2011 r. Celem wprowadzenia tych unormowań było usprawnienie zarządzania długiem Skarbu Państwa⁹³⁵.

⁹²⁹ P. Zawadzka, w: Z. Ofiarski, *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 648.

⁹³⁰ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 359.

⁹³¹ P. Panfil, w: H. Dzwonkowski, G. Gołębiowski (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz prawnofinansowy*, Warszawa 2014, Wydawnictwo Sejmowe, s. 259, P. Zawadzka w: Z. Ofiarski, *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 649.

⁹³² P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 360.

⁹³³ P. Zawadzka, w: Z. Ofiarski, *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 649.

⁹³⁴ Ustawa z dnia 16 grudnia 2010 r. o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw, Dz. U. 2010 nr 257 poz. 1726 ze zm.

⁹³⁵ P. Zawadzka, w: Z. Ofiarski, *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 649.

3. Regulacje prawne dotyczące rynku obligacji w Polsce w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych była w polskim systemie prawa przez wiele lat fundamentalną regulacją prawną dla problematyki wprowadzania papierów wartościowych, w tym obligacji na rynki regulowane. Zgodnie z aktualnie obowiązującym brzmieniem art. 1 tej ustawy, reguluje ona 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 2017/1129⁹³⁶. Tym samym wskazać należy, że przywołana powyżej regulacja szezebła unijnego będzie miała w chwili obecnej pierwszoplanowe zastosowanie. W konsekwencji tego, ustawa o ofercie publicznej znacząco straciła na znaczeniu. Nadal stanowi jednakże istotny element uzupełniający w stosunku do regulacji unijnych. Wskazać również należy, że ustawa o ofercie publicznej reguluje ponadto obowiązki emitentów papierów wartościowych i innych podmiotów uczestniczących w obrocie tymi papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi. Słusznie podkreśla się w doktrynie, że wskazana problematyka wymaga kompleksowej regulacji prawnej. Wynika to z faktu, że w obrębie rynku kapitałowego występuje szereg zagrożeń, które mogą dotknąć interesów jego uczestników⁹³⁷. W literaturze przedmiotu zwraca się również uwagę na to, że od wielu lat następuje daleko posunięta unifikacja prawa krajowego ze wspólnotowym porządkiem prawnym⁹³⁸. Poza tym podkreślenia wymaga fakt, że na regulację ustawy o ofercie publicznej nie można patrzeć jednostkowo. Zawsze zawarte w niej unormowania należy rozpatrywać w połączeniu innymi krajowymi regulacjami prawnymi rynku kapitałowego, choćby z ustawą o obrocie instrumentami finansowymi.

⁹³⁶ 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 168/12 z dnia 30 czerwca 2017 r.

⁹³⁷ A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2003, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 1, M. Michalski (red.), *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2014, Wydawnictwo C.H. Beck, s. XXXIII.

⁹³⁸ K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009, Wydawnictwo C.H. Beck, s. XVIII.

Poza przepisami odnoszącymi się do wszystkich rodzajów papierów wartościowych ustawodawca przewidział również regulacje odnoszące się bezpośrednio do problematyki rynku obligacji. W pierwszej kolejności należy wskazać, że zgodnie z art. 3 ustawy o ofercie publicznej oferta publiczna papierów wartościowych, o której mowa w rozporządzeniu 2017/1129, w przypadku której liczba osób, do których jest ona kierowana przekracza 149, wymaga opublikowania memorandum informacyjnego. Na uwagę zasługuje fakt, że do wskazanej powyżej liczby osób zalicza się również te, do których kierowane były oferty publiczne tego samego rodzaju papierów wartościowych, dokonane w okresie poprzednich 12 miesięcy. Podkreślenia wymaga również to, że memorandum informacyjne podlega w takich sytuacjach zatwierdzeniu przez Komisję Nadzoru Finansowego. Przywołanej powyżej regulacji nie stosuje się jednakże, 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. W takim przypadku, wymóg opublikowania memorandum informacyjnego nie aktualizuje się. Przyjmuje się bowiem, że obligatariusze, którzy już wcześniej nabyli obligacje określonego emitenta powinni być zaznajomieni z okolicznościami wskazywanymi w memorandum informacyjnym.

Z kolei art. 6a ustawy o ofercie publicznej przewiduje specjalną procedurę na wypadek podwyższenia kapitału zakładowego spółki publicznej przez potrącenie wierzytelności. Zgodnie z jego treścią w przypadku, gdy wpłaty należne na poczet akcji w celu podwyższenia przez spółkę publiczną kapitału zakładowego mają zostać dokonane przez potrącenie wierzytelności spółki z tego tytułu z wierzytelnością subskrybenta względem spółki, zarząd spółki sporządza pisemne sprawozdanie. Ustawa reguluje jego treść, proces weryfikacji przez biegłego rewidenta, wyjątki od obowiązku jego sporządzania oraz wyjątki od obowiązku weryfikacji. Jest to regulacja o tyle istotna z punktu widzenia rynku obligacji w Polsce, że w myśl art. 6a ust. 6 ustawy procedura ta znajduje zastosowanie odpowiednio do wpłat dokonywanych na nabycie obligacji zamiennych na akcje. Regulacja ta zapewnia większą transparentność zamiany obligacji na akcje.

Rozdział 4 ustawy o ofercie publicznej dotyka natomiast problematyki znacznych pakietów akcji. W ramach regulacji przewidzianych w tym rozdziale ustawodawca wskazał w art. 73 ustawy m.in., że co do zasady przekroczenie 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej może nastąpić wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji tej spółki w liczbie zapewniającej osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów. W odniesieniu do tego przepisu w art. 76 ustawy przewidziano unormowanie, w myśl

którego w zamian za akcje będące przedmiotem wezwania do zapisywania się na zamianę akcji, mogą być nabywane wyłącznie zdematerializowane akcje innej spółki, kwity depozytowe, listy zastawne oraz co najważniejsze z punktu widzenia rynku obligacji także obligacje emitowane przez Skarb Państwa. Celem tej regulacji jest ograniczenie koncentracji kapitału na rynkach finansowych.

Na marginesie należy również zauważyć, że wprowadzenie ustawy o ofercie publicznej wymagało odniesienia się do obligacji wyemitowanych z przeznaczeniem na rynek regulowany przed dniem wejścia jej w życie. W związku z tym w art. 128 ustawy o obligacjach ustawodawca wskazał, jakie przepisy powinny znaleźć zastosowanie do poszczególnych emisji obligacji przeprowadzonych jeszcze na gruncie ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi⁹³⁹. W tym kontekście należy stwierdzić, że ustawa przyjmowała w stosunku do tych emisji stosowanie przepisów dotychczasowych.

4. Regulacje prawne dotyczące rynku obligacji w Polsce w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

Kolejną regulacją prawną wpływającą w istotny sposób na rynek obligacji w Polsce, jako element rynku instrumentów finansowych jest ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi. Ustawa ta reguluje zasady, tryb i warunki podejmowania i prowadzenia działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi, prawa i obowiązki podmiotów uczestniczących w tym obrocie oraz wykonywanie nadzoru w tym zakresie.

Zgodnie z art. 2 ust. 1 pkt. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi zalicza się do tej kategorii pojęciowej papiery wartościowe. W myśl natomiast art. 3 pkt. 1 przez papiery wartościowe rozumie się obligacje. Tym samym należy wskazać, że na gruncie prawa polskiego instrumenty finansowe są pojęciem szerszym od papierów wartościowych, zaś w zakresie terminologicznym obu z nich mieszczą się obligacje. W piśmiennictwie wskazuje się, że stworzenie na gruncie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi szerokiej kategorii praw majątkowych określanych mianem papierów wartościowych uzasadnione było koniecznością poddania tych praw szczególnemu mechanizmowi zbywalności właściwemu dla zdematerializowanych papierów wartościowych⁹⁴⁰.

⁹³⁹ Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, tekst jedn. Dz. U. 2005 nr 111 poz. 937 ze zm.

⁹⁴⁰ J. Jastrzębski, *Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 278.

Istotną dla rynku obligacji regulacją przewidzianą w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi jest art. 7a. Zgodnie z jego treścią w przypadku obligacji emitowanych na podstawie ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, w odniesieniu do których emitent nie zamierza ubiegać się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym ani o wprowadzenie do ASO, przed zawarciem umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych, emitent zawiera umowę o wykonywanie funkcji agenta emisji tych papierów wartościowych z firmą inwestycyjną uprawnioną do prowadzenia rachunków papierów wartościowych albo z bankiem powierniczym. Co istotne umowa o wykonywanie funkcji agenta emisji jest zawierana przed rozpoczęciem proponowania nabycia obligacji. W literaturze przedmiotu zwrócono uwagę na nieprecyzyjne sformułowanie terminu „braku zamiaru” ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzenia do ASO. W tym kontekście wskazuje się, że nie jest do końca jasne, na jakim etapie emisji zamiar ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzenia do ASO powinien zostać zrealizowany⁹⁴¹.

Do podstawowych obowiązków agenta emisji należy weryfikacja spełniania przez emitenta obligacji wymogów dotyczących emisji tych papierów wartościowych, wynikających z przepisów prawa. Słusznie wskazuje się jednakże w piśmiennictwie, że w praktyce agent emisji może wyłącznie sprawdzić czy emitent posiada zdolność emisyjną, tj. czy jest jednym z podmiotów wskazanych w art. 2 ustawy o obligacjach, opierając się przy tym na dostępnych rejestrach i dokumentach⁹⁴². Ponadto agent emisji odpowiada za weryfikację zgodności dokumentacji i oświadczeń przedstawionych przez emitenta obligacji z wymogami dotyczącymi oferowania papierów wartościowych, wynikającymi z przepisów prawa. Realizacja tego zadania sprowadza się do zbadania czy sporządzone zostały warunki emisji, czy posiadają niezbędne elementy, czy emitent sporządził w sposób prawidłowy propozycję nabycia, a także czy nie zachodzą okoliczności powodujące konieczność sporządzenia, a także zatwierdzenia i upublicznienia dokumentów informacyjnych⁹⁴³. Największą wadą tej regulacji jest to, że agent emisji będzie opierał się w dużej mierze na dokumentacji i informacjach przedstawionych przez samego emitenta, bez możliwości rzeczywistej weryfikacji ich prawdziwości i rzetelności. Tym samym, istnieje obawa co do tego czy podstawowy cel tych regulacji, jakim jest ochrona przyszłych obligatariuszy zostanie

⁹⁴¹ M. Grześków, *Status prawny agenta emisji*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2019 nr 5, s. 46.

⁹⁴² J. Róg-Dyrda, *Oferowanie obligacji jako instrumentu finansowego*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 33.

⁹⁴³ J. Róg-Dyrda, *Oferowanie obligacji jako instrumentu finansowego*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 33-34.

zrealizowany. Do zadań agenta emisji ustawodawca zaliczył również weryfikację spełniania przez obligacje oraz przez ich emitenta warunków rejestracji w depozycie papierów wartościowych. Weryfikacja powinna obejmować także to, czy przyjęte przez Krajowy Depozyt lub przez spółkę, której Krajowy Depozyt przekazał wykonywanie czynności z zakresu rejestracji papierów wartościowych, zasady obsługi realizacji zobowiązań emitentów zapewniają możliwość prawidłowego wykonania zobowiązań wynikających z obligacji. Agent emisji ma także obowiązek utworzenia ewidencji osób uprawnionych z papierów wartościowych oraz wydawania zaświadczeń potwierdzających uprawnienia określonego posiadacza obligacji. Ostatnim obowiązkiem agenta emisji jest zawarcie w imieniu emitenta umowy, której przedmiotem jest rejestracja papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych, a także udzielanie emitentowi niezbędnej pomocy w zakresie ustalenia i przygotowania dokumentacji niezbędnej do zawarcia tej umowy. Podkreślenia wymaga również to, że powyższe obowiązki agenta emisji są bezwzględnie obowiązujące. Umowa o wykonywanie funkcji agenta emisji nie może ich wyłączyć ani ograniczyć. W trosce o interesy obligatariuszy ustawodawca zastrzegł także, że agent emisji jest obowiązany wykonywać swoje obowiązki w sposób rzetelny i niezależny, z zachowaniem należytej staranności wynikającej z profesjonalnego charakteru prowadzonej przez niego działalności. Konsekwencją naruszenia tych zasad jest odpowiedzialność agenta emisji za szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym wykonaniem jego obowiązków.

Po spełnieniu wszelkich wskazanych powyżej wymogów będących przedmiotem weryfikacji dokonanej przez agenta emisji lub gdy ujawnione w toku weryfikacji nieprawidłowości lub niezgodności zostały usunięte przez emitenta albo nie zagrażają bezpieczeństwu obrotu ani interesom inwestorów, agent emisji ma obowiązek utworzenia ewidencji osób uprawnionych z papierów wartościowych. Z tą chwilą agent emisji staje się bezwarunkowo i nieodwołalnie umocowany do zawarcia w imieniu emitenta umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych. Agent emisji jest także obowiązany do złożenia w Krajowym Depozycie albo w spółce, której Krajowy Depozyt przekazał wykonywanie czynności z zakresu rejestracji papierów wartościowych, wszelkich wymaganych oświadczeń i dokumentów. Agent emisji powinien dokonać tych czynności w terminie 2 dni roboczych od dnia utworzenia ewidencji osób uprawnionych z papierów wartościowych.

Od chwili zarejestrowania w depozycie papierów wartościowych obligacji zapisy w ewidencji osób uprawnionych z tych papierów wartościowych prowadzonej przez agenta emisji wywołują skutki prawne związane z zapisem na rachunkach papierów wartościowych.

Co istotne prawa z obligacji, w odniesieniu do których emitent nie zamierza ubiegać się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym ani o wprowadzenie do ASO powstają z chwilą dokonania zapisu w ewidencji osób uprawnionych z papierów wartościowych prowadzonej przez agenta emisji i przysługują osobom wskazanym w tej ewidencji jako osoby uprawnione z tych papierów wartościowych. Wskazać również należy, że do chwili zarejestrowania obligacji w depozycie papierów wartościowych umowa zobowiązująca do przeniesienia tych papierów wartościowych przenosi je z chwilą dokonania wpisu w ewidencji osób uprawnionych z papierów wartościowych prowadzonej przez agenta emisji, wskazującego nabywcę oraz liczbę nabytych przez niego papierów wartościowych. Natomiast w przypadku, gdy nabycie tych papierów wartościowych nastąpiło na podstawie zdarzenia prawnego powodującego z mocy ustawy ich przeniesienie na nabywcę, agent emisji dokonuje wpisu w ewidencji osób uprawnionych z tych papierów wartościowych na żądanie nabywcy.

Warto również podkreślić, że emitent obligacji, w odniesieniu do których zamierza ubiegać się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub o wprowadzenie do ASO także ma możliwość zawarcia umowy o wykonywanie funkcji agenta emisji z firmą inwestycyjną uprawnioną do prowadzenia rachunków papierów wartościowych albo z bankiem powierniczym.

Wskazać należy także, że w związku z prowadzeniem ewidencji osób uprawnionych z obligacji agent emisji jest uprawniony do przetwarzania danych osobowych osób wpisanych do tej ewidencji. Dane te obejmują m.in. imiona i nazwiska takich osób, adresy miejsc ich zamieszkania oraz numery PESEL lub numery identyfikacji podatkowej. Agent emisji posiada również uprawnienia do zbierania danych, w zakresie niezbędnym do prawidłowego wykonywania przez niego obowiązków związanych z przeciwdziałaniem praniu pieniędzy i finansowaniu terroryzmu⁹⁴⁴. Zbieranie danych może obejmować również dane w zakresie niezbędnym do prawidłowego wykonania przez agenta rozliczeń podatkowych na podstawie ustawy z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych⁹⁴⁵.

Podsumowując wątek agenta emisji należy wskazać, że obowiązek jego ustanowienia wpłynie z pewnością na koszty emisji obligacji, a także spowolni i utrudni cały proces⁹⁴⁶. Będzie to miało niewątpliwie negatywny wpływ na zainteresowanie emisją tego rodzaju papierów wartościowych ze strony emitentów. Natomiast z perspektywy obligatariuszy

⁹⁴⁴ Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 971 ze zm.

⁹⁴⁵ Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1426 ze zm.

⁹⁴⁶ J. Róg-Dyrda, *Oferowanie obligacji jako instrumentu finansowego*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 34.

regulacja w omówionym powyżej zakresie powinna przyczynić się do zwiększenia bezpieczeństwa inwestowania na rynku obligacji w Polsce. W założeniu agent emisji powinien być bowiem gwarantem przestrzegania przez emitenta ciężących na nim obowiązków i realizacji wynikających z przepisów prawa powinności dotyczących emisji oraz oferowania tych obligacji. Biorąc jednakże pod uwagę zakres ciężących na agencie emisji obowiązków, co z pewnością przełoży się na wysokość oczekiwanego przez niego wynagrodzenia, należy zgodzić się ze stanowiskiem prezentowanym w literaturze, zgodnie z którym wprowadzenie obligatoryjnego uczestnictwa agenta emisji, także w przypadku emisji obligacji, które nie są emitowane w drodze oferty publicznej i w odniesieniu do których emitent nie zamierza ubiegać się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzenie do ASO, należy ocenić negatywnie. Wprowadzenie regulacji we wspomnianym zakresie może bowiem doprowadzić do spadku atrakcyjności emisji obligacji jako sposobu pozyskiwania finansowania dłużnego, względem kredytów bankowych⁹⁴⁷.

Emitent papierów wartościowych, które nie są przeznaczone do obrotu na rynku regulowanym lub do wprowadzenia do ASO, jest także obowiązany przekazać Krajowemu Depozytowi, w terminie 15 dni od dnia dokonania ich emisji stosowne informacje o tych papierach wartościowych. Do katalogu tych informacji zalicza się w przypadku emisji obligacji oznaczenie emisji, liczbę obligacji wyemitowanych w ramach tej emisji, jednostkową wartość nominalną obligacji i walutę, w której wartość ta została wyrażona, wysokość oprocentowania obligacji w stosunku rocznym, łączną wartość i walutę świadczenia, które powinno zostać spełnione przez emitenta z tytułu wykupu obligacji oraz terminy, w których emitent powinien wykonywać świadczenia z tych obligacji. Przekazanie wskazanych powyżej informacji do Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych jest kolejnym przejawem dbałości ustawodawcy o przejrzystość rynku obligacji i bezpieczeństwo jego uczestników.

Jeżeli emitent zamierza starać się o dopuszczenie obligacji na rynku regulowanym lub do alternatywnego systemu obrotu musi wystąpić ze stosownym wnioskiem do organów kierujących danym rynkiem. Zgodnie bowiem z art. 32 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi uchwałę w sprawie dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym podejmuje zarząd spółki prowadzącej rynek regulowany w terminie 14 dni od dnia złożenia wniosku. Zarząd spółki prowadzącej rynek regulowany może odmówić dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym jedynie w

⁹⁴⁷ T. Sójka, A. Rycerski, *Agent emisji obligacji*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 17.

sytuacji, w której nie są spełnione kryteria i warunki przewidziane w regulaminie danego rynku regulowanego. W przypadku odmowy, wnioskodawcy przysługuje odwołanie do rady nadzorczej spółki prowadzącej rynek regulowany, w terminie określonym w regulaminie rynku regulowanego. Rozpatrzenie odwołania następuje w terminie miesiąca od dnia jego złożenia. Negatywna dla emitenta decyzja rady nadzorczej o niedopuszczeniu obligacji na rynku regulowanym nie jest jednakże ostateczna. Wskazać bowiem należy, że uchwałę rady nadzorczej spółki prowadzącej rynek regulowany nieuwzględniającą odwołania, wnioskodawca może zaskarżyć do sądu właściwego miejscowo dla siedziby spółki prowadzącej rynek regulowany. Zaskarżenie powinno nastąpić w terminie 14 dni od dnia powzięcia wiadomości o uchwale. Podstawą do wytoczenia powództwa jest naruszenie w decyzji o odmowie dopuszczenia obligacji do obrotu na rynku regulowanym postanowień jego regulaminu. Co istotne dla emitenta, wyrok sądu uwzględniający powództwo zastępuje uchwałę o dopuszczeniu instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym.

W kontekście rynku obligacji przepisy odnoszące się do dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym zawierają jeszcze jedną istotną regulację. W myśl art. 32 ust. 5 ustawy obligacje zamienne oraz obligacje z prawem pierwszeństwa mogą być dopuszczone do obrotu na rynku oficjalnych notowań, pod warunkiem, że akcje emitowane w celu realizacji uprawnień wynikających z tych papierów wartościowych są jednocześnie objęte wnioskiem o dopuszczenie do obrotu na tym rynku albo są już notowane na tym samym lub na innym rynku oficjalnych notowań lub na rynku regulowanym w innym państwie członkowskim. Również ta regulacja ma na celu zagwarantowanie bezpieczeństwa obrotu papierami wartościowymi na polskim rynku finansowym.

Ustawa o instrumentach finansowych przewiduje również szczegółową regulację dotyczącą Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych. Jest to podmiot odpowiedzialny za koordynowanie wszelkich działań związanych z wprowadzaniem i obrotem papierami wartościowymi na rynkach regulowanych. W związku z tym ustawa wskazuje szereg obowiązków, które ciążyą na Krajowym Depozycie. Do jego podstawowych zadań zalicza się przede wszystkim prowadzenie depozytu papierów wartościowych. Krajowy Depozyt zajmuje się również wykonywaniem czynności w zakresie prowadzenia systemu rejestracji instrumentów finansowych niebędących papierami wartościowymi ani instrumentami pochodnymi, które zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do ASO. Uprawnieniem Krajowego Depozytu jest również nadzorowanie zgodności wielkości emisji z liczbą papierów wartościowych, zarejestrowanych w depozycie papierów wartościowych, znajdujących się w obrocie. Krajowy Depozyt zajmuje się również obsługą

realizacji zobowiązań emitentów wobec uprawnionych z papierów wartościowych zarejestrowanych w depozycie papierów wartościowych. Krajowy Depozyt odpowiada także za wykonywanie czynności związanych z wycofywaniem papierów wartościowych z depozytu papierów wartościowych. W swojej bieżącej działalności Krajowy Depozyt zajmuje się również dokonywaniem rozrachunku w instrumentach finansowych i środkach pieniężnych w związku z transakcjami zawieranymi na rynku regulowanym oraz transakcjami zawieranymi w ASO w zakresie instrumentów finansowych zarejestrowanych w Krajowym Depozycie.

W stosunku do rynku obligacji na Krajowy Depozyt nałożono także dodatkowy obowiązek. Jak stanowi art. 48 ust. 5e ustawy o obrocie instrumentami finansowymi Krajowy Depozyt gromadzi i udostępnia do publicznej wiadomości informacje o nieumorzonych obligacjach wyemitowanych przez poszczególnych emitentów posiadających siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, informacje dotyczące wielkości ich zobowiązań z tytułu tych papierów wartościowych, a także informacje pozwalające ustalić zakres i terminowość wykonywania przez nich tych zobowiązań. W wyniku realizacji tego obowiązku powstał Rejestr Zobowiązań Emitentów⁹⁴⁸.

Ustawa o instrumentach finansowych przewiduje ponadto unormowania mające na celu ochronę potencjalnych nabywców obligacji. W myśl art. 83h ust. 1 firma inwestycyjna świadcząca usługi maklerskie ma obowiązek uzyskania od klienta lub potencjalnego klienta adekwatnych informacji dotyczących jego wiedzy i doświadczenia w zakresie inwestowania na rynku finansowym. Pozyskanie tych informacji ma na celu dokonanie oceny, czy usługa lub instrument finansowy będące jej przedmiotem są dla niego odpowiednie. Jak wskazuje się w literaturze przedmiotu w nomenklaturze praktyków rynku kapitałowego czynności te określa się mianem „procedury KYC” („badania KYC”), której nazwa wywodzi się od postulatu „poznaj swojego klienta” (ang. *know your customer*)⁹⁴⁹. Należy jednakże pamiętać, że zgodnie z art. 83h ust. 6 pkt. 2 ustawy obligacje dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub na rynku uznanym przez Komisję Europejską jako rynek równoważny w państwie, które nie jest państwem członkowskim, oraz obligacje wprowadzone do ASO uznaje się za nieskomplikowane instrumenty finansowe. Taka kwalifikacja obligacji pozwala na pominięcie określonych obowiązków ciążących na firmach inwestycyjnych. Jest bowiem jedną z przesłanek do odejścia przez firmę inwestycyjną świadcząca usługi maklerskie od

⁹⁴⁸ <https://tze.info/>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁹⁴⁹ K. Zacharzewski, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 1230.

obowiązku uzyskania od klienta lub potencjalnego klienta adekwatnych informacji dotyczących jego wiedzy i doświadczenia w zakresie inwestowania na rynku finansowym. W świetle wyrażanych w piśmiennictwie stanowisk, w myśl których w obecnych realiach poziom skomplikowania usług finansowych jest na tyle wysoki, że większość uczestników zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi po prostu nie rozumie ich istoty albo rozumie podstawowe założenia, ale nie wychwytuje już niuansów⁹⁵⁰, należy poddać powyższą regulację w wątpliwość. Potencjalni nabywcy obligacji niejednokrotnie nie mają świadomości konstrukcji prawnej tego rodzaju papierów wartościowych. Nie znają również wszystkich konsekwencji związanych z inwestowaniem w obligacje. Tym samym, zasadne wydaje się przeprowadzenie swoistego wywiadu środowiskowego w odniesieniu do wszystkich potencjalnych obligatariuszy. Przeprowadzenie badania KYC powinno przynajmniej z założenia pozwolić inwestorowi zainteresowanemu nabyciem obligacji na refleksję dotyczącą ryzyka inwestycyjnego, które podejmuje. W konsekwencji powinno prowadzić ono do podjęcia bardziej świadomej decyzji dotyczącej wejścia w posiadanie tego rodzaju instrumentów finansowych. Słusznie podnosi się bowiem w piśmiennictwie, że prawo klientów szeroko rozumianych instytucji finansowych (w tym także firm inwestycyjnych i banków) świadczących usługi maklerskie, zwłaszcza konsumentów, do uzyskania informacji o przedmiocie i warunkach świadczenia usługi finansowej, w tym także usługi maklerskiej, które są podstawą do oceny sytuacji rynkowej i tym samym możliwie swobodnego podjęcia decyzji, to jedno z zasadniczych jego praw⁹⁵¹.

Podsumowując regulacje dotyczące obrotu instrumentami finansowymi należy wskazać, że przepisy w aktualnym brzmieniu doprowadziły do ukształtowania podwójnego systemu nadzoru nad emisją obligacji poprzez ustanowienie instytucji agenta emisji oraz rejestrację zdematerializowanych obligacji w depozycie prowadzonym przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. Drugim istotnym skutkiem wprowadzenia tych regulacji było pośrednie objęcie emisji obligacji i oferowania ich w drodze niepublicznej nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego. Wynika to z faktu, że zarówno agenci emisji, jak i KDPW są podmiotami nadzorowanymi⁹⁵². Podkreślenia wymaga również to, choć zmiany

⁹⁵⁰ K. Zacharzewski, w: M. Stec (red.), *System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4*, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 1230.

⁹⁵¹ E. Rutkowska-Tomaszewska, *Obowiązki informacyjne firm inwestycyjnych świadczących usługi w ramach działalności maklerskiej wobec klientów detalicznych*, w: E. Rutkowska-Tomaszewska (red.), *Regulacja MiFID - skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego*, Wrocław 2014, Wydawnictwo Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa, s. 103.

⁹⁵² J. Róg-Dyrda, *Oferowanie obligacji jako instrumentu finansowego*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 27.

wprowadzone m.in. nowelizacją z dnia 9 listopada 2018 r., miały na celu zabezpieczenie interesów inwestorów indywidualnych, to ich kształt budzi wątpliwości co do możliwości osiągnięcia zakładanych celów. W literaturze kwestionuje się w szczególności realną zdolność agentów emisji do wpływania na ograniczenie zjawiska *misselingu*⁹⁵³. Jednocześnie wskazuje się, że mnogość regulacji dotyczących obrotu obligacjami i wielość zmian, jakie zaszły w przeciągu ostatnich lat, nie wpływają na pewność prawa, co może zniechęcić zarówno emitentów, jak i obligatariuszy do podejmowania aktywności na rynku obligacji⁹⁵⁴.

5. Regulacje unijne dotyczące rynku obligacji w Polsce.

Na uwagę zasługuje również fakt, że na rodzimy rynek obligacji mają wpływ nie tylko regulacje krajowe, ale również te szczebla unijnego. Do najważniejszych aktów oddziaływających na ten rynek z pewnością należy zaliczyć 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 uchylecia dyrektywy 2003/71/WE. Rozporządzenie to znajduje bezpośrednie zastosowanie w polskim porządku prawnym od dnia 21 lipca 2019 r. Jak stanowi art. 1 ust. 1 rozporządzenia, określa ono 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.

Jednym z najważniejszych pojęć dla emitowania obligacji na rynku regulowanym jest pojęcie oferty publicznej. Zgodnie z art. 2 pkt. lit. d rozporządzenia przez ofertę publiczną papierów wartościowych rozumie się 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. Tym samym, jak słusznie wskazuje się w doktrynie, ofertą publiczną jest skierowanie komunikatu dotyczącego możliwości nabycia papierów już do zaledwie dwóch odbiorców⁹⁵⁵. Zgodzić należy się także

⁹⁵³ J. Róg-Dyrda, *Oferowanie obligacji jako instrumentu finansowego*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 36.

⁹⁵⁴ J. Róg-Dyrda, *Oferowanie obligacji jako instrumentu finansowego*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 36.

⁹⁵⁵ A. Stokłosa, S. Syp, *O prawie o obligacjach i jego zmianach*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 7. Odmiennie I. Pieczyńska-Czerny, *Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 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 uchylecia dyrektywy 2003/71/WE*, w: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, Warszawa 2018,

z poglądem, zgodnie z którym o trybie emisji przesądza komunikacja z odbiorcami – jej zawartość i cel, nie zaś uchwała emitenta o trybie emisji czy też sporządzenie prospektu emisyjnego⁹⁵⁶. Zasadnie podnosi się więc w piśmiennictwie, że na gruncie rozporządzenia 2017/1129 utracił znaczenie podział na ofertę publiczną oraz ofertę prywatną. W obecnym stanie prawnym możemy natomiast mówić o istotnym rozróżnieniu na ofertę publiczną papierów wartościowych oraz ofertę publiczną bez obowiązku publikacji prospektu⁹⁵⁷. Warto również podkreślić, że definicja „oferty publicznej papierów wartościowych” zastąpiła definicję „oferty publicznej” zawartą dotychczas w ustawie o ofercie publicznej zasadniczo już od dnia 21 lipca 2019 r.⁹⁵⁸. Wynika to z faktu, że przepisy rozporządzenia 2017/1129 znalazły bezpośrednie zastosowanie w systemach prawnych państw członkowskich Unii Europejskiej. Formalnie zaś pojęcie „oferty publicznej” zostało dostosowane do nowych przepisów dopiero ustawą nowelizującą z dnia 16 października 2019 r.⁹⁵⁹.

Natomiast pojęcie samego rynku regulowanego oznacza w prawie unijnym system wielostronny prowadzony lub zarządzany przez operatora rynku, który kojarzy lub ułatwia kojarzenie wielu deklaracji gotowości zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych przez osoby trzecie - w systemie i zgodnie ze swoimi zasadami niemającymi charakteru uznaniowego - w sposób skutkujący zawarciem kontraktu obejmującego instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu zgodnie z jego zasadami lub systemami oraz który posiada zezwolenie i funkcjonuje w sposób systematyczny⁹⁶⁰.

Rozporządzenie 2017/1129 ma na celu przede wszystkim ochronę interesów potencjalnych nabywców papierów wartościowych, w tym obligacji. W związku z tym prospekt emisyjny musi zawierać przede wszystkim informacje, które są niezbędne dla inwestorów w celu dokonania rozważnej oceny sytuacji finansowej emitenta. Zgodnie z art. 6 ust. 1 rozporządzenia treść informacji przekazywanych w prospekcie potencjalnym nabywcom powinna obejmować m.in. zestawienie aktywów i pasywów emitenta, jego

Wydawnictwo C.H. Beck, nb. 4, której zdaniem w odróżnieniu od oferty publicznej sprzedaż bezpośrednia, wówczas gdy następuje do ograniczonego kręgu zainteresowanych podmiotów, które mają wpływ na kształt transakcji i zakres przekazywanych informacji, może nie stanowić oferty publicznej.

⁹⁵⁶ J. Szewczyk, *O dostępnych trybach emisji obligacji*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 22.

⁹⁵⁷ J. Szewczyk, *O dostępnych trybach emisji obligacji*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 24.

⁹⁵⁸ J. Szewczyk, *O dostępnych trybach emisji obligacji*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 20.

⁹⁵⁹ Ustawa z dnia 16 października 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. 2019 r. poz. 2217 ze zm.

⁹⁶⁰ W myśl art. 4 ust. 1 pkt. 21 Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniającej dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE, Dz. U. UE L 2014/173/349 z dnia 12 czerwca 2012 r.

zysków i strat oraz omówienie przewidywań co do sytuacji ekonomicznej emitenta i podmiotów ustanawiających dodatkowe zabezpieczenia obligacji w przyszłości. Prospekt powinien zawierać także opis praw wynikających z emitowanych obligacji oraz przypuszczalnego wpływu emisji na emitenta.

Przygotowany przez emitenta prospekt emisyjny podlega weryfikacji i zatwierdzeniu. Zgodnie z art. 20 rozporządzenia prospekt nie może zostać opublikowany, dopóki odpowiedni właściwy organ nie zatwierdził go. Zatwierdzenie prospektu emisyjnego powinno nastąpić w terminie 10 dni roboczych od przedłożenia projektu prospektu. Po wydaniu decyzji właściwy organ powiadamia emitenta o dopuszczeniu emitowanych przez niego obligacji do obrotu na rynku regulowanym. W Polsce organem właściwym jest Komisja Nadzoru Finansowego⁹⁶¹.

Kolejnym aktem prawnym uchwalonym na szczeblu unijnym, który ma przełożenie na rynki finansowe w tym rynek obligacji jest Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE⁹⁶², tzw. dyrektywa MIFiD II. Znajduje ona zastosowanie do firm inwestycyjnych, operatorów rynku, oraz firm z państw trzecich świadczących usługi inwestycyjne lub prowadzących działalność inwestycyjną poprzez utworzenie oddziału w Unii. Ustanawia ona wymogi dotyczące zezwoleń na prowadzenie działalności przez firmy inwestycyjne oraz warunków prowadzenia tej działalności. Dotyka również problematyki świadczenia usług inwestycyjnych lub prowadzenia działalności inwestycyjnej przez firmy z państw trzecich poprzez utworzenie oddziału. Reguluje także kwestię wydawania zezwoleń dla rynków regulowanych oraz ich funkcjonowania. Ustanawia także reguły sprawowania przez właściwe organy nadzoru nad rynkami finansowymi, współpracy między tymi organami oraz egzekwowania przez nie przepisów prawa.

Na uwagę zasługuje fakt, że w związku z pracami nad implementacją dyrektywy MIFiD II, dokonano istotnych zmian w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi. Zmiany wprowadzone ustawą z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw⁹⁶³, które weszły w życie w dniu 21 kwietnia 2018 r., obejmowały m. in. rozszerzenie definicji oferowania instrumentów

⁹⁶¹ J. Szewczyk, *O dostępnych trybach emisji obligacji*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 22.

⁹⁶² Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE, Dz. U. UE. L.2014.173.349 z dnia 12 czerwca 2014 r. ze zm.

⁹⁶³ Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, Dz. U. 2018 poz. 685.

finansowych. Miały one na celu przede wszystkim wzmocnienie bezpieczeństwa obrotu i wyeliminowanie wątpliwości interpretacyjnych dotyczących procesu oferowania instrumentów finansowych i pośrednictwa w ich oferowaniu. Po raz kolejny mamy zatem do czynienia z regulacjami, które miały za zadanie chronić prawa inwestorów, w tym obligatariuszy. Warto również wskazać, że poza implementacją MIFiD II przywołana powyżej nowelizacja objęła regulacje ograniczające możliwość przedstawiania informacji o instrumentach finansowych stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji inwestycyjnych w sposób, który w dotychczasowym stanie prawnym nie mógł być jednoznacznie zakwalifikowany jako świadczenie usług maklerskich wymagających uzyskania zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego⁹⁶⁴.

Podniesienia wymaga również to, że zmianie uległa także definicja przyjmowania zleceń. Jak stanowi art. 74b ust. 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w obecnym brzmieniu przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych polega na zobowiązaniu się firmy inwestycyjnej do przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych w dwóch wariantach. Po pierwsze przez przyjmowanie i przekazywanie zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych do innego podmiotu, w tym do emitenta instrumentu finansowego, wystawcy instrumentu finansowego lub sprzedającego taki instrument, w celu ich wykonania. Po drugie zaś, przez kojarzenie dwóch lub więcej podmiotów w celu doprowadzenia do zawarcia transakcji między tymi podmiotami. W konsekwencji tych zmian przyjmuje się, że firma inwestycyjna lub bank przyjmujące od inwestora zapis na obligacje w ramach oferty i kierujące ten zapis do emitenta, na rzecz tego inwestora będą świadczyły usługę przyjmowania i przekazywania zleceń. W związku z tym, podmioty te będą zobligowane do zawarcia z inwestorem umowy o świadczenie usług maklerskich. Rezultatem takiej interpretacji przepisu jest zatem rozszerzenie ochrony wynikającej z implementacji MIFiD II także na te grupy inwestorów⁹⁶⁵.

Kolejnym aktem prawa unijnego, który odnajduje zastosowanie do rynku obligacji 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,

⁹⁶⁴ J. Róg-Dyrda, *Oferowanie obligacji jako instrumentu finansowego*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 27.

⁹⁶⁵ J. Róg-Dyrda, *Oferowanie obligacji jako instrumentu finansowego*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 30.

2003/125/WE i 2004/72/WE⁹⁶⁶, czyli tzw. Rozporządzenie MAR. Rozporządzenie znajduje bezpośrednie zastosowanie w polskim porządku prawnym od dnia 3 lipca 2016 r. Rozporządzenie MAR ustanawia wspólne ramy regulacyjne dotyczące wykorzystywania informacji poufnych, bezprawnego ujawniania informacji poufnych i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku), a także środki mające zapobiegać nadużyciom na rynku w celu zapewnienia integralności rynków finansowych w Unii oraz poprawy ochrony inwestorów i zwiększenia zaufania do tych rynków. Rozporządzenie to wprowadza także liczne obowiązki informacyjne, które podmioty oferujące instrumenty finansowe, w tym obligacje muszą realizować w stosunku do inwestorów, potencjalnych obligatariuszy.

Podkreślenia wymaga to, że oprócz instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym, zgodnie z art. 2 rozporządzenia MAR regulacja ta obejmuje swoim zakresem także instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu na innych platformach. Należy także zauważyć, że regulacje rozporządzenia MAR oddziałują również na emitentów z krajów trzecich, w tym amerykańskich emitentów obligacji. Tym samym, emitowane przez nich obligacje, które notowane są w systemach obrotu w państwach Unii Europejskiej będą podlegały reżimom przewidzianym w omawianym rozporządzeniu⁹⁶⁷.

Wskazać również należy, że zgodnie z art. 17 ust. 1 rozporządzenia MAR emitenci obowiązani są podać niezwłocznie do wiadomości publicznej informacje poufne bezpośrednio ich dotyczące. Jak wyjaśniono w motywie 49 preambuły rozporządzenia MAR, regulacja ta ma na celu zapobieganie wykorzystywaniu informacji poufnych do praktyk niezgodnych z prawem oraz do zagwarantowania, że inwestorzy nie będą wprowadzani w błąd.

Rozbudowana definicja informacji poufnej została zawarta w art. 7 Rozporządzenia MAR. W uproszczeniu należy przyjmować, że przez informację poufną trzeba rozumieć informację, która jest określona w sposób precyzyjny, nie została podana do publicznej wiadomości, dotyczy bezpośrednio i pośrednio, jednego lub większej liczby emitentów lub jednego lub większej liczby instrumentów finansowych oraz miałaby prawdopodobnie znaczący wpływ na ceny tych instrumentów finansowych lub na ceny powiązanych

⁹⁶⁶ 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 2014.173.1 z dnia 12 czerwca 2014 r.

⁹⁶⁷ F. Mausen, P. Peporte, *Challenges under the Transparency Directive for issuers of debt securities*, „Capital Markets Law Journal” 2011, nr 4, s. 484.

pochodnych instrumentów finansowych. Można zatem z całą pewnością wskazać, że informacja poufna ma charakter cenotwórczy.

Słusznie wskazuje się w piśmiennictwie, że skutkiem realizacji przez emitenta wskazanego powyżej obowiązku jest to, że ujawnione informacje przestają być dostępne wyłącznie dla wąskiej grupy podmiotów, a w konsekwencji nie mogą stać się przedmiotem wykorzystania ich niezgodnie z prawem⁹⁶⁸. Zgodzić należy się także z poglądem wyrażanym w literaturze przedmiotu, zgodnie z którym podmioty podlegające regulacjom rozporządzenia MAR mają obowiązek upubliczniania informacji poufnych niezwłocznie po zaistnieniu przesłanek aktualizujących ten obowiązek po ich stronie⁹⁶⁹. Jednocześnie nie można zapominać o tym, że obowiązek ten nie obejmuje wszystkich informacji, lecz jedynie te, które dotyczą emitenta bezpośrednio⁹⁷⁰.

6. Wnioski.

Podsumowując przeprowadzoną powyżej analizę należy wskazać, że także w ustawach szczególnych ustawodawca zawarł szereg regulacji odnoszących się do rynku obligacji w Polsce. W regulacjach tych można odnaleźć przede wszystkim unormowania dotyczące wymogów stawianych emitentom w procesie emisji obligacji oraz ustanawiających gwarancje bezpieczeństwa inwestowania na rynku obligacji przez inwestorów.

W pierwszej kolejności należy wskazać, że ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych ustanawia jasne i klarowne zasady emisji obligacji przez Skarb Państwa. Przeprowadzanie emisji zostało powierzone Ministrowi Finansów. Posiada on wszelkie instrumenty w postaci odpowiednich regulacji prawnych szczebla ustawowego i wykonawczego oraz dostęp do fachowej wiedzy, aby proces ten przebiegał sprawnie i zgodnie z literą prawa. Uwzględniając natomiast perspektywę obligatariuszy należy wskazać, że podstawowym gwarantem bezpieczeństwa inwestowania na rynku obligacji skarbowych jest fakt, że emitent, tj. Skarb Państwa odpowiada za zobowiązania z nich wynikające całym swoim majątkiem. Można zatem przyjąć, że inwestor nie może sobie wyobrazić pewniejszego dłużnika, niż Skarb Państwa. Po drugie, należy zauważyć, że również w ustawie o finansach publicznych położono duży nacisk na dostęp do informacji dla obligatariuszy. Emanacją realizacji obowiązków w tym zakresie ze strony emitenta jest publikowanie listów

⁹⁶⁸ R. Woźniak, *Definicja informacji poufnej w prawie europejskim. Uwagi na tle prawa amerykańskiego*, Warszawa 2017, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 116.

⁹⁶⁹ A. Stokłosa, S. Syp, *MAR. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz*. Warszawa 2017, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 188.

⁹⁷⁰ R. Woźniak, *Obowiązki emitentów związane z emisją, obsługą i wykupem obligacji – zagadnienia wybrane*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 56.

emisyjnych, które dostarczają podstawowej wiedzy na temat warunków emisji danej serii obligacji. Podkreślenia wymaga zatem fakt, że obligatariusze obligacji skarbowych zostali wyposażeni w dwa silne instrumenty zabezpieczające ich interesy.

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych była w polskim systemie prawa przez wiele lat fundamentalną regulacją prawną dla problematyki wprowadzania papierów wartościowych, w tym obligacji na rynki regulowane. Od momentu wejścia w życie przepisów rozporządzenia 2017/1129 straciła ona na znaczeniu, z uwagi na bezpośrednie stosowanie regulacji szczebla unijnego. Nadal stanowi jednakże istotny element uzupełniający w stosunku do regulacji unijnych. Dokonując oceny regulacji zawartych w tej ustawie, które bezpośrednio odwołują się do obligacji, należy wskazać, że są to regulacje chroniące szeroko pojmowany obrót na rynkach kapitałowych. Z jednej strony gwarantują transparentność procesów odbywających się na tym rynku. Z drugiej zaś strony ustanawiają określone reguły postępowania emitentów, w tym nakładają na nich względem inwestorów określone obowiązki informacyjne. Dostrzegalne jest jednak to, że ustawodawca w większym stopniu skupia się z ustawie o ofercie publicznej na gwarancjach prawidłowego funkcjonowania całego rynku kapitałowego, niż na sytuacji indywidualnego inwestora.

W kontekście natomiast ustawy o obrocie instrumentami finansowymi należy wskazać, że w odniesieniu do rynku obligacji przewiduje ona szereg regulacji, które z założenia mają zapewnić bezpieczeństwo obrotu tego typu papierami wartościowymi oraz wzmocnić pozycję prawną obligatariuszy. Na pierwszy plan wysuwa się w tym zakresie, regulacja dotycząca obowiązku ustanowienia agenta emisji dla wszystkich emisji obligacji, które nie są przeznaczone na rynki regulowane lub do alternatywnych systemów obrotu. Regulacja ta weszła w życie w dniu 1 lipca 2019 r., jako konsekwencja powszechnej, obowiązkowej dematerializacji obligacji.

W wątpliwość należy jednak poddać realne możliwości realizacji założeń poczynionych przez ustawodawcę. W zakresie weryfikacji spełniania przez emitenta obligacji wymogów dotyczących emisji tych papierów wartościowych, w praktyce agent emisji może wyłącznie sprawdzić czy emitent posiada zdolność emisyjną, Natomiast w sferze weryfikacji zgodności dokumentacji i oświadczeń przedstawionych przez emitenta obligacji z wymogami dotyczącymi oferowania papierów wartościowych problematyczne jest to, że agent emisji będzie opierał się w dużej mierze na dokumentacji i informacjach przedstawionych przez samego emitenta, bez możliwości rzeczywistej weryfikacji ich prawdziwości i rzetelności. Tym samym, istnieje obawa co do tego czy podstawowy cel tych regulacji, jakim jest ochrona

przyszłych obligatariuszy zostanie zrealizowany. Wskazać należy także, że kolejnym przejawem dbałości ustawodawcy o przejrzystość rynku obligacji i bezpieczeństwo jego uczestników jest obowiązek przekazywania stosownych informacji do Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych po zakończeniu procesu emisji obligacji. Podkreślenia wymaga również fakt, że jeszcze bardziej zastrzone wymogi emisji obligacji panują na rynkach regulowanych. Restrykcje wprowadzania papierów wartościowych na te rynki są bowiem, poza regulacjami ustawowymi, precyzowane dodatkowo w ich wewnętrznych regulaminach.

Natomiast z perspektywy emitenta należy wskazać, że obowiązek ustanowienia agenta emisji wpłynie z pewnością na koszty emisji obligacji, a także spowolni i utrudni cały proces. Wprowadzenie regulacji we wspomnianym zakresie może zatem doprowadzić do spadku atrakcyjności emisji obligacji, jako sposobu pozyskiwania finansowania dłużnego, względem kredytów bankowych.

Podsumowując regulacje dotyczące obrotu instrumentami finansowymi należy wskazać, że przepisy w aktualnym brzmieniu doprowadziły do ukształtowania podwójnego systemu nadzoru nad emisją obligacji poprzez ustanowienie instytucji agenta emisji oraz rejestrację zdematerializowanych obligacji w depozycie prowadzonym przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. Drugim istotnym skutkiem wprowadzenia tych regulacji było pośrednie objęcie emisji obligacji i oferowania ich w drodze niepublicznej nadzorem Komisji Nadzoru Finansowego.

Odnosząc się natomiast do regulacji szczebla unijnego należy wskazać, że na gruncie rozporządzenia 2017/1129 utracił znaczenie podział na ofertę publiczną oraz ofertę prywatną. W obecnym stanie prawnym możemy natomiast mówić o istotnym rozróżnieniu na ofertę publiczną papierów wartościowych oraz ofertę publiczną bez obowiązku publikacji prospektu. Podkreślenia wymaga również fakt, że rozporządzenie 2017/1129 ma na celu przede wszystkim ochronę interesów potencjalnych nabywców papierów wartościowych, w tym obligacji. W związku z tym prospekt emisyjny musi zawierać przede wszystkim informacje, które są niezbędne dla inwestorów w celu dokonania rozważnej oceny sytuacji finansowej emitenta.

Natomiast w związku z pracami nad implementacją dyrektywy MIFiD II, dokonano istotnych zmian w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi. Miały one na celu przede wszystkim wzmocnienie bezpieczeństwa obrotu i wyeliminowanie wątpliwości interpretacyjnych dotyczących procesu oferowania instrumentów finansowych i pośrednictwa w ich oferowaniu. Po raz kolejny mamy zatem do czynienia z regulacjami, które miały za zadanie chronić prawa inwestorów, w tym obligatariuszy.

Wskazać należy również, że wpływ na pozycję prawną obligatariuszy ma także, tzw. Rozporządzenie MAR. Rozporządzenie to ustanawia wspólne ramy regulacyjne dotyczące wykorzystywania informacji poufnych, bezprawnego ich ujawniania i manipulacji na rynku. Rozporządzenie to wprowadza także liczne obowiązki informacyjne, które podmioty oferujące instrumenty finansowe, w tym obligacje muszą realizować w stosunku do inwestorów, czyli także potencjalnych obligatariuszy. Jest to kolejny przykład regulacji unijnych, które mają za zadanie ochronę bezpieczeństwa obrotu oraz interesów inwestorów.

Konkludując, należy podkreślić, że liczne regulacje prawa szerebla unijnego dotyczą bezpośrednio problematyki ochrony rynków finansowych oraz jego uczestników. Podnieść trzeba również, że unormowania wprowadzane przez organy Unii Europejskiej niejednokrotnie były odpowiedzią na wydarzenia rynkowe, które unaoczniały niedostateczny poziom ochrony inwestorów. Pojawiające się nieustannie nowe regulacje w tym zakresie obrazują także, że mimo podejmowanych działań, funkcjonowanie rynków finansowych cały czas przynosi dla inwestorów zagrożenia i musi podlegać stałej kontroli powołanych do tego organów.

Rozdział IV. Struktura rynku obligacji w Polsce.

1. Uwagi wprowadzające.

Rynek obligacji w Polsce jest rynkiem niezwykle rozbudowanym i zróżnicowanym. Najważniejszymi segmentami rynku obligacji w Polsce są rynek obligacji skarbowych, rynek obligacji korporacyjnych oraz w mniejszym stopniu rynek obligacji komunalnych. Wskazane powyżej sektory rynku obligacji w Polsce wyróżnia się z uwagi na osobę emitenta. W kontekście funkcjonowania rynku obligacji w Polsce punktem zwrotnym było uruchomienie w 2009 r. platformy obrotu papierami dłużnymi Catalyst. Platforma ta pozwoliła na usystematyzowanie rynku i wprowadzenie jednolitych standardów dotyczących emisji obligacji. Celem tego rozdziału jest próba powiązania regulacji prawnych dotyczących poszczególnych sektorów rynku obligacji w dynamiką ich rozwoju. Do zaprezentowanej analizy zastosowano metodę dogmatyczną, analizy danych zastanych w postaci dostępnych danych statystycznych oraz *case study*.

2. Wpływ platformy Catalyst na rozwój rynku obligacji w Polsce.

Rynek obligacji Catalyst rozpoczął działalność w dniu 30 września 2009 r. Prowadzony jest na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i BondSpot S.A. Rynek Catalyst jest przeznaczony do obrotu skarbowymi i nieskarbowymi instrumentami dłużnymi, w tym obligacjami komunalnymi, korporacyjnymi oraz listami zastawnymi. Rynek ten jest dostosowany do przeprowadzania emisji papierów wartościowych o różnych wielkościach nominalnych oraz różnej charakterystyce. Rynek Catalyst odpowiada także na potrzeby różnych inwestorów, w tym inwestorów hurtowych i detalicznych, a także instytucjonalnych i indywidualnych.

Rynek Catalyst tworzą cztery platformy obrotu. Dwie z nich prowadzone są przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie w formule rynku regulowanego oraz Alternatywnego Systemu Obrotu. Jednostką transakcyjną w ich ramach jest jedna obligacja. Analogiczne dwa rynki obrotu obligacjami są prowadzone przez BondSpot S.A. Jednostką transakcyjną jest także jedna obligacji, z tym, że ma ona wartość co najmniej 100 tys. zł.

Działalność na rynku Catalyst mogą prowadzić podmioty posiadające status uczestnika Catalyst. Status ten mogą uzyskać firmy inwestycyjne, zagraniczne firmy inwestycyjne, instytucje kredytowe oraz inne podmioty, spełniające wymogi określone we właściwych przepisach prawa, dające rękojmię prawidłowego wykonywania obowiązków związanych z działaniem na rynku Catalyst. Przywilejem uczestników rynku Catalyst jest to,

że mogą oni składać zlecenia i zawierać transakcje związane ze wszystkimi instrumentami wprowadzonymi do obrotu. Mogą wykonywać powyższe czynności na rachunek własny lub na rachunek klienta.

Podkreślenia wymaga fakt, że stworzenie rynku publicznego dla obligacji komunalnych i korporacyjnych pod egidą Giełdy Papierów Wartościowych to dla jednostek samorządu terytorialnego oraz przedsiębiorców dodatkowa możliwość pozyskania finansowania na realizację obranych przez nich celów inwestycyjnych. Ponadto wprowadzenie papierów wartościowych na rynek asygnowany renomą Giełdy Papierów Wartościowych jest dla emitentów czynnikiem zwiększającym ich wiarygodność wobec inwestorów i kontrahentów oraz doskonałym narzędziem marketingowym wykorzystywanym do promocji nie tylko konkretnej emisji, lecz także samego emitenta. Ponadto, przestrzeganie nałożonych na emitentów obowiązków informacyjnych i stała wycena rynkowa wyemitowanych papierów wartościowych może w przyszłości zaprocentować łatwiejszym pozyskaniem kapitału w przyszłości i lepszą wyceną kolejnych emisji obligacji⁹⁷¹. Tym samym, platforma Catalyst stała się dla rynku obligacji doskonałym instrumentem zwiększającym dynamikę jego rozwoju.

Wprowadzanie obligacji na rynek Catalyst jest o tyle ułatwione dla emitentów, że w ramach platformy obrotu zostały ustanowione rekomendowane standardy oferowania obligacji samorządowych i korporacyjnych. Standard ten określa w szczególności, że wartość nominalna obligacji wprowadzanej w ramach dwóch rynków nadzorowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych S.A. powinna wynosić 100 zł lub 1000 zł. Wskazano w nim również, że obligacje powinny być oprocentowane według stałej lub zmiennej stopy procentowej. Stopa ta powinna być natomiast określona jako stawka bazowa plus marża. W przypadku oprocentowania zmiennego stawką bazową powinien być WIBOR 3M, WIBOR 6M lub WIBOR 1Y⁹⁷². Wybór jednego z przywołanych powyżej wskaźników powinien być uzależniony i dostosowany do okresu odsetkowego wyemitowanych przez emitenta obligacji. Ponadto należy wskazać, że obligacje, które są przedmiotem ubiegania się o skierowanie do obrotu na rynkach Catalyst, od zawsze przybierały formę zdematerializowaną.

Natomiast z perspektywy inwestorów trzeba podnieść, że rynek Catalyst dał im możliwość lokowania oszczędności w mniej ryzykowne, niż akcje instrumenty dłużne na

⁹⁷¹ <https://gpwcatalyst.pl/o-ryнку>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁹⁷² Uchwała nr 414/2009 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 8 września 2009 r. w sprawie określenia rekomendowanego standardu obligacji samorządowych i obligacji korporacyjnych na Catalyst, https://gpwcatalyst.pl/pub/CATALYST/files/materialy_informacyjne_o_ryнку/catalyst_standard_obligacji_pln.pdf, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

rynku dobrze uregulowanym i transparentnym. Jak wskazuje się w materiałach informacyjnych, zobrazowaniem podstawowego dla inwestorów atutu rynku Catalyst, jakim jest transparentność obrotu, jest motto rynku: „Catalyst – widzisz, co dzieje się z Twoimi pieniędzmi”⁹⁷³. Dzięki rynkowi Catalyst inwestorzy otrzymali nowe, efektywne narzędzie dywersyfikacji swoich inwestycji. Platforma Catalyst przyniosła dla inwestorów liczne korzyści praktyczne. Po pierwsze należy wskazać, że rynek Catalyst zapewnia większą płynność obrotu. Do momentu powstania tego rynku obrót odbywał się poza strukturami zorganizowanymi. W związku z tym, uczestnikom obrotu o wiele trudniej było znaleźć kontrahentów zainteresowanych nabyciem lub sprzedażą papierów wartościowych określonego emitenta lub poszczególnych emisji. Kolejną zaletą rynku Catalyst jest to, że na bieżąco publikowane są dane o transakcjach. Dla obligacji o odpowiednim poziomie obrotu ceny transakcyjne na rynku Catalyst mogą bowiem stanowić wycenę rynkową danej obligacji. Konsekwencją tego stanu rzeczy jest natomiast znaczące zmniejszenie ryzyka inwestycyjnego dla inwestorów. Z perspektywy inwestorów mniej doświadczonych rynek Catalyst przyniósł korzyści w postaci standaryzacji warunków emisji. Umożliwia to w praktyce porównanie rentowności instrumentów dłużnych. Rynek Catalyst dostarczył inwestorom także narzędzia służące do monitoringu ryzyka inwestycyjnego. Jest to możliwe dzięki powszechnemu dostępowi do informacji świadczących o sytuacji finansowej emitenta. Rynek Catalyst zapewnia także inwestorom jednolity system ewidencji i rozliczania prowadzony przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Zapewnia to bezpieczeństwo obrotu i niższe koszty ewidencji w przypadku zdywersyfikowanego portfela inwestycyjnego. Bezpieczeństwo obrotu na rynku Catalyst gwarantują również wysokie wymagania stawiane podmiotom będącym uczestnikami tego rynku. Obrót obligacjami w ramach rynku Catalyst odbywa się bowiem za pośrednictwem licencjonowanych domów i biur maklerskich. Są one zobowiązane do przestrzegania standardów wyznaczonych przez regulacje prawne dotyczące obrotu papierami wartościowymi, Komisję Nadzoru Finansowego oraz organizatorów rynku, tj. Giełdę Papierów Wartościowych oraz BondSpot S.A. Kolejnym przywilejem, który został przyznany inwestorom są jednolite ramy regulacyjne obowiązujące na rynku Catalyst. Zgodnie z ustanowionymi przez organizatorów rynku zasadami obrót dłużnymi instrumentami finansowymi na platformie Catalyst odbywa się w sposób jednolity, a zatem przewidywalny dla potencjalnych obligatariuszy. Ujednolicone ramy prawne obrotu na

⁹⁷³ *Przewodnik dla inwestorów. Obligacje na rynku Catalyst*, s. 7, https://gpwcatalyst.pl/pub/CATALYST/files/materialy_informacyjne_o_ryнку/Catalyst_przewodnik_inwestorzy.pdf, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

Catalyst znacząco obniżają ryzyko prawne i operacyjne. Podsumowując należy wskazać, że platforma Catalyst doprowadziła udostępnienia rynku nieskarbowych papierów dłużnych dla szerszego kręgu inwestorów, w tym inwestorów indywidualnych. Przed jej uruchomieniem rynek ten był bowiem w praktyce dostępny wyłącznie dla dużych, instytucjonalnych inwestorów. Jednocześnie regulacje obowiązujące na rynku Catalyst oraz jego organizatorzy pozwalają skutecznie i znacząco zredukować ryzyko operacyjne i transakcyjne, na jakie byli narażeni inwestorzy inwestujący w papiery dłużne poza rynkiem zorganizowanym⁹⁷⁴.

3. Segmenty rynku obligacji w Polsce.

3.1. Obligacje skarbowe.

Obligacje skarbowe to obligacje emitowane przez Skarb Państwa na podstawie ustawy o finansach publicznych. Obligacje skarbowe z punktu widzenia inwestorów są najbezpieczniejszym sposobem inwestowania na tym rynku. Jak już wskazano we wcześniejszych fragmentach rozprawy, wynika to z faktu, że zgodnie z art. 95 ust. 6 ustawy o finansach publicznych za zobowiązania z nich wynikające całym swoim majątkiem odpowiada Skarb Państwa⁹⁷⁵. Obligacje Skarbu Państwa w zasadzie nie są więc obciążone ryzykiem niewypłacalności emitenta⁹⁷⁶. Dodatkowym uwiarygodnieniem obligacji skarbowych w oczach inwestorów, w szczególności o rodowodzie zagranicznym, mogą być oceny nadawane przez międzynarodowe agencje *ratingowe*, takie jak Fitch, Moody's czy też Standard & Poor's⁹⁷⁷.

Obligacje skarbowe są przedmiotem obrotu zarówno na rynku pierwotnym, jak i na rynku wtórnym. W ramach rynku pierwotnego funkcjonuje kilka kanałów sprzedaży obligacji skarbowych. Zaliczamy do nich dealerów obligacji skarbowych (obligacje hurtowe) oraz sieć oddziałów banku PKO BP oraz kanały telefoniczne i internetowe (obligacje detaliczne)⁹⁷⁸. W tym pierwszym przypadku sprzedaż przeprowadzana jest w formie przetargów⁹⁷⁹. W

⁹⁷⁴ Przewodnik dla inwestorów. *Obligacje na rynku Catalyst*, s. 10, https://gpwcatalyst.pl/pub/CATALYST/files/materialy_informacyjne_o_rynku/Catalyst_przewodnik_inwestorzy.pdf, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁹⁷⁵ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 341.

⁹⁷⁶ R. Blicharz, *Instytucje prawa rynku kapitałowego*, Toruń 2013, Wydawnictwo Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierowania. „Dom Organizatora”, s. 80-81.

⁹⁷⁷ P. Zawadzka, w: Z. Ofiarski, *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 623.

⁹⁷⁸ P. Zawadzka, w: Z. Ofiarski, *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 628.

⁹⁷⁹ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck,

przetargach udział mogą brać m.in. banki, instytucje kredytowe lub instytucje finansowe, z którymi Minister Finansów zawarł umowę w sprawie pełnienia funkcji Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych. Do grona uczestników przetargów zalicza się również banki państwowe⁹⁸⁰. Natomiast w zakresie obrotu wtórnego wskazać należy, że w odniesieniu do obligacji hurtowych funkcjonuje Rynek Treasury BondSpot Poland, który skupia wokół siebie uczestników Systemu Dealerów Skarbowych Papierów Wartościowych⁹⁸¹. W odniesieniu do potencjalnych nabywców emitowanych przez Skarb Państwa obligacji w doktrynie stosuje się również podział obligacji na: oferowane w sprzedaży hurtowej, oferowane w sieci sprzedaży detalicznej oraz oferowane na rynkach zagranicznych⁹⁸². W odniesieniu do elementów konstrukcyjnych należy wskazać, że obligacje hurtowe charakteryzują się tym, że mogą być emitowane w walucie polskiej lub euro. Ich nominalna wartość wynosi minimum 1000 jednostek określonej waluty lub wielokrotność tej kwoty. Detaliczne obligacje skarbowe także są nominowane w walucie polskiej lub euro. Natomiast ich nominalna wartość wynosi co najmniej 100 złotych lub 100 euro. Wartość nominalna może także stanowić wielokrotność tej kwoty⁹⁸³. Detaliczne obligacje skarbowe są przeznaczone dla bardzo szerokiego kręgu potencjalnych inwestorów, który obejmuje zarówno osoby fizyczne, osoby prawne oraz jednostki nieposiadające osobowości prawnej, którym ustawa nadała zdolność prawną⁹⁸⁴.

Wskazać również należy, że ze względu na sposób oprocentowania wyróżnia się obligacje o oprocentowaniu stałym oraz zmiennym. W pierwszym przypadku oprocentowanie nie ulega zmianie przez cały okres funkcjonowania obligacji w obrocie. Z perspektywy inwestora są to obligacje bezpieczniejsze, ponieważ oprocentowanie jest znane już w momencie zakupu obligacji. Potencjalny inwestor mnożąc roczną stopę procentową przez wartość nominalną obligacji oraz liczbę rocznych okresów odsetkowych jest w stanie

s. 356, P. Zawadzka, w: Z. Ofiarski, *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 643.

⁹⁸⁰ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 356.

⁹⁸¹ P. Zawadzka, w: Z. Ofiarski, *Ustawa o finansach publicznych. Komentarz*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 629.

⁹⁸² P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 356.

⁹⁸³ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 356.

⁹⁸⁴ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 356.

obliczyć, jaką kwotę odsetek otrzyma w momencie wykupu obligacji przez emitenta. Natomiast w przypadku obligacji o zmiennej stopie oprocentowania jego wysokość różni się w poszczególnych okresach odsetkowych. Dopuszcza się różne techniki zmiany oprocentowania. Najpopularniejszym jest uzależnienie jego wysokości od wybranego indeksu ekonomicznego, tzw. obligacje indeksowane. Dla przykładu można wskazać, że wśród aktualnie oferowanych inwestorom indywidualnym obligacji skarbowych znajdują się obligacje, w których wysokość oprocentowania jest uzależniona od wartości indeksu WIBOR 6M (obligacje trzyletnie) oraz od poziomu inflacji (obligacje czteroletnie, dziesięcioletnie oraz obligacje rodzinne sześcioletnie i dwunastoletnie)⁹⁸⁵.

Odnosząc się do formy, w jakiej występują obligacje skarbowe na rynku kapitałowym należy przypomnieć, że podlegają one obowiązkowej dematerializacji⁹⁸⁶. Ich rejestracja, a w dalszej kolejności rozliczanie i rozrachunek transakcji z nimi związanych mogą być dokonywane w systemie rejestracji prowadzonym przez Narodowy Bank Polski lub Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych⁹⁸⁷.

Biorąc pod uwagę termin wykupu obligacji skarbowych należy wskazać, że kwalifikuje je się do grupy średnio- i długoterminowych papierów wartościowych⁹⁸⁸. W stałej ofercie obligacji skarbowych oferowanych inwestorom indywidualnym od wielu lat pozostają obligacje dwuletnie, trzyletnie, czteroletnie oraz dziesięcioletnie. W 2016 r. wprowadzono do oferty nowe rodzinne obligacje skarbowe z sześcioletnim i dwunastoletnim terminem wykupu przeznaczone dla beneficjentów programu „500+”. Na uwagę zasługuje również fakt, że pierwotnie ustalony przez emitenta termin wykupu obligacji skarbowych może zostać przesunięty w czasie przy wykorzystaniu mechanizmu „rollowania” obligacji. Polega on zamianie długu emitenta, w tym przypadku Skarbu Państwa z tytułu obligacji, których termin wykupu już upłynął na obligacje nowej emisji. W zamian emitent może zaoferować obligatariuszowi, np. wyższe oprocentowanie⁹⁸⁹. Jest to mechanizm niezwykle często wykorzystywany w przypadku emisji obligacji skarbowych.

⁹⁸⁵ <https://www.obligacjeskarbowe.pl/>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁹⁸⁶ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 344.

⁹⁸⁷ A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2003, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 226.

⁹⁸⁸ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 346.

⁹⁸⁹ P. Zapadka, A. Mikos-Sitek, w: W. Misiąg (red.), *Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck, s. 347.

Ciekawie przedstawiają się dane statystyczne dotyczące emisji obligacji skarbowych w Polsce. Dane te należy pogrupować na dwie kategorie. Pierwszą z nich są dane dotyczące sprzedaży obligacji detalicznych przeznaczonych dla klientów indywidualnych. Natomiast drugą grupę stanowią dane odnoszące się do rozmiarów obrotów obligacjami hurtowymi na rynku Catalyst.

Dane udostępnione przez Ministerstwo Finansów dotyczące sprzedaży detalicznych obligacji skarbowych obejmują okres od 2007 r. do 2020 r. i przedstawiają się następująco:

Rok dystrybucji detalicznych obligacji skarbowych	Kwota łącznej sprzedaży w zł
2007 r.	2 868 100 000 zł
2008 r.	6 175 200 000 zł
2009 r.	3 834 000 000 zł
2010 r.	2 377 800 000 zł
2011 r.	2 222 300 000 zł
2012 r.	2 450 800 000 zł
2013 r.	2 921 900 000 zł
2014 r.	2 720 900 000 zł
2015 r.	3 217 700 000 zł
2016 r.	4 633 700 000 zł
2017 r.	6 861 000 000 zł
2018 r.	12 706 400 000 zł
2019 r.	17 286 900 000 zł
styczeń – wrzesień 2020 r.	21 224 500 000 zł

Tabela nr 1. Sprzedaż detalicznych obligacji skarbowych w latach 2007 – 2020⁹⁹⁰.

Zaprezentowane powyżej zestawienie należałoby podzielić na dwa zasadnicze okresy. W pierwszej kolejności należy wskazać, że w latach 2007 – 2014 na rynku detalicznych obligacji skarbowych nie da się wyznaczyć jednolitego trendu rozwoju tego rynku. Łączna kwota sprzedaży detalicznych obligacji skarbowych oscylowała na poziomie 2-3 mld zł.

⁹⁹⁰ <https://www.gov.pl/web/finanse/wyniki-sprzedazy-obligacji-oszczednosciowych1>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

Wyjątkami w tym zakresie były 2008 r., gdzie kwota sprzedaży sięgnęła ponad 6 mld zł oraz 2009 r., gdzie sprzedaż wyniosła ok. 3,8 mld zł. Jednoznaczną tendencją rozwoju detalicznych obligacji skarbowych w Polsce można natomiast dostrzec w drugim z analizowanych okresów, tj. w latach 2015 – 2020 r. Z zaprezentowanych powyżej danych jednoznacznie wynika, że analizowany segment rynku obligacji w Polsce z roku na rok się rozwijał. Na uwagę zasługuje także fakt, że 2015 r. był pierwszym po sześciu latach przerwy okresem, w którym sprzedaż obligacji detalicznych przekroczyła 3 mld zł. Od tego czasu widoczny jest coraz bardziej dynamiczny wzrost sprzedaży. Wzrost ten można wręcz określić mianem wykładniczego. Tezę tę potwierdza fakt, że w okresie pierwszych dziewięciu miesięcy 2020 r. Skarb Państwa sprzedał już obligacje za ponad 21 mld zł. Oznacza to, że 2020 r. będzie okresem rekordowym. Obrazuje to również, że rynek detalicznych obligacji skarbowych, a zatem obligacji bardzo bezpiecznych, ale jednocześnie dających stabilne zyski, cieszy się coraz większym zainteresowaniem inwestorów. Kilkukrotny wzrost tego zainteresowania w ocenie autora ma przede wszystkim źródło w tym, że stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego utrzymują się właśnie od 2015 r. na rekordowo niskim poziomie. Kolejne cięcia stóp procentowych przeprowadzone przez Radę Polityki Pieniężnej w 2020 r. tylko zwiększyły dynamikę wzrostu sprzedaży detalicznych obligacji skarbowych indywidualnym inwestorom. Klienci banków nieusatysfakcjonowani poziomem oprocentowania lokat, które w ostatnich latach cały czas drastycznie spadało, zaczęli poszukiwać alternatywnych metod lokowania swoich środków. Poszukując usługi finansowej, która z jednej strony cechuje się stosunkowym bezpieczeństwem odzyskania kapitału wraz z należnymi odsetkami, z drugiej zaś ochroni kapitał przed negatywnym oddziaływaniem inflacji, odnaleźli tę alternatywę w detalicznych obligacjach skarbowych.

Dane dotyczące emisji hurtowych obligacji skarbowych są publikowane przez platformę Catalyst od momentu jej powstania we wrześniu 2020 r. Wartość emisji tych papierów wartościowych na rynku Catalyst przedstawia się w ostatnich 10 latach następująco.

Rok emisji hurtowych obligacji skarbowych na rynku Catalyst	Wartość emisji w zł
październik – grudzień 2009 r.	0 zł
2010 r.	0 zł
2011 r.	491 617 000 000 zł
2012 r.	514 974 000 000 zł

2013 r.	560 241 000 000 zł
2014 r.	480 506 000 000 zł
2015 r.	543 553 000 000 zł
2016 r.	625 637 000 000 zł
2017 r.	655 936 000 000 zł
2018 r.	690 593 000 000 zł
2019 r.	704 762 000 000 zł

Tabela nr 2. Wartość emisji hurtowych obligacji skarbowych na rynku Catalyst w latach 2009 – 2019.

Z przedstawionych powyżej danych wynika, że hurtowe obligacje skarbowe stanowiły najbardziej rozbudowany segment rynku Catalyst. Warto również wskazać, że Skarb Państwa rozpoczął korzystanie z tego rynku do emisji swoich obligacji dopiero w 2011 r., a zatem po ponad roku od jego otwarcia. Poza 2014 r. zauważalna jest stała tendencja wzrostowa w zakresie emisji hurtowych obligacji skarbowych na rynku Catalyst w poszczególnych latach. Podstawową przyczyną coraz większego zainteresowania ze strony Skarbu Państwa emisją hurtowych obligacji skarbowych na platformie Catalyst jest rosący nieustannie dług publiczny i coraz większe zapotrzebowanie ze strony państwa polskiego na środki finansowe, za pomocą których możliwe jest pokrywanie potrzeb budżetowych. W związku z tym, należy przyjmować, że dynamika rozwoju tego sektora obligacji w Polsce wynika z przesłanek ekonomicznych, nie zaś wyjątkowo korzystnych regulacji prawnych usprawniających przeprowadzanie emisji obligacji skarbowych przez Skarb Państwa.

3.2. Obligacje korporacyjne.

Obligacje korporacyjne są rodzajem obligacji emitowanych przez przedsiębiorców⁹⁹¹. Tym samym, możemy wskazać, że ich emitentami są przede wszystkim spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, spółki akcyjne i spółki komandytowo-akcyjne. Obligacje korporacyjne charakteryzują się co do zasady najwyższą rentownością spośród kategorii emitowanych obligacji, ale jednocześnie wiążą się z największym ryzykiem inwestycyjnym.

Niestety w ostatnich latach na rynku obligacji korporacyjnych zaobserwowano liczne patologie związane z procesem oferowania tych instrumentów finansowych. Szczególnie istotna w tym zakresie okazała się sprawa oferowania obligacji emitowanych przez GetBack

⁹⁹¹ R. Woźniak, *Wprowadzenie do prawa papierów wartościowych*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 92.

S.A. i liczne oskarżenia dotyczące *misselingu*, czyli wprowadzania w błąd przy oferowaniu lub oferowania produktu osobom o nieodpowiednim profilu ryzyka i horyzoncie inwestycyjnym⁹⁹². Praktyki te wzbudzały dodatkowe kontrowersje z uwagi na to, że dystrybutorami obligacji były jednostki wchodzące w strukturę organizacyjną banków, które z założenia powinny kierować się interesem swoich klientów i zachowywać najwyższe standardy postępowania. Niestety zjawisko *misselingu* nie jest zjawiskiem nowym na rynkach finansowych. W piśmiennictwie od wielu lat wskazuje się na nieuczciwe praktyki banków obejmujące zatajanie przekazania informacji konsumentom czy też podawanie informacji w sposób dwuznaczny, niezrozumiały lub w nieodpowiednim czasie⁹⁹³. Z drugiej strony doktryna podkreśla szczególne znaczenie informacji przekazywanych potencjalnym nabywcom usług finansowych, z uwagi na poziom skomplikowania i złożoności oraz ryzyka z nią związanego⁹⁹⁴. Sprawa GetBack S.A. jest doskonałym przykładem tego, że wszystkie regulacje prawne, które w założeniu ustawodawcy powinny chronić obligatariuszy, w praktyce nie spełniały swojej roli.

Rzetelną i kompleksową analizę prawną tej sprawy przedstawiła Najwyższa Izba Kontroli w przygotowanej przez siebie informacji o wynikach kontroli pt. „Działalność organów i instytucji państwowych oraz podmiotów organizujących rynek finansowy wobec spółki GetBack S.A., podmiotów oferujących jej papiery wartościowe oraz ją audytujących”⁹⁹⁵. Warto podkreślić, że analiza ta została przeprowadzona na wniosek Prezesa Rady Ministrów z dnia 17 lipca 2018 r. Na podstawie art. 6 ustawy o Najwyższej Izbie Kontroli⁹⁹⁶, zwrócił się on do Prezesa NIK z wnioskiem o przeprowadzenie kontroli adekwatności działań Komisji Nadzoru Finansowego wobec GetBack S.A. oraz podmiotów oferujących jej obligacje pod kątem zapewnienia prawidłowego funkcjonowania rynku finansowego oraz ochrony uzasadnionych interesów jego nieprofesjonalnych uczestników. Z uwagi na szeroki wydzźwięk medialny i społeczny tej sprawy kontrolą, oprócz Urzędu Komisji

⁹⁹² K. Szewdo-Mackiewicz, *Zjawisko misselingu we wnioskach obligatariuszy GetBack S.A.*, w: A. Jurkowska-Zeidler, J. Monkiewicz, *Raport nieprawidłowości na rynku finansowym a ochrona konsumenta*, Warszawa 2019, Biuro Rzecznika Finansowego, s. 444, J. Róg-Dyrda, *Oferowanie obligacji jako instrumentu finansowego*, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8), s. 27.

⁹⁹³ E. Rutkowska-Tomaszewska, *Ochrona prawna klienta na rynku usług bankowych*, Warszawa 2013, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 679-680.

⁹⁹⁴ M. Dziedzic, *Rola obowiązków informacyjnych przedsiębiorcy wobec konsumenta w sferze usług finansowych*, w: E. Rutkowska-Tomaszewska, J. Monkiewicz (red.), *Ochrona konsumenta na polskim i międzynarodowym rynku finansowym*, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 90.

⁹⁹⁵ *Informacja Najwyższej Izby Kontroli o wynikach kontroli „Działalność organów i instytucji państwowych oraz podmiotów organizujących rynek finansowy wobec spółki GetBack S.A., podmiotów oferujących jej papiery wartościowe oraz ją audytujących” z dnia 9 grudnia 2019 r.*, <https://www.nik.gov.pl/aktualnosci/bez-ochrony-panstwa.html>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

⁹⁹⁶ Ustawa z dnia 23 grudnia 1994 r. o Najwyższej Izbie Kontroli, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1200.

Nadzoru Finansowego, zostały objęte Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów, Biuro Rzecznika Finansowego, Ministerstwo Finansów oraz Komisja Nadzoru Audytowego.

Przedstawiając tło tej sprawy należy wskazać, że GetBack S.A. została utworzona i zarejestrowana w 2012 r. Jest firmą windykacyjną. Przedmiotem działalności Spółki jest nabywanie pakietów wierzytelności i dochodzenie ich zapłaty na własny rachunek oraz zarządzanie zewnętrznymi portfelami wierzytelności w ramach zarządzania sekurytyzowanymi wierzytelnościami funduszy inwestycyjnych. W lipcu 2017 r. akcje Spółki zostały wprowadzone do publicznego obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Do marca 2018 r. spółka GetBack S.A. była jedną z najszybciej rozwijających się firm w branży finansowej i istotnym uczestnikiem rynku obrotu wierzytelnościami.

W okresie swojego funkcjonowania Spółka wielokrotnie dokonywała emisji swoich obligacji. W dniu 9 marca 2017 r. KNF po raz pierwszy zatwierdziła prospekt emisyjny Spółki w związku z ofertą publiczną oraz zamiarem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym obligacji GetBack S.A., emitowanych w ramach Programu Emisji Obligacji o łącznej wartości nominalnej do 300 mln zł. Pierwsza emisja obligacji GetBack S.A. nastąpiła w dniu 18 kwietnia 2017 r. Na podstawie tego prospektu Spółka przeprowadziła sześć ofert publicznych obligacji na łączną kwotę 256 mln zł. Obligacje wyemitowane na podstawie powyższego prospektu zostały wprowadzone do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych. Spółka część obligacji wyemitowanych poza ofertą publiczną i wprowadziła do alternatywnych systemów obrotu prowadzonych przez Giełdę Papierów Wartościowych oraz BondSpot S.A. W dniu 24 kwietnia 2018 r. na rynku Catalyst było notowanych 27 serii obligacji wyemitowanych przez Spółkę o wartości nominalnej ponad 519 mln zł⁹⁹⁷.

W trakcie przeprowadzania emisji Spółka dopuściła się jednakże wielu nieprawidłowości, w szczególności w zakresie dystrybuowania emitowanych przez siebie papierów wartościowych. Jak wskazano w informacji o wynikach kontroli niektórzy nabywcy obligacji GetBack S.A. nieświadomie przyjmowali na siebie znaczące ryzyko przypisane do tego instrumentu, wynikające z agresywnego modelu biznesowego Spółki. W raporcie zostały opisane przypadki wprowadzania nabywców obligacji w błąd przy oferowaniu tych papierów

⁹⁹⁷ Informacja Najwyższej Izby Kontroli o wynikach kontroli „Działalność organów i instytucji państwowych oraz podmiotów organizujących rynek finansowy wobec spółki GetBack S.A., podmiotów oferujących jej papiery wartościowe oraz ją audytujących” z dnia 9 grudnia 2019 r., s. 37, <https://www.nik.gov.pl/aktualnosci/bez-ochrony-panstwa.html>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

wartościowych. Korporacyjny instrument dłużny, jakim były obligacje GetBack S.A., był bowiem przedstawiany jako produkt bezpieczniejszy od lokat bankowych, gwarantowanych przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny. W ocenie osób zajmujących się oferowaniem obligacji GetBack S.A. miał on zapewniać wysokie odsetki przy jednoczesnej ochronie kapitału. Oferujący obligacje wywierali presję na potencjalnych nabywców, podkreślając unikalność produktu i sugerując konieczność podjęcia szybkiej decyzji. Przekazywali bez zgody klientów ich dane osobowe chronione tajemnicą do domu maklerskiego. Udokumentowano także przypadki, gdy pracownicy banku bez zgody lub upoważnienia klienta podpisywali za niego umowę na objęcie obligacji.

W dniu 16 kwietnia 2018 r. obrót akcjami i obligacjami GetBack S.A. został zawieszony, a inwestorzy zostali pozbawieni możliwości odzyskania środków. W dniu 2 maja 2018 r. spółka GetBack S.A. złożyła w Sądzie Rejonowym we Wrocławiu-Fabrycznej wniosek o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego w formie przyspieszonego postępowania układowego. Zgromadzenie wierzycieli Spółki w dniu 22 stycznia 2019 r. przegłosowało zawarcie układu, zgodnie z którym wierzytelności niezabezpieczone mają zostać spłacone tylko w części wynoszącej 1/4 ich wartości nominalnej, w 16 ratach rozłożonych na osiem lat. W dniu 6 czerwca 2019 r. Sąd zatwierdził powyższą propozycję układu. Liczbę nabywców obligacji, którzy nie odzyskają zainwestowanych środków, ocenia się na ponad 9 tys. osób. Poszkodowani są także nabywcy innych produktów finansowych opartych na akcjach lub obligacjach GetBack S.A., w tym certyfikatów funduszy inwestycyjnych⁹⁹⁸.

Celem przeprowadzonej przez Najwyższą Izbę Kontroli analizy, poza zbadaniem potencjalnych nieprawidłowości w działaniu GetBack S.A. i podmiotów oferujących jej papiery wartościowe, było zidentyfikowanie słabości systemu ochrony nieprofesjonalnych uczestników rynku finansowego i podjęcie prac legislacyjnych eliminujących te słabości. W efekcie tych prac została uchwalona w szczególności ustawa z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku. Wprowadziła ona szereg rozwiązań podnoszących poziom ochrony inwestorów i zwiększających możliwości skutecznego działania organów broniących ich interesów. W zakresie, w którym odnoszą się one bezpośrednio do rynku obligacji, zmiany te zostały już omówione we wcześniejszych fragmentach niniejszej

⁹⁹⁸ Informacja Najwyższej Izby Kontroli o wynikach kontroli „Działalność organów i instytucji państwowych oraz podmiotów organizujących rynek finansowy wobec spółki GetBack S.A., podmiotów oferujących jej papiery wartościowe oraz ją audytujących” z dnia 9 grudnia 2019 r., s. 10-11, <https://www.nik.gov.pl/aktualnosci/bez-ochrony-panstwa.html>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

rozprawy. Najwyższa Izba Kontroli dostrzegła jednakże możliwości udoskonalenia przepisów prawa w dwóch sferach, tj. w zakresie dalszego wzmocnienia ochrony inwestorów na rynku finansowym oraz ułatwienia dochodzenia roszczeń osobom poszkodowanym przez podmioty rynku finansowego.

W pierwszej kolejności należy wskazać, że Najwyższa Izba Kontroli proponuje wprowadzenie obowiązku zawierania w prospekcie nie tylko omówienia czynników ryzyka ciążących na emitencie, ale także oceny prawdopodobieństwa ich wystąpienia i potencjalnego wpływu na działalność lub sytuację finansową emitenta. Zdaniem Najwyższej Izby Kontroli pozwoli to na realną ocenę sytuacji podmiotu emitującego papiery wartościowe. Wskazać jednakże należy, że w związku z wejściem w życie rozporządzenia 2017/1129, zmiany w tym zakresie musiałyby następować na szczeblu prawa unijnego. Po drugie, Najwyższa Izba Kontroli postuluje wprowadzenie możliwości dokonywania badania *due diligence* emitentów zamierzających ubiegać się po raz pierwszy o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. W ocenie Najwyższej Izby Kontroli doprowadzi to do realnej możliwości zweryfikowania stopnia przygotowania emitenta do funkcjonowania na rynku regulowanym oraz jakości systemu raportowania ze szczególnym uwzględnieniem systemu finansowo-księgowego i identyfikacji ryzyk w działalności emitenta. Najwyższa Izba Kontroli wskazała także na potrzebę dopuszczenia możliwości przeprowadzania przez Komisję Nadzoru Finansowego kontroli działalności lub sytuacji finansowej emitentów dokonujących oferty publicznej papierów wartościowych, emitentów, których papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, oraz emitentów, którzy ubiegają się o dopuszczenie lub wprowadzenie ich papierów wartościowych do takiego obrotu. Najwyższa Izba Kontroli zaproponowała również wprowadzenie obowiązku nagrywania rozmów związanych z oferowaniem i sprzedażą produktów finansowych o charakterze inwestycyjnym w placówkach sprzedażowych oraz wszelkich rozmów związanych ze świadczeniem usług doradztwa inwestycyjnego. Zdaniem Najwyższej Izby Kontroli zmiana ta pozwoli na ustalenie, czy pisemne potwierdzenie klienta, że świadomie podjął decyzję o inwestycji, nie zostało podpisane pod wpływem wprowadzenia w błąd lub mimo faktycznego *missellingu*. Ponadto Najwyższa Izba Kontroli zwróciła uwagę na potrzebę rozszerzenia katalogu przestępstw, w stosunku do których KNF ma obowiązek podania na liście ostrzeżeń publicznych informacji o złożeniu zawiadomienia o podejrzeniu ich popełnienia. Dzięki temu klienci instytucji finansowych zyskają szerszą możliwość oceny wiarygodności tych instytucji. Kolejnym postulatem Najwyższej Izby Kontroli jest uregulowanie w kodeksie

karnym szczególnego typu przestępstwa oszustwa finansowego opartego na tzw. systemie „piramidy finansowej”. W ocenie Najwyższej Izby Kontroli pozwoli to na ściganie sprawców przestępstwa oszustwa związanego z tworzeniem piramidy finansowej na wcześniejszym etapie sprawy, kiedy jeszcze piramida finansowa jest wypłacalna. W ocenie Najwyższej Izby Kontroli zasadne byłoby również rozszerzenie uprawnień Rzecznika Finansowego co do zakresu podmiotowego pomocy i stosowanych narzędzi oraz zwiększenie wysokości kar pieniężnych, jakie mogą być nałożone przez Rzecznika Finansowego za uchylanie się przez podmiot rynku finansowego od obowiązków określonych w przepisach prawa. Zdaniem Najwyższej Izby Kontroli korzyści w zakresie zwiększenia ochrony praw inwestorów, w tym obligatariuszy przyniosłoby także wprowadzenie możliwości podania przez Prezesa UOKiK do publicznej wiadomości informacji o podejrzeniu praktyki naruszającej zbiorowe interesy konsumentów już na etapie postępowania wyjaśniającego⁹⁹⁹. W piśmiennictwie zwraca się również uwagę na potrzebę powołania „ciała zrzeszającego” istniejące organy i instytucje ochrony konsumenta. Zdaniem przedstawicieli doktryny mogłoby ono przyjmować formułę Komitetu Ochrony Konsumenta Usług Finansowych czy Komitetu Stabilności Konsumenta Usług Finansowych. Organ taki zapewniłby współpracę oraz uporządkowane i systemowe działania w obszarze ochrony konsumenta, na etapie wdrażania regulowanych przez prawo mechanizmów ochrony w zakresie stosowania prawa i jego egzekwowania¹⁰⁰⁰. Wszystkie wskazane powyżej postulaty organów publicznych oraz przedstawicieli doktryny znajdują uzasadnienie w potrzebie zwiększenia ochrony inwestorów na polskim rynku obligacji i zasługują na aprobatę. Tym samym, po ujęciu ich w ramy prawne i odpowiednim sprecyzowaniu należałoby rozważyć wdrożenie ich do rodzimego systemu prawa.

Natomiast w sferze ułatwienia konsumentom dochodzenia roszczeń Najwyższa Izba Kontroli widzi m.in. potrzebę wprowadzenia do Kodeksu postępowania cywilnego postępowania odrębnego w sprawach konsumenckich, wzmacniającego pozycję konsumenta jako słabszej strony stosunku umownego. Zdaniem Najwyższej Izby Kontroli istotnym elementem postępowania konsumenckiego powinna być większa aktywność sądu, choćby w zakresie postępowania dowodowego czy też obowiązek badania przez sąd kwestii stosowania klauzul abuzywnych lub nieuczciwych praktyk rynkowych na każdym etapie postępowania, niezależnie od podstawy prawnej roszczenia lub obrony procesowej podejmowanej przez

⁹⁹⁹ Informacja Najwyższej Izby Kontroli o wynikach kontroli „Działalność organów i instytucji państwowych oraz podmiotów organizujących rynek finansowy wobec spółki GetBack S.A., podmiotów oferujących jej papiery wartościowe oraz ją audytujących” z dnia 9 grudnia 2019 r., s. 28-32, <https://www.nik.gov.pl/aktualnosci/bez-ochrony-panstwa.html>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

¹⁰⁰⁰ E. Rutkowska-Tomaszewska, *Czy struktura instytucjonalna ochrony konsumenta na rynku usług finansowych wymaga zmian?*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2019, nr 11, s. 21.

konsumenta. Powyższe zmiany przyczyniłyby się do wyrównania dysproporcji między przedsiębiorcą a konsumentem na etapie postępowania sądowego. Propozycję tę należy ocenić negatywnie. Tworzenie kolejnego postępowania odrębnego jedynie skomplikuje i tak już rozbudowaną procedurę cywilną. Ponadto, wydaje się, że większą korzyścią dla konsumenta będzie wyznaczenie mu pełnomocnika z urzędu, niż angażowanie sędziego do ochrony jego interesów. Kolejnym rozwiązaniem zaproponowanym przez Najwyższą Izbę Kontroli jest wprowadzenie w ustawie o kosztach sądowych w sprawach cywilnych¹⁰⁰¹ rozwiązań analogicznych do przepisów dotyczących opłat pobieranych od konsumentów dochodzących roszczeń wynikających z czynności bankowych, tj. ograniczających wysokość opłaty sądowej do 1 tys. zł. W ocenie Najwyższej Izby Kontroli doprowadzi to do ułatwienia dochodzenia roszczeń od przedsiębiorców zaangażowanych w proces oferowania, zbywania instrumentów finansowych, w tym obligacji. Pomysł ten należy ocenić pozytywnie i uznać za godny wdrożenia do ustawy o kosztach sądowych w sprawach cywilnych. Najwyższa Izba Kontroli wskazała również na możliwość wprowadzenia przepisów umożliwiających przeznaczanie środków Funduszu Edukacji Finansowej, pochodzących m.in. z wpływów z tytułu kar pieniężnych nakładanych przez Komisję Nadzoru Finansowego, na rekompensowanie konsumentom, do ustawowo określonej wysokości, strat poniesionych wskutek nabycia obligacji korporacyjnych, jeżeli egzekucja przeciwko emitentowi okaże się bezskuteczna, jak również wtedy, gdy jest oczywiste, że egzekucja ta będzie bezskuteczna. Tym samym, Najwyższa Izba Kontroli postuluje nadanie Funduszowi Edukacji Finansowej nowej roli, swoistego Funduszu Gwarancyjnego. Z tym zastrzeżeniem, że rozmiar udzielanej obligatariuszom gwarancji byłby ograniczony. Byłby to kolejny krok, po utworzeniu Bankowego Funduszu Gwarancyjnego oraz systemu rekompensat dla inwestorów indywidualnych prowadzonego przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, w budowaniu struktury ochrony środków powierzanych instytucjom finansowym przez inwestorów¹⁰⁰².

Podsumowując ten wątek należy wskazać, że podejmowane przez ustawodawcę działania zmierzające do zwiększenia poziomu ochrony inwestorów na rynku obligacji, w szczególności rynku obligacji korporacyjnych nie przynosiły w pełni zamierzonych skutków. Przytoczone powyżej postulaty zgłaszane przez doktrynę prawa i praktyków oraz instytucje

¹⁰⁰¹ Ustawa z dnia 28 lipca 2005 r. o kosztach sądowych w sprawach cywilnych, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 755 ze zm.

¹⁰⁰² P. Zawadzka, *Tendencje w zakresie systemów gwarancyjnych na rynkach finansowych*, w: E. Fojcik-Mastalska, E. Rutkowska-Tomaszewska (red.), *Bezpieczeństwo rynku finansowego*, Wrocław 2010, Wydawnictwo Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa, s. 158.

państwowe są w większości godne rozważenia i wdrożenia do systemu prawa. Zgodzić należy się jednakże z poglądem prezentowanym w literaturze przedmiotu, zgodnie z którym nawet najdalej posunięta ochrona konsumentów w przepisach prawa materialnego nie będzie miała znaczenia, jeśli nie będzie wdrażana w praktyce w efektywny i realny sposób przez właściwe stosowanie i wykładnię przepisów przewidujących mechanizmy ochrony, nakładających obowiązki informacyjne i wprowadzających ograniczenia swobody kształtowania treści umów o usługi finansowe, zarówno przez same podmioty zobowiązane do przekazywania informacji konsumentom, jak i organy publiczne egzekwujące ich właściwe przestrzeganie¹⁰⁰³.

Rozwój rynku obligacji korporacyjnych w Polsce obrazują dane dotyczące liczby emisji tego rodzaju obligacji na rynku Catalyst. Statystyki w tym zakresie przedstawiają się następująco.

Rok emisji obligacji korporacyjnych na rynku Catalyst	Wartość emisji w zł
październik – grudzień 2009 r.	6 819 000 000 zł
2010 r.	17 345 000 000 zł
2011 r.	34 522 000 000 zł
2012 r.	46 366 000 000 zł
2013 r.	51 977 000 000 zł
2014 r.	56 139 000 000 zł
2015 r.	60 358 000 000 zł
2016 r.	68 825 000 000 zł
2017 r.	76 149 000 000 zł
2018 r.	48 485 000 000 zł
2019 r.	44 955 000 000 zł

Tabela nr 3. Wartość emisji obligacji korporacyjnych na rynku Catalyst w latach 2009 – 2019.

Przedstawione powyżej dane wskazują na stabilny rozwój rynku obligacji korporacyjnych. Dynamika wzrostu jest podobna w całym analizowanym okresie. W okresie

¹⁰⁰³ E. Rutkowska-Tomaszewska, *Prawo ochrony konsumenta usług finansowych w świetle założenia racjonalnego ustawodawcy - kilka wybranych uwag*, „Przegląd Prawa i Administracji” 2020, nr 120, s. 495.

po 2015 r., tj. po wprowadzeniu nowej ustawy o obligacjach nie widać radykalnego skoku wartości emisji obligacji. Tym samym, należy przyjmować, że ustawa o obligacjach z 2015 r. nie przyniosła oczekiwanych rezultatów w postaci bardziej dynamicznego rozwoju rynku długoterminowych obligacji nieskarbowych.

Dane zaprezentowane w tabeli obrazują także, że w latach 2018-2019 doszło do załamania się rynku obligacji korporacyjnych w Polsce. Bezpośredni wpływ na ten stan mógł mieć wybuch afery GetBack S.A. Sprawa GetBack S.A. miała niewątpliwie negatywny wpływ na decyzje podejmowane zarówno przez emitentów, jak i obligatariusze. Wielu inwestorów z pewnością zrezygnowało z wejścia na rynek obligacji korporacyjnych z uwagi na obawy o bezpieczeństwo inwestowanych przez nich środków. Stracili bowiem zaufanie do tego rodzaju instrumentów finansowych. Jak słusznie podkreśla się w literaturze przedmiotu, zaufanie jest fundamentalną wartością rynku finansowego, nie tylko mierzoną poziomem bezpieczeństwa i stabilności sytuacji finansowej samej instytucji świadczącej usługi finansowe, jak i całego rynku, ale także poziomem rzetelności i uczciwości w relacjach z klientem, zwłaszcza tym najsłabszym jakim jest konsument. Dalece nieprawidłowa jest zatem sytuacja, w której konsument działając w zaufaniu do profesjonalnej instytucji finansowej jest wprowadzany w błąd, jego ustawowe konsumenckie uprawnienia są naruszane, a dochodzenie roszczeń w sporach z instytucją finansową, z różnych powodów, znacznie utrudnione¹⁰⁰⁴.

3.3. Obligacje komunalne.

Na wstępie należy wskazać, że pojęcie obligacji komunalnych jest terminem doktrynalnym, bowiem żaden akt prawny nie wprowadza normatywnej definicji tego rodzaju papierów wartościowych¹⁰⁰⁵. Obligacje komunalne są rodzajem obligacji emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego, tj. gminy, powiaty, województwa, a także związki tych jednostek oraz jednostki władz regionalnych lub lokalnych innego, niż Rzeczypospolita Polska, państwa członkowskiego Unii Europejskiej¹⁰⁰⁶. W literaturze przedmiotu można również spotkać stanowiska, zgodnie z którymi terminem obligacji komunalnych należy objąć także obligacje emitowane przez spółki tworzone przez jednostki samorządowe w celu

¹⁰⁰⁴ E. Rutkowska-Tomaszewska, *Zaufanie do rynku finansowego i instytucji finansowych jako przedmiot ochrony prawnej (kilka uwag na tle nadużyć instytucji finansowych wobec klientów)*, „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” 2018, nr 9, cz. II, s. 23.

¹⁰⁰⁵ A. Waclawek, *Obligacje komunalne*, Kraków 2003, Wydawnictwo Zakamycze, s. 22.

¹⁰⁰⁶ U. Ziarko, *Emisja obligacji komunalnych w Polsce*, w: W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek finansowy. Wybrane zagadnienia*, Poznań 2000, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, s. 111, A. Lichosik, *Uchwała rady gminy jako podstawa emisji obligacji komunalnych*, w: B. Dolnicki (red.), *Źródła prawa w samorządzie terytorialnym*, Warszawa 2018, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 444.

prowadzenia gospodarki komunalnej¹⁰⁰⁷. Pogląd ten należy odrzucić jako zbyt daleko idący, z uwagi na to, że obligacje emitowane przez jakiegokolwiek spółki prawa handlowego, niezależnie od statusu ich udziałowców, powinny być kwalifikowane jako obligacje korporacyjne. Tym samym, należy opowiedzieć się za wąskim rozumieniem pojęcia obligacji komunalnych.

Jak słusznie wskazuje się w piśmiennictwie emitenci obligacji komunalnych poprzez ich emisję mogą uzyskać środki potrzebne na sfinansowanie podejmowanych przedsięwzięć na rzecz społeczności lokalnej¹⁰⁰⁸. Z drugiej strony wpływają na powstawanie długu samorządowego¹⁰⁰⁹. W literaturze podnosi się również, że możliwość pozyskania środków finansowych w wyniku emisji obligacji wydaje się niedoceniać przez emitentów będących jednostkami samorządu terytorialnego¹⁰¹⁰. Powyższy stan nie znajduje żadnego uzasadnienia z praktycznego punktu widzenia. Emisja obligacji komunalnych stanowi bowiem dla jednostek samorządu terytorialnego doskonałą alternatywę dla kredytów i pożyczek zaciąganych przez samorządy w celu sfinansowania swoich potrzeb. Pozyskanie kapitału od inwestorów jest o tyle ułatwione, że obligacje komunalne mogą być przedmiotem obrotu na rynku Catalyst¹⁰¹¹.

W pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę na fakt, że emisja obligacji komunalnych może odbywać się wyłącznie w ściśle określonych celach. Mianowicie jednostki samorządu terytorialnego mogą emitować obligacje komunalne na pokrycie występującego w ciągu roku deficytu budżetowego, finansowanie planowanego deficytu budżetowego, spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów, a także wyprzedzające finansowanie działań finansowanych ze środków pochodzących z budżetu Unii Europejskiej¹⁰¹².

¹⁰⁰⁷ T. Betlej, *Obligacje komunalne jako sposób pozyskiwania kapitału*, „Przeгляд Ustawodawstwa Gospodarczego” 1997, nr 6, s. 4.

¹⁰⁰⁸ A. Lichosik, *Emisja obligacji jako alternatywna forma pozyskiwania kapitału przez gminę*, w: B. Dolnicki (red.), *Sposoby realizacji zadań publicznych*, Warszawa 2017, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 406.

¹⁰⁰⁹ M. Musiał, *Obligacje komunalne jako źródło przychodów jednostek samorządu terytorialnego*, w: A. Hanusz (red.), *Źródła finansowania samorządu terytorialnego*, Warszawa 2015, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 401.

¹⁰¹⁰ A. Lichosik, *Emisja obligacji jako alternatywna forma pozyskiwania kapitału przez gminę*, w: B. Dolnicki (red.), *Sposoby realizacji zadań publicznych*, Warszawa 2017, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 406, M. Musiał, *Obligacje komunalne jako źródło przychodów jednostek samorządu terytorialnego*, w: A. Hanusz (red.), *Źródła finansowania samorządu terytorialnego*, Warszawa 2015, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 401.

¹⁰¹¹ A. Lichosik, *Emisja obligacji jako alternatywna forma pozyskiwania kapitału przez gminę*, w: B. Dolnicki (red.), *Sposoby realizacji zadań publicznych*, Warszawa 2017, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 418.

¹⁰¹² A. Lichosik, *Uchwała rady gminy jako podstawa emisji obligacji komunalnych*, w: B. Dolnicki (red.), *Źródła prawa w samorządzie terytorialnym*, Warszawa 2018, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 451.

Decyzję o emisji obligacji komunalnych mogą podejmować organy uchwałodawcze jednostek samorządu terytorialnego¹⁰¹³. Decyzje te przyjmują postać uchwały odpowiednio rady gminy, rady powiatu lub sejmiku wojewódzkiego. Uchwała jednostki samorządu terytorialnego w sprawie emisji obligacji stanowi formalne upoważnienie dla organu wykonawczego do zaciągnięcia długu w postaci emisji obligacji komunalnych¹⁰¹⁴. Na uwagę zasługuje w tym kontekście fakt, że uchwała o emisji obligacji komunalnych nie ma mocy obowiązującej na zewnątrz gminy. Stanowi ona wyłącznie wytyczne czy dyrektywy adresowane do organu wykonawczego jednostki samorządu terytorialnego¹⁰¹⁵. Co prawda przepisy nie doprecyzowują wprost co powinna zawierać uchwała o emisji obligacji komunalnych, ale słusznie wskazuje się w piśmiennictwie, że nie powinna ona ograniczać się do wskazania samego zamiaru emisji obligacji¹⁰¹⁶. Uchwała ta powinna zawierać co najmniej elementy przewidziane w art. 6 ustawy o obligacjach z 2015 r. dla warunków emisji¹⁰¹⁷. Uchwała dotycząca emisji obligacji komunalnych powinna także określać wartość zobowiązań wynikających z poszczególnych serii, ze wskazaniem terminów ich emisji¹⁰¹⁸. Podkreślenia wymaga również fakt, że zgodnie z art. 91 ust. 2 pkt. 3 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych jednostka samorządu terytorialnego w przypadku zamiaru emisji papierów wartościowych, w tym obligacji komunalnych, musi uzyskać opinię regionalnej izby obrachunkowej. Wyjątek od tej zasady stanowi emisja obligacji na pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego. Tego typu obligacje podlegają wykupowi w tym samym roku, w którym zostały wyemitowane.

Przypomnieć również należy, że z uwagi na treść art. 32 ustawy o obligacjach z 2015 r. jednostka samorządu terytorialnego, poza standardowymi elementami warunków emisji, zobligowana jest także do wskazania celu emisji. Jak słusznie wskazuje się w literaturze przedmiotu, cel emisji powinien być wskazany na tyle precyzyjnie, aby mógł stanowić jedną z podstaw do oceny możliwości wywiązania się emitenta z zobowiązań wynikających z

¹⁰¹³ A. Szewc, w: A. Szewc, G. Jyż, Z. Pławecki, *Samorząd gminny. Komentarz*, Warszawa 2005, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 169, A. Lichosik, *Uchwała rady gminy jako podstawa emisji obligacji komunalnych*, w: B. Dolnicki (red.), *Źródła prawa w samorządzie terytorialnym*, Warszawa 2018, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 444.

¹⁰¹⁴ A. Lichosik, *Emisja obligacji jako alternatywna forma pozyskiwania kapitału przez gminę*, w: B. Dolnicki (red.), *Sposoby realizacji zadań publicznych*, Warszawa 2017, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 417.

¹⁰¹⁵ K. Właźlak, w: P. Chmielnicki (red.), *Ustawa o samorządzie gminnym. Komentarz*, Warszawa 2013, Wydawnictwo Lexis Nexis, s. 369.

¹⁰¹⁶ W. Miemiec, *Zagadnienia prawne emisji obligacji komunalnych*, „Finanse Komunalne” 1996, nr 5, s. 37.

¹⁰¹⁷ A. Lichosik, *Uchwała rady gminy jako podstawa emisji obligacji komunalnych*, w: B. Dolnicki (red.), *Źródła prawa w samorządzie terytorialnym*, Warszawa 2018, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 451.

¹⁰¹⁸ M. Musiał, *Obligacje komunalne jako źródło przychodów jednostek samorządu terytorialnego*, w: A. Hanusz (red.), *Źródła finansowania samorządu terytorialnego*, Warszawa 2015, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 402.

obligacji¹⁰¹⁹. Praktyka orzecznicza wskazuje, że wymogu tego nie będzie spełniało lakoniczne wskazanie celu emisji obligacji w postaci konieczności dokończenia rozpoczętych inwestycji komunikacyjnych¹⁰²⁰. Ponadto, na uwagę zasługuje fakt, że wskazany przez jednostkę samorządu terytorialnego cel emisji powinien służyć zaspokajaniu potrzeb wspólnoty oraz innym sprawom publicznym o znaczeniu lokalnym¹⁰²¹. Jednocześnie nie może on wykraczać poza zakres ustawowych zadań poszczególnych jednostek samorządu terytorialnego¹⁰²². Niewskazanie lub nieprawidłowe sformułowanie celu emisji będzie skutkowało jej nieważnością. Podnieść trzeba również, że jednostki samorządu terytorialnego jako jedne z niewielu podmiotów mogą emitować obligacje przychodowe. Tym samym, obligacje komunalne mogą być jednocześnie obligacjami o takiej charakterystyce.

W zakresie bezpieczeństwa inwestowania w obligacje komunalne należy wskazać, że jednostka samorządu terytorialnego, która je wyemitowała odpowiada za zobowiązania z nich wynikające całym swoim majątkiem. W związku z tym trzeba przyjąć, że co prawda nie dorównują poziomem bezpieczeństwa obligacjom skarbowym gwarantowanym majątkiem całego Skarbu Państwa, ale są zdecydowanie bardziej bezpieczne dla inwestorów, niż obligacje korporacyjne. Tym samym, są doskonałym instrumentem, który może wypełniać lukę między tymi dwoma rodzajami obligacji. Wiarygodność obligacji komunalnych jest oczywiście zróżnicowana i zależy od stopnia zadłużenia danej jednostki samorządu terytorialnego oraz od gwarancji zapewniających terminowe regulowanie należności z nich wynikających¹⁰²³. Ponadto, jak już zostało to wskazane we wcześniejszych fragmentach opracowania, w przypadku zniesienia lub podziału jednostek samorządu terytorialnego, związku tych jednostek lub jednostki władz regionalnych lub lokalnych innego niż Rzeczypospolita Polska państwa członkowskiego Unii Europejskiej, będących emitentami obligacji, odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z wyemitowanych przez nich obligacji ponoszą solidarnie jednostki, które przejęły ich mienie. Ważnym z punktu widzenia bezpieczeństwa inwestycji w obligacje komunalne elementem jest także to, że jednostki samorządu terytorialnego decydując się na emisję obligacji pozbawione są cechy *imperium*.

¹⁰¹⁹ A. Lichosik, *Emisja obligacji jako alternatywna forma pozyskiwania kapitału przez gminę*, w: B. Dolnicki (red.), *Sposoby realizacji zadań publicznych*, Warszawa 2017, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 416.

¹⁰²⁰ Uchwała Regionalnej Izby Obrachunkowej w Krakowie z dnia 7 września 1996 r., KI-00571/203/96, „Orzecznictwo w sprawach samorządowych” 1997, nr 1, poz. 20.

¹⁰²¹ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 313.

¹⁰²² T. Moll, w: B. Dolnicki (red.), *Ustawa o samorządzie gminnym. Komentarz*, Warszawa 2016, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 407.

¹⁰²³ A. Lichosik, *Emisja obligacji jako alternatywna forma pozyskiwania kapitału przez gminę*, w: B. Dolnicki (red.), *Sposoby realizacji zadań publicznych*, Warszawa 2017, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 419.

Tym samym, relacje między emitentem obligacji komunalnych a obligatariuszem oparte są na zasadzie równorzędności stron, a wszelkie spory z nich wynikające będą rozstrzygane przez sądy powszechne, a nie administracyjne¹⁰²⁴. Zgodzić należy się zatem z poglądem wyrażanym w doktrynie, zgodnie z którym nabycie obligacji komunalnych przez inwestora oznacza dla niego relatywnie wysoki stopień bezpieczeństwa inwestycji¹⁰²⁵.

Słusznie przyjmuje się w piśmiennictwie, że środki publiczne pochodzące z emisji obligacji, jako środki zwrotne, zasilają budżety jednostek samorządu terytorialnego czasowo i w konsekwencji podlegają spłacie z upływem określonego terminu¹⁰²⁶. W związku z tym, w zależności od potrzeb emitenta obligacje komunalne mogą zostać wyemitowane w perspektywie krótkoterminowej lub długoterminowej¹⁰²⁷. W literaturze przedmiotu wskazuje się na umowny podział tych obligacji na krótkoterminowe o okresie wykupu do roku, średnioterminowe o okresie wykupu od roku do pięciu lat oraz długoterminowe o okresie wykupu powyżej pięciu lat¹⁰²⁸. Zgodzić należy się ze stanowiskiem prezentowanym w literaturze przedmiotu, zgodnie z którym obligacje komunalne stanowią dla jednostek samorządu terytorialnego formę pożyczki, która może zostać zaciągnięta na znacznie dłuższy czas w porównaniu z kredytami bankowymi¹⁰²⁹.

Z perspektywy jednostek samorządu terytorialnego jako emitentów obligacji komunalnych niezwykle istotnym czynnikiem jest organizacja procesu emisji obligacji. W doktrynie słusznie podkreśla się, że cała procedura związana z emisją obligacji wymaga fachowej wiedzy i doświadczenia. W związku z tym, jednostki samorządu terytorialnego, decydując się na emisję obligacji, są niejednokrotnie zmuszone do korzystania z pomocy profesjonalnych podmiotów specjalizujących się w przeprowadzaniu tego typu przedsięwzięć. Chodzi tu zarówno o pomoc ekonomistów, którzy doradzą w wyborze najlepszych rozwiązań finansowych, jak i wsparcie prawników, którzy zapewnią bezpieczeństwo i zgodność z

¹⁰²⁴ Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 28 kwietnia 1995 r., III SAB 29/94, SIP LEX nr 24404.

¹⁰²⁵ M. Musiał, *Obligacje komunalne jako źródło przychodów jednostek samorządu terytorialnego*, w: A. Hanusz (red.), *Źródła finansowania samorządu terytorialnego*, Warszawa 2015, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 407, A. Lichosik, *Emisja obligacji jako alternatywna forma pozyskiwania kapitału przez gminę*, w: B. Dolnicki (red.), *Sposoby realizacji zadań publicznych*, Warszawa 2017, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 410, A. Waclawek, *Obligacje komunalne*, Kraków 2003, Wydawnictwo Zakamycze, s. 23.

¹⁰²⁶ P. Zawadzka, *Instrumenty dłużne jednostek samorządu terytorialnego w rozstrzygnięciach nadzorczych regionalnych izb obrachunkowych*, „Finanse komunalne” 2012, nr 3, s. 52.

¹⁰²⁷ U. Ziarko, *Obligacje komunalne w Polsce (procedury emisji i analiza rynku)*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2001, z. 1-2, s. 111-130.

¹⁰²⁸ M. Musiał, *Obligacje komunalne jako źródło przychodów jednostek samorządu terytorialnego*, w: A. Hanusz (red.), *Źródła finansowania samorządu terytorialnego*, Warszawa 2015, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 408.

¹⁰²⁹ M. Jastrzębska, *Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego*, Warszawa 2009, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 54.

przepisami prawa podejmowanych przez emitentów działań¹⁰³⁰. Niestety pomoc profesjonalistów w tym zakresie jest odpłatna, co niekiedy znacząco zwiększa koszty przeprowadzenia emisji, a tym samym obniża jej rentowność. Drugim istotnym aspektem jest dostępność fachowców. W piśmiennictwie podnosi się, że jest to jeden z czynników determinujących większe zainteresowanie emisją obligacji komunalnych ze strony większych aglomeracji, gdzie dostęp do fachowej wiedzy jest prostszy¹⁰³¹. Wskazane powyżej problemy należy kwalifikować jako jedną z barier rozwoju rynku obligacji komunalnych w Polsce. Znaczne uproszczenie procedur emisyjnych, które umożliwiłoby jednostkom samorządu terytorialnego przeprowadzanie emisji obligacji komunalnych we własnym zakresie, mogłoby prowadzić do zwiększenia dynamiki wzrostu liczby i wartości emisji tego rodzaju obligacji.

Od 2009 r., tj. od momentu powołania do życia platformy obrotu papierami dłużnymi Catalyst, przedmiotem obrotu na tym rynku mogą być również obligacje komunalne. Rynek Catalyst należy uznać za doskonałe narzędzie stymulujące rynek obligacji komunalnych w Polsce. W kontekście tego rodzaju obligacji wprowadzanych na rynek Catalyst w literaturze przedmiotu wskazuje się, że typową emisją obligacji komunalnych jest emisja obligacji na okaziciela, niezabezpieczonych, o oprocentowaniu stałym lub zmiennym opartym na stawce WIBOR, bez powiązanych świadczeń pieniężnych¹⁰³². Mimo, że obligacje komunalne stanowią obecnie mniejszy odsetek wśród obligacji dostępnych na publicznym rynku kapitałowym, niż obligacje skarbowe oraz obligacje korporacyjne, to taki sposób finansowania przedsięwzięć wybiera corocznie część samorządów¹⁰³³. Obrazują to przedstawione poniżej dane statystyczne.

Rok emisji obligacji komunalnych na rynku Catalyst	Wartość emisji w zł
październik – grudzień 2009 r.	930 000 000 zł
2010 r.	1 753 000 000 zł
2011 r.	2 222 000 000 zł
2012 r.	2 374 000 000 zł
2013 r.	3 088 000 000 zł

¹⁰³⁰ M. Musiał, *Obligacje komunalne jako źródło przychodów jednostek samorządu terytorialnego*, w: A. Hanusz (red.), *Źródła finansowania samorządu terytorialnego*, Warszawa 2015, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 419.

¹⁰³¹ W. Gonet, *Kredyty, pożyczki, obligacji w gospodarce finansowej samorządu terytorialnego*, Warszawa 2006, Wydawnictwo Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, s. 139.

¹⁰³² U. Ziarko, *Rynek obligacji komunalnych w Polsce*, „Przegląd Komunalny 2000, nr 10, s. 76-77.

¹⁰³³ A. Lichosik, *Emisja obligacji jako alternatywna forma pozyskiwania kapitału przez gminę*, w: B. Dolnicki (red.), *Sposoby realizacji zadań publicznych*, Warszawa 2017, Wydawnictwo Wolters Kluwer, s. 419.

2014 r.	3 187 000 000 zł
2015 r.	3 189 000 000 zł
2016 r.	3 297 000 000 zł
2017 r.	3 298 000 000 zł
2018 r.	3 067 000 000 zł
2019 r.	2 759 000 000 zł

Tabela nr 4. Wartość emisji obligacji komunalnych na rynku Catalyst w latach 2009 – 2019.

Przytoczone powyżej statystyki wskazują na względną stabilizację rynku obligacji komunalnych w Polsce. Praktycznie w całym analizowanym okresie, tj. w latach 2011 – 2019 wartość emisji obligacji komunalnych na rynku Catalyst oscylowała w okolicach 2-3 mld złotych. Można więc postawić tezę, zgodnie z którą rynek obligacji komunalnych w Polsce przeżywa od wielu lat stagnację. Przepisy wprowadzone ustawą o obligacjach z 2015 r. nie pobudziły tego rynku w żaden sposób. Można przyjmować, że nie zachęciły one jednostek samorządu terytorialnego do korzystania z emisji obligacji jako alternatywnego źródła finansowania realizowanych przez nie inwestycji.

3.4. Obligacje spółdzielcze.

Obligacje spółdzielcze są obligacjami emitowanymi przez banki spółdzielcze. Podkreślenia wymaga fakt, że banki spółdzielcze są jedynymi podmiotami spółdzielczymi w Polsce, które wykorzystują rynek kapitałowy do pozyskania funduszy. Mogą one emitować dłużne instrumenty finansowe w postaci obligacji. Na uwagę zasługuje również fakt, że obligacje spółdzielcze są przedmiotem obrotu na rynku Catalyst.

W ujęciu statystycznym obligacje spółdzielcze stanowią niewielki fragment rynku obligacji w Polsce. Wartość emisji tego rodzaju obligacji przedstawiała się w ostatnich latach następująco:

Rok emisji obligacji spółdzielczych na rynku Catalyst	Wartość emisji w zł
październik – grudzień 2009 r.	0 zł
2010 r.	0 zł
2011 r.	377 000 000 zł
2012 r.	503 000 000 zł

2013 r.	608 000 000 zł
2014 r.	665 000 000 zł
2015 r.	676 000 000 zł
2016 r.	599 000 000 zł
2017 r.	592 000 000 zł
2018 r.	306 000 000 zł
2019 r.	287 000 000 zł

Tabela nr 5. Wartość emisji obligacji spółdzielczych na rynku Catalyst w latach 2009 – 2019.

W świetle przedstawionych powyżej danych statystycznych należy stwierdzić, że rynek obligacji komunalnych stanowił marginalną część rynku obligacji notowanych na platformie Catalyst. Udział emisji obligacji spółdzielczych stanowił bowiem niewielki odsetek ogólnej wartości dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych na tym rynku. Wskazać również należy, że w analizowanym okresie można wyodrębnić dwa podokresy. W pierwszym z nich, tj. w latach 2009 – 2015 zauważalny jest stabilny, systematyczny wzrost wartości wyemitowanych przez banki spółdzielcze obligacji. Natomiast drugi z nich obejmujący lata 2016 – 2019 charakteryzuje się spadkiem zainteresowania emisją tego rodzaju papierów wartościowych. Tym samym, wprowadzenie ustawy o obligacjach z 2015 r. nie przyniosło dla sektora obligacji spółdzielczych żadnego impulsu do rozwoju. Wartość tego rynku w ujęciu rocznym od kilku lat systematycznie ulega zmniejszeniu.

4. Wnioski.

Odnosząc się do struktury rynku obligacji w Polsce należy w pierwszej kolejności wskazać, że momentem przełomowym dla tego rynku było uruchomienie w 2009 r. zorganizowanej platformy obrotu dłużnymi papierami wartościowymi. Platforma Catalyst doprowadziła do udostępnienia rynku nieskarbowych papierów dłużnych dla szerszego kręgu inwestorów, w tym inwestorów indywidualnych. Jednocześnie trzeba zwrócić uwagę na to, że regulacje obowiązujące na rynku Catalyst pozwoliły w znaczący sposób ograniczyć ryzyko inwestycyjne, na jakie byli narażeni inwestorzy poza rynkiem zorganizowanym.

Wskazać również należy, że rynek obligacji skarbowych składa się z dwóch zasadniczych elementów. Pierwszy z nich obejmuje obligacje oferowane inwestorom indywidualnym. Natomiast w obręb drugiego z nich wchodzi obligacje hurtowe stanowiące przedmiot obrotu na rynku Catalyst. Z zaprezentowanych danych statystycznych wynika, że

rynek obligacji detalicznych nieustannie, a zarazem bardzo dynamicznie rozwija się od 2015 r. Obrazuje to, że rynek detalicznych obligacji skarbowych, a zatem obligacji bardzo bezpiecznych, ale jednocześnie dających stabilne zyski, cieszy się coraz większym zainteresowaniem inwestorów. Kilkukrotny wzrost tego zainteresowania w ocenie autora ma przede wszystkim źródło w tym, że stopy procentowe Narodowego Banku Polskiego utrzymują się właśnie od 2015 r. na rekordowo niskim poziomie. Kolejne cięcia stóp procentowych przeprowadzone przez Radę Polityki Pieniężnej w 2020 r. tylko zwiększyły dynamikę wzrostu sprzedaży detalicznych obligacji skarbowych indywidualnym inwestorom. Natomiast w odniesieniu do rynku obligacji skarbowych stanowiących przedmiot obrotu na rynku Catalyst należy stwierdzić, że hurtowe obligacje skarbowe stanowiły najbardziej rozbudowany segment tego rynku. Zauważalna jest też stosunkowo stała tendencja wzrostowa w zakresie emisji hurtowych obligacji skarbowych na rynku Catalyst. Podstawową przyczyną coraz większego zainteresowania ze strony Skarbu Państwa emisją tego rodzaju papierów wartościowych na platformie Catalyst jest rosnący nieustannie dług publiczny i coraz większe zapotrzebowanie ze strony państwa polskiego na środki finansowe, za pomocą których możliwe jest pokrywanie potrzeb budżetowych. W związku z tym, należy przyjmować, że dynamika rozwoju tego sektora obligacji w Polsce wynika z przesłanek ekonomicznych, nie zaś wyjątkowo korzystnych regulacji prawnych usprawniających przeprowadzanie emisji obligacji skarbowych przez Skarb Państwa.

Odnosząc się do sektora obligacji korporacyjnych należy wskazać, że podejmowane przez ustawodawcę działania zmierzające do zwiększenia poziomu ochrony inwestorów na rynku obligacji, w szczególności rynku obligacji korporacyjnych nie przynosiły w pełni zamierzonych skutków. Najlepszym potwierdzeniem tego stanu rzeczy jest afera obligacji GetBack S.A. z 2018 r. Przytoczone we wcześniejszych fragmentach rozprawy postulaty zgłaszane przez doktrynę prawa i praktyków oraz instytucje państwowe są w większości godne rozważenia i wdrożenia do systemu prawa. Cały czas należy mieć jednakże na uwadze, że nawet najdalej posunięta ochrona konsumentów w przepisach prawa materialnego, nie będzie miała znaczenia, jeśli nie będzie wdrażana w praktyce w efektywny i realny sposób.

W ujęciu statystycznym należy podkreślić, że w okresie po 2015 r., tj. po wprowadzeniu nowej ustawy o obligacjach nie widać radykalnego skoku wartości emisji obligacji. Tym samym, należy przyjmować, że ustawa o obligacjach z 2015 r. nie przyniosła oczekiwanych rezultatów w postaci bardziej dynamicznego rozwoju rynku długoterminowych obligacji nieskarbowych. Dane statystyczne obrazują także, że w latach 2018-2019 doszło do

załamania się rynku obligacji korporacyjnych w Polsce. Bezpośredni wpływ na ten stan mógł mieć wybuch afery GetBack S.A. Potwierdza to tylko tezę, zgodnie z którą bez realnej i systemowej ochrony obligatariuszy nigdy nie uda się osiągnąć stabilnego rozwoju sektora obligacji korporacyjnych.

W odniesieniu do sektora obligacji komunalnych należy wskazać, że jednostka samorządu terytorialnego, która je wyemitowała odpowiada za zobowiązania z nich wynikające całym swoim majątkiem. W związku z tym trzeba przyjąć, że co prawda nie dorównują one poziomem bezpieczeństwa obligacjom skarbowym gwarantowanym majątkiem całego Skarbu Państwa, ale są zdecydowanie bardziej bezpieczne dla inwestorów, niż obligacje korporacyjne. Wskazać również należy, że ograniczona dostępność fachowej wiedzy w mniejszych miejscowościach może stanowić jedną z barier rozwoju rynku obligacji komunalnych w Polsce. Znaczne uproszczenie procedur emisyjnych, które umożliwiłoby jednostkom samorządu terytorialnego przeprowadzanie emisji obligacji komunalnych we własnym zakresie, mogłoby prowadzić do zwiększenia dynamiki wzrostu liczby i wartości emisji tego rodzaju obligacji.

Statystyki dotyczące emisji obligacji komunalnych na rynku Catalyst wskazują na względną stabilizację rynku obligacji komunalnych w Polsce. Praktycznie w całym analizowanym okresie, tj. w latach 2011 – 2019 wartość emisji obligacji komunalnych na rynku Catalyst oscylowała w okolicach 2-3 mld złotych. Można więc postawić tezę, zgodnie z którą rynek obligacji komunalnych w Polsce przeżywa od wielu lat stagnację. Przepisy wprowadzone ustawą o obligacjach z 2015 r. nie pobudziły tego rynku w żaden sposób.

Odnosząc się zaś do sektora obligacji spółdzielczych należy wskazać, że w ujęciu statystycznym obligacje spółdzielcze stanowią niewielki fragment rynku obligacji w Polsce. W latach 2009 – 2015 zauważalny był stabilny, systematyczny wzrost wartości wyemitowanych przez banki spółdzielcze obligacji. Natomiast w latach 2016 – 2019 sektor ten charakteryzował się spadkiem zainteresowania emisją tego rodzaju papierów wartościowych. Tym samym, wprowadzenie ustawy o obligacjach z 2015 r. nie przyniosło dla sektora obligacji spółdzielczych żadnego impulsu do rozwoju.

Rozdział V. Wpływ regulacji prawnych na zaangażowanie uczestników rynku finansowego w rynek obligacji w Polsce.

1. Uwagi wprowadzające.

W rozdziale V w pierwszej kolejności zostały wyszczególnione i omówione instrumenty prawne (ustanawianie dodatkowych zabezpieczeń emisji obligacji, zgromadzenia obligatariuszy oraz banku-reprezentanta) brane pod uwagę przez emitentów i obligatariuszy przy podejmowaniu aktywności na rynku obligacji. Druga część rozdziału została poświęcona analizie wykorzystania w praktyce wskazanych powyżej instrumentów prawnych, które w założeniu ustawodawcy miały chronić interesy obligatariuszy i zwiększać ich bezpieczeństwo na rynku obligacji. W tym celu na podstawie wybranych dokumentów emisyjnych przeprowadzono badania statystyczne.

2. Instrumenty prawne brane pod uwagę przez emitentów i inwestorów.

W pierwszej kolejności należy wskazać, że istotnym prawnym instrumentem towarzyszącym emisji obligacji jest zabezpieczenie obligacji. Stanowi ono ważny aspekt funkcjonowania obligacji w obrocie. W związku z tym, znalazło ono odzwierciedlenie w szczegółowej regulacji ustawowej. Ustawodawca poświęcił tej tematyce rozdział 3 ustawy o obligacjach z 2015 r. obejmujący cztery artykuły (art. 28-31) i liczne odwołania w przepisach umiejscowionych w pozostałych rozdziałach ustawy. Jak już zostało to wskazane we wcześniejszych fragmentach rozprawy podstawowym celem zabezpieczenia wiarygodności wynikających z obligacji jest ułatwienie obligatariuszom dochodzenia realizacji zobowiązań wynikających z obligacji. Polskie prawo przewiduje szeroki katalog sposobów ustanawiania zabezpieczeń papierów wartościowych. W ramach podstawowego podziału możemy wyróżnić zabezpieczenia o charakterze rzeczowym oraz zabezpieczenia osobiste. Do pierwszej kategorii należy zaliczyć hipotekę, zastaw, zastaw rejestrowy oraz zastaw finansowy. Do drugiej zaś zaliczamy gwarancje bankowe czy też poręczenia. Należy jednakże po raz kolejny zwrócić uwagę na fakultatywność ustanawiania zabezpieczeń obligacji przez emitentów. Tym samym, emitent wcale nie musi zapewnić obligatariuszom dodatkowej ochrony ich interesów. Ustanowienie zabezpieczenia może jednak z kilku powodów leżeć również w interesie emitenta. Obligacje zabezpieczone pozytywnie wpływają bowiem na ocenę wiarygodności emitenta. Ponadto, wyższa ocena bezpieczeństwa inwestycji daje emitentowi możliwość zaproponowania obligatariuszom niższego oprocentowania obligacji. Rodzi się zatem pytanie, na ile emitenci w praktyce korzystają z tego instrumentu.

W ustawie o obligacjach z 2015 r. ustawodawca zdecydował się także na wprowadzenie nowej w powojennej historii polskiego prawa papierów wartościowych instytucji zgromadzenia obligatariuszy. Przepisy dotyczące tej materii zostały zamieszczone przede wszystkim w rozdziale 5 ustawy, który obejmuje 28 artykułów (art. 46-73) oraz sporadycznie w pozostałych częściach ustawy. Celem wprowadzenia regulacji w tym zakresie było umocnienie relacji emitenta obligacji z obligatariuszami i uproszczenie zasad wprowadzania zmian warunków emisji obligacji. Zgromadzenie obligatariuszy pełni bowiem rolę reprezentacji ogółu obligatariuszy uprawnionych z obligacji danej serii lub z obligacji objętych tym samym kodem. Wśród podstawowych założeń konstrukcyjnych zgromadzenia obligatariuszy należy wskazać to, że nie stanowi ono organu emitenta, nie posiada podmiotowości prawnej oraz jest ciałem fakultatywnym. Do podstawowych kompetencji zgromadzenia obligatariuszy zalicza się reprezentowanie obligatariuszy w relacjach z emitentem oraz decydowanie o zmianach warunków emisji. W kontekście stosowania zgromadzenia obligatariuszy jako instrumentu ochrony interesów obligatariuszy na pierwszy plan wysuwa się fakultatywność powoływania do życia tego zgromadzenia. Aspekt ten rodzi pytanie o częstotliwość stosowania zgromadzenia obligatariuszy przez emitentów, czyli właściwie o to czy obligatariusze mogą w praktyce korzystać z uprawnień ochronnych wynikających z regulacji prawnych w tym zakresie.

Ostatnim kluczowym instrumentem prawnym mającym na celu ochronę obligatariuszy jest instytucja banku-reprezentanta. Przepisy w tym zakresie zostały uregulowane w rozdziale 7 obejmującym 9 artykułów (art. 78-86). Uzasadnieniem dla wprowadzenia instytucji banku-reprezentanta jest rozproszenie masowo emitowanych obligacji pośród wielu inwestorów i wynikająca z tego zjawiska potrzeba reprezentacji ich wspólnych interesów. W sytuacji, w której obligatariusz posiada nieznaczną liczbę obligacji podejmowanie przez niego czynności zmierzających do ochrony jego praw mogłoby okazać się bowiem nieopłacalne z uwagi na poziom kosztów. Tym samym, przez wzgląd na ochronę interesów obligatariuszy niezbędne było wprowadzenie instrumentu, za pomocą którego możliwe jest zbiorcze reprezentowanie ich spraw w relacjach z emitentem. Rolę reprezentanta wszystkich obligatariuszy danej emisji obligacji może pełnić właśnie bank-reprezentant. W ramach obecnie obowiązującej regulacji uwypuklenia wymaga to, że ustanowienie banku-reprezentanta jest co do zasady fakultatywne. Tym samym, po raz kolejny rodzi się pytanie o rzeczywiste wykorzystanie instytucji banku-reprezentanta w praktyce, a zatem o realny poziom ochrony przyznanej obligatariuszom.

3. Wykorzystanie instrumentów prawnych branych pod uwagę przez emitentów i inwestorów w praktyce.

Odpowiedzi na postawione powyżej pytania dotyczące realnej ochrony obligatariuszy można udzielić jedynie na podstawie analizy statystycznej, przeprowadzonej na podstawie dokumentów emisyjnych poszczególnych emisji obligacji. Ujęcie statystyczne stosowania konkretnych instrumentów ochronnych pozwala bowiem na ocenę, w jakim stopniu są one rzeczywiście wykorzystywane w obrocie gospodarczym. Tym samym, możliwa staje się ocena poziomu bezpieczeństwa obligatariuszy nabywających obligacje na polskim rynku.

Do przedstawionej poniżej analizy wykorzystano dokumenty emisyjne zamieszczone na platformie Catalyst¹⁰³⁴. Dokumenty emisji zostały wybrane losowo. Obejmują połowę spośród wszystkich udostępnionych na stronie internetowej rynku Catalyst.

Oznaczenie „1” znajdujące się przy określonym instrumencie ochrony, umieszczone obok danego dokumentu emisyjnego oznacza zastosowanie go w ramach wybranej emisji obligacji. Oznaczenie „0” wskazuje natomiast na brak zastosowania określonego czynnika. Przekreślone pole w kolumnie „Ustanowienie zgromadzenia obligatariuszy” oznacza natomiast emisję obligacji przeprowadzoną przed wejściem w życie ustawy o obligacjach z 2015 r., tj. przed momentem dopuszczenia przez przepisy prawa możliwości ustanawiania zgromadzenia obligatariuszy.

Przeprowadzone badania statystyczne przedstawiają się następująco.

L.p.	Nazwa dokumentu emisyjnego, rok emisji	Ustanowienie dodatkowych zabezpieczeń emisji obligacji	Ustanowienie zgromadzenia obligatariuszy	Ustanowienie banku-reprezentanta
1.	Nota informacyjna obligacji serii D emitowanych przez 2C Partners S.A., 2014 r.	1		0
2.	Nota informacyjna obligacji serii AB01 emitowanych przez AB S.A., 2014 r.	0		0
3.	Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez ABS Investment S.A., 2017 r.	0	1	0
4.	Nota informacyjna obligacji serii ACT01 emitowanych przez Action S.A., 2014 r.	0		0
5.	Nota informacyjna obligacji serii J emitowanych przez	1	0	0

¹⁰³⁴ <https://gpwcatalyst.pl/emitenci-obligacji-dokumenty-firmy>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

	Admiral Boats S.A., 2015 r.			
6.	Nota informacyjna obligacji serii I emitowanych przez Agencję Rozwoju Przemysłu S.A., 2014 r.	0		0
7.	Warunki emisji obligacji serii I emitowanych przez American Heart of Poland S.A., 2015 r.	1	1	0
8.	Nota informacyjna obligacji serii AMRE03300618 emitowanych przez Amrest Holdings SE, 2013 r.	0		0
9.	Nota informacyjna obligacji serii F emitowanych przez AOW Faktoring S.A., 2016 r.	1	0	0
10.	Nota informacyjna obligacji serii C emitowanych przez Arche spółka z o.o., 2018 r.	1	1	0
11.	Nota informacyjna obligacji serii M5/2020 emitowanych przez Archicom S.A., 2020 r.	0	1	0
12.	Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Artic Paper S.A., 2016 r.	0	1	0
13.	Nota informacyjna obligacji serii AB emitowanych przez ATAL S.A., 2017 r.	0	1	0
14.	Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Auxilia S.A., 2017 r.	1	1	0
15.	Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez BBF spółka z o.o., 2012 r.	1		0
16.	Nota informacyjna obligacji serii BBI0123 emitowanych przez BBI Development S.A., 2020 r.	0	1	0
17.	Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Benefit Partners sp. z o.o., 2018 r.	1	1	0
18.	Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Benefit Systems S.A., 2020 r.	1	1	0
19.	Nota informacyjna obligacji serii C emitowanych przez Best II Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty, 2014 r.,	1		0

20.	Nota informacyjna obligacji serii I emitowanych przez Best III Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty, 2013 r.	1		0
21.	Warunki emisji obligacji serii K1 emitowanych przez BEST S.A., 2014 r.	0		0
22.	Warunki emisji obligacji serii K3 emitowanych przez BEST S.A., 2015 r.	0		0
23.	Warunki emisji obligacji serii K4 emitowanych przez BEST S.A., 2015 r.	0		0
24.	Warunki emisji obligacji serii L1 emitowanych przez BEST S.A., 2015 r.	0	0	0
25.	Warunki emisji obligacji serii L2 emitowanych przez BEST S.A., 2016 r.	0	0	0
26.	Warunki emisji obligacji serii L3 emitowanych przez BEST S.A., 2016 r.	0	0	0
27.	Nota informacyjna obligacji serii BGD0920 emitowanych przez Biogened S.A., 2018 r.	0	0	0
28.	Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Biomed-Lublin Wytwórnia Surowic i Szczepionek S.A., 2015 r.	0	0	0
29.	Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez Blue Tax Group S.A., 2014 r.	1		0
30.	Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Braster S.A., 2016 r.	1	1	0
31.	Nota informacyjna obligacji serii C emitowanych przez BVT S.A., 2017 r.	1	1	0
32.	Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez Capital Park S.A., 2014 r.	0		0
33.	Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez Capital Service S.A., 2016 r.	1	0	0
34.	Nota informacyjna obligacji serii C emitowanych przez Casus Finanse S.A., 2014 r.	1		0

35.	Nota informacyjna obligacji serii 1/2018 emitowanych przez CCC S.A., 2018 r.	1	1	0
36.	Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez CDRL S.A., 2019 r.	0	1	0
37.	Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Chemoservis – Dwory S.A., 2015 r.	0		0
38.	Nota informacyjna obligacji serii 02 emitowanych przez Ciech S.A., 2012 r.	1		0
39.	Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Columbus Energy S.A., 2017 r.	1	1	0
40.	Nota informacyjna obligacji serii 1/2017 emitowanych przez Comp S.A., 2017 r.	1	1	0
41.	Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Copernicus Securities, 2014 r.	0		0
42.	Nota informacyjna obligacji serii E emitowanych przez Cube.itg S.A., 2014 r.	1		0
43.	Nota informacyjna obligacji serii C emitowanych przez Cyfrowy Polsat S.A., 2020 r.	0	1	0
44.	Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Dayli Polska spółka z o.o., 2015 r.	1		0
45.	Nota informacyjna obligacji serii I emitowanych przez Dekpol S.A., 2020 r.	1	1	0
46.	Nota informacyjna obligacji serii LCC22052OZ3 emitowanych przez Develia S.A., 2019 r.	0	1	0
47.	Dokument informacyjny obligacji serii A emitowanych przez Developers spółka z o.o., 2015 r.	1		0
48.	Nota informacyjna obligacji serii 1/2019 emitowanych przez Dino Polska S.A., 2019 r.	1	1	0
49.	Nota informacyjna obligacji serii DOMDET1151222 emitowanych przez Dom	0	1	0

	Development S.A., 2018 r.			
50.	Nota informacyjna obligacji serii P emitowanych przez E-Kancelaria Grupa Prawno-Finansowa S.A., 2014 r.	0		0
51.	Nota informacyjna obligacji serii 1/2018 emitowanych przez Echo Investment S.A., 2018 r.	0	1	0
52.	Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez ED Invest S.A., 2014 r.	1		0
53.	Nota informacyjna obligacji serii 3/2015 wyemitowanych przez EGB Investments S.A., 2015 r.	0	1	0
54.	Dokument informacyjny obligacji serii A emitowanych przez Ekopaliwa Chełm spółka z o.o., 2013 r.	1		0
55.	Nota informacyjna obligacji serii F emitowanych przez Elemental Holding S.A., 2018 r.	0	1	0
56.	Nota informacyjna obligacji serii A/2015 emitowanych przez Zakłady Urządzeń Komputerowych Elzab S.A., 2015 r.	0		0
57.	Nota informacyjna obligacji serii ENEA0624 emitowanych przez Enea S.A., 2019 r.	0	1	0
58.	Dokument informacyjny obligacji serii A emitowanych przez Energa S.A., 2012 r.	0		0
59.	Nota informacyjna obligacji serii C emitowanych przez Erbud S.A., 2017 r.	0	1	0
60.	Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Eurocash S.A., 2013 r.	1		0
61.	Nota informacyjna obligacji serii F emitowanych przez Eurocent S.A., 2017 r.	0	0	0
62.	Nota informacyjna obligacji serii F emitowanych przez Europejski Fundusz Medyczny S.A., 2014 r.	0		0
63.	Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez	1	1	0

	Europejskie Centrum Odszkodowań S.A., 2020 r.			
64.	Nota informacyjna obligacji serii K emitowanych przez Everest Capital spółka z o.o., 2018 r.	1	1	0
65.	Nota informacyjna obligacji serii C emitowanych przez Fabryka Konstrukcji Drewnianych S.A., 2014 r.	1		0
66.	Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez FAM Grupa Kapitałowa S.A., 2016 r.	1	0	0
67.	Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez Famur S.A., 2019 r.	0	1	0
68.	Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Fasing S.A., 2019 r.	1	1	0
69.	Nota informacyjna obligacji serii M emitowanych przez Fast Finance S.A., 2016 r.	1	0	0
70.	Nota informacyjna obligacji serii B2 emitowanych przez Ferratum Capital Poland S.A., 2014 r.	1		0
71.	Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez Florsen spółka z o.o., 2016 r.	1	0	0
72.	Nota informacyjna obligacji serii P emitowanych przez Forever Entertainment S.A., 2017 r.	0	0	0
73.	Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez Fundusz Hipoteczny Dom S.A. S.K.A., 2015 r.	1	0	0
74.	Nota informacyjna obligacji serii AW emitowanych przez Gant Development S.A., 2012 r.	1		0
75.	Nota informacyjna obligacji serii M emitowanych przez Geo, Mieszkanie i Dom spółka z o.o., 2020 r.	1	1	0
76.	Nota informacyjna obligacji serii EA emitowanych przez GetBack S.A., 2016 r.	0	0	0
77.	Nota informacyjna obligacji	1		0

	serii K emitowanych przez Ghelamco Invest spółka z o.o., 2014r.			
78.	Nota informacyjna obligacji serii C emitowanych przez Giełda Papierów Wartościowych S.A., 2015 r.	0	1	0
79.	Nota informacyjna obligacji serii 1123 emitowanych przez Globe Trade Center S.A., 2019 r.	0	1	0
80.	Nota informacyjna obligacji serii X1 emitowanych przez GPM Vindexus S.A., 2016 r.	1	1	0
81.	Nota informacyjna obligacji serii 2A emitowanych przez Griffin Real Estate Invest spółka z o.o., 2016 r.	1	1	0
82.	Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Grupa Emmerson S.A., 2014 r.	1		0
83.	Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez GTB Metropolis Nieruchomości S.A., 2015 r.	1	0	0
84.	Nota informacyjna obligacji serii G emitowanych przez i2 Development S.A., 2019 r.	1	1	0
85.	Nota informacyjna obligacji serii D emitowanych przez IIF S.A., 2015 r.	1	0	0
86.	Nota informacyjna obligacji serii K2 emitowanych przez Indos S.A., 2019 r.	1	1	0
87.	Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez Inpro S.A., 2018 r.	1	1	0
88.	Nota informacyjna obligacji serii INT1219 emitowanych przez Integer.pl S.A., 2015 r.	0		0
89.	Nota informacyjna obligacji serii D emitowanych przez Invista S.A., 2015 r.	1	0	0
90.	Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Ivopol spółka z o.o., 2014 r.	0		0
91.	Nota informacyjna obligacji serii JWC1217 emitowanych przez JW Construction Holding S.A., 2016 r.	0	1	0

92.	Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez JHM Development S.A., 2018 r.	1	1	0
93.	Nota informacyjna obligacji serii N emitowanych przez Kancelaria Medicus S.A., 2018 r.	1	1	0
94.	Nota informacyjna obligacji serii J emitowanych przez Kerdos Group S.A., 2015 r.	1		0
95.	Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez KGHM Polska Miedź S.A., 2019 r.	0	1	0
96.	Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez LPP S.A., 2019 r.	0	1	0
97.	Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez P4 spółka z o.o., 2020 r.	0	1	0
98.	Nota informacyjna obligacji serii NS1 emitowanych przez Polnord S.A., 2014 r.	1		0
99.	Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez PZU S.A., 2017 r.	0	0	0
100.	Nota informacyjna obligacji serii F emitowanych przez Unibep S.A., 2019 r.	0	1	0
101.	Nota informacyjna obligacji serii Q emitowanych przez Work Service S.A., 2013 r.	0		0
102.	Warunki emisji obligacji serii F emitowanych przez Zakłady Mięsne Henryk Kania S.A., 2016 r.	0	1	0
103.	Warunki emisji serii A19 emitowanych przez Gminę Barcin, 2019 r.	0	0	0
104.	Warunki emisji serii A19 emitowanych przez Gminę Gołdap, 2019 r.	0	0	0
105.	Warunki emisji serii A1 emitowanych przez Gminę Konopiska, 2010 r.	0		0
106.	Warunki emisji serii A12 emitowanych przez Miasto Brodnica, 2012 r.	0		0
107.	Warunki emisji serii G12	0		0

	emitowanych przez Miasto Elbląg, 2012 r.			
108.	Warunki emisji serii E19 emitowanych przez Miasto Ełk, 2019 r.	0	0	0
109.	Warunki emisji serii C19 emitowanych przez Miasto Koszalin, 2019 r.	0	0	0
110.	Warunki emisji serii A18 emitowanych przez Miasto Płock, 2018 r.	0	0	0
111.	Warunki emisji serii A19 emitowanych przez Miasto Świdnik, 2019 r.	0	0	0
112.	Warunki emisji serii A19 emitowanych przez Gminę Niepołomice, 2019 r.	0	0	0
113.	Warunki emisji serii A19 emitowanych przez Miasto Olsztyn, 2019 r.	0	0	0
114.	Warunki emisji serii A17 emitowanych przez Miasto Piła, 2017 r.	0	0	0
115.	Warunki emisji serii A19 emitowanych przez Miasto Wołomin, 2019 r.	0	0	0
116.	Warunki emisji serii KRAKOW070528 emitowanych przez Miasto Kraków, 2014 r.	0		0
117.	Warunki emisji serii A17 emitowanych przez Miasto Siedlce, 2017 r.	0	0	0
118.	Warunki emisji serii WAW0922 emitowanych przez Miasto Stołeczne Warszawa, 2010 r.	0		0
119.	Warunki emisji serii G17 emitowanych przez Miasto Zamość, 2017 r.	0	0	0
120.	Warunki emisji serii C18 emitowanych przez Województwo Małopolskie, 2018 r.	0	0	0
Wykorzystanie danego instrumentu w ujęciu procentowym		44%	59%	0%

Tabela nr 6. Wykorzystanie instrumentów prawnych branych pod uwagę przez emitentów i inwestorów w praktyce.

Przedstawione powyżej wyniki badań pokazują, że dodatkowe zabezpieczenia zostały ustanowione w przypadku 44% emisji obligacji. Obligatariusze mogli skorzystać ze swoich uprawnień wynikających z ustanowienia zgromadzenia obligatariuszy w 59% emisji. Natomiast wśród przeanalizowanych dokumentów emisyjnych nie było ani jednego przypadku, w którym doszło do zawarcia umowy z bankiem-reprezentatem.

4. Wnioski.

Przedstawiona powyżej analiza pozwala na sformułowanie tezy, zgodnie z którą do jednych z najważniejszych czynników o charakterze prawnym branych pod uwagę przez emitentów i inwestorów w procesie emisji obligacji należy zaliczyć ustanawianie dodatkowych zabezpieczeń obligacji, zgromadzenia obligatariuszy oraz banku-reprezentanta. W założeniach ustawodawcy miały być to rozwiązania prawne, których celem było zwiększenie poziomu bezpieczeństwa inwestowania na rynku obligacji w Polsce. Z perspektywy obligatariuszy, a przede wszystkim z punktu widzenia ochrony ich interesów za największą wadę uregulowań ustawowych we wskazanym powyżej zakresie należy uznać fakultatywność korzystania z wymienionych instrumentów. Decyzję o przyznaniu obligatariuszom dodatkowych uprawnień ustawodawca pozostawił bowiem emitentowi.

Obawy o rzeczywisty poziom gwarantowanego obligatariuszom bezpieczeństwa inwestowanych przez nich środków potwierdzają przeprowadzone badania empiryczne. Ze zgromadzonych danych statystycznych wynika, że spośród przeanalizowanych emisji obligacji dodatkowe zabezpieczenia zostały ustanowione w zaledwie 44% przypadków. Zgromadzenie obligatariuszy, co prawda cieszyło się większym zainteresowaniem emitentów, bo do jego powołania doszło w 59% przypadków, ale nadal należy uznać to za poziom niewystarczający. Natomiast w odniesieniu do instytucji banku-reprezentanta badania statystyczne pokazały zupełną iluzoryczność regulacji w tym zakresie. Na 120 przeanalizowanych kompletów dokumentacji emisyjnej umowa z bankiem-reprezentatem nie została zawarta w żadnym przypadku. Tym samym, należy wskazać, że podstawowe instrumenty ochrony praw obligatariuszy nie spełniają swojej podstawowej roli. W związku z tym, nie gwarantują pożądanego poziomu bezpieczeństwa inwestowania na rynku obligacji w Polsce.

Wnioski końcowe i postulaty.

Głównym problemem badawczym, którego próba rozwiązania została podjęta w dysertacji było udzielenie odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób regulacje prawne obowiązujące w latach 1995-2019 wpływały na rynek obligacji w Polsce. Przedmiotem badań było to, czy określone przepisy w ogóle wpływały na ten rynek, czy też nie oraz jaki był kierunek tego wpływu.

Przeprowadzona w rozdziałach I – III analiza pokazała, że przepisy prawne regulujące problematykę funkcjonowania obligacji w obrocie gospodarczym ustanawiają skomplikowane zasady emisji obligacji. Konsekwencją tego stanu rzeczy jest to, że emisja obligacji jest procesem długotrwałym. Co więcej, w przypadku większości emitentów wymaga profesjonalnego wsparcia ekonomistów oraz prawników. Unormowania w zakresie procedur emisji obligacji nakładają także na emitentów liczne obowiązki. W szczególności dotyczą one sfery informacyjnej. Emitent jest bowiem zobowiązany do przekazywania obligatariuszom szeregu informacji dotyczących jego sytuacji prawnej i finansowej zarówno na etapie samej emisji obligacji, jak też w późniejszym czasie, aż do momentu ich wykupu. Ponadto, ostatnie zmiany przepisów przyniosły również obowiązek dematerializacji obligacji oraz powoływania w procesie emisji obligacji agenta emisji, który ma za zadanie czuwać nad prawidłowym przebiegiem całej procedury. Wszystkie wskazane powyżej czynniki powodują, że przeprowadzenie emisji obligacji jest pracochłonne i czasochłonne oraz generuje znaczne koszty. Poza tym, mnogość regulacji prawnych dotyczących emisji i obrotu obligacjami, a także zakres znowelizowanych w ostatnim czasie przepisów mogą negatywnie wpłynąć na rozwój rynku obligacji. Skutkują bowiem zniechęceniem emitentów do skorzystania z emisji obligacji jako źródła pozyskania kapitału dla finansowania swoich działań. Z drugiej zaś strony, zakres informacji dostarczanych obligatariuszom przez emitentów pozwala im na zapoznanie się z sytuacją prawną i ekonomiczną emitenta, co umożliwia podjęcie świadomej decyzji inwestycyjnej. Podkreślenia wymaga jednakże fakt, że wystarczającym jest stworzenie obligatariuszom faktycznej możliwości zapoznania się ze wskazanymi powyżej informacjami, a nie ich bezpośrednio dostarczenie. W związku z tym, spełnienie obowiązków w tym zakresie przez emitenta nie jest równoznaczne z zapoznaniem się przez obligatariusza z kluczowymi dla niego informacjami. Co więcej, jeżeli już nawet obligatariusz wejdzie w posiadanie danych finansowych, to często nie jest w stanie samodzielnie zrozumieć i przeanalizować ich treści. W konsekwencji to od jego determinacji zależy czy rzeczywiście podejmie świadomą decyzję inwestycyjną. Biorąc pod uwagę powyższe wnioski należy

stwierdzić, że pierwsza hipoteza postawiona we wprowadzeniu do rozprawy doktorskiej została zweryfikowana pozytywnie.

Wskazać również należy, że regulacje prawne obowiązujące w Polsce w ostatnich 25 latach kładły duży nacisk na zapewnienie prawnych mechanizmów ochrony obligatariuszy. Poza przywołanymi już powyżej unormowaniami nakładającymi na emitentów obligacji szereg obowiązków informacyjnych, podkreślić należy w tym kontekście rolę ustanawiania dodatkowych zabezpieczeń, powoływania zgromadzenia obligatariuszy oraz zawierania umowy z bankiem-reprezentantem. Poziom bezpieczeństwa obligatariuszy mają również zwiększać: obowiązkowa dematerializacja obligacji oraz udział w procesie emisji obligacji agenta emisji. Z jednej strony, system depozytów papierów wartościowych jest obciążony licznymi restrykcjami i podlega stałej kontroli powołanych do tego organów, takich jak Komisja Nadzoru Finansowego. Dzięki obowiązkom nałożonym na podmioty prowadzące rejestry możliwe jest bieżące kontrolowanie emitentów w zakresie prowadzonej przez nich gospodarki finansowej oraz bieżącego wywiązywania się z zobowiązań wynikających z obligacji. Regulacje w tym zakresie mogą zatem przynieść pozytywne skutki w sferze wzrostu bezpieczeństwa obligatariuszy. Z drugiej zaś strony, przyznane agentowi emisji kompetencje, które właściwie sprawdzają się do mechanicznej weryfikacji dokumentacji emisyjnej na podstawie informacji dostarczonych mu przez emitenta mogą budzić wątpliwości, czy instrument ten pozwoli na rzeczywiste zwiększenie poziomu ochrony interesów obligatariuszy. Podkreślenia wymaga również fakt, że zarówno instytucja zgromadzenia obligatariuszy, jak też obowiązkowa dematerializacja akcji i powoływanie agenta emisji są rozwiązaniami stosunkowo nowymi. Funkcjonują bowiem w przepisach prawa zaledwie od paru lat. Tym samym, widoczne jest dążenie ustawodawcy do systematycznego zwiększania bezpieczeństwa obrotu na rynku obligacji w Polsce.

Wskazana powyżej analiza pozwala na wyodrębnienie tych instrumentów prawnych, które w założeniach ustawodawcy miały przez lata stanowić fundament ochrony obligatariuszy. Do jednych z najważniejszych czynników w tym zakresie należy zaliczyć ustanawianie dodatkowych zabezpieczeń obligacji, zgromadzenia obligatariuszy oraz banku-reprezentanta. Z perspektywy obligatariuszy największą wadą przepisów w tym zakresie jest fakultatywność korzystania przez emitentów z wymienionych powyżej instrumentów. Natomiast ze strony emitentów jest to rozwiązanie korzystne, ponieważ daje im większą swobodę kształtowania procesu emisji obligacji. Przeprowadzone badania empiryczne jednoznacznie pokazują, że rzeczywisty poziom gwarantowanego przez przepisy prawa bezpieczeństwa inwestowanych przez obligatariuszy środków nie jest zadowalający. Z

zebranych danych statystycznych wynika bowiem, że dodatkowe zabezpieczenia zostały ustanowione w zaledwie 44% przypadków. Zgromadzenie obligatariuszy zostało co prawda powołane w większej liczbie przypadków, bo w 59%, ale nadal należy uznać to za poziom niewystarczający. Natomiast ochrona obligatariuszy w ramach instytucji banku-reprezentanta okazała się być wyłącznie założeniem czysto teoretycznym. Na 120 przeanalizowanych kompletów dokumentacji emisyjnej umowa z bankiem-reprezentantem nie została bowiem zawarta w żadnym przypadku. Powyższe dane uprawniają do postawienia tezy, zgodnie z którą podstawowe instrumenty ochrony praw obligatariuszy w postaci ustanawiania dodatkowych zabezpieczeń, powoływania zgromadzenia obligatariuszy oraz zawierania umowy z bankiem-reprezentantem nie gwarantują pożądanego poziomu bezpieczeństwa inwestowania na rynku obligacji w Polsce. Tym samym, hipotezy 2-4 postawione na wstępie rozprawy doktorskiej zostały zweryfikowane pozytywnie.

Analiza struktury rynku obligacji w Polsce pozwoliła w pierwszej kolejności wskazać, że czynnikiem, który pozytywnie wpłynął na rozwój rynku obligacji w Polsce było niewątpliwie utworzenie w 2009 r. platformy Catalyst. Doprowadziło to do udostępnienia rynku nieskarbowych papierów dłużnych dla szerszego kręgu inwestorów, w tym inwestorów indywidualnych. Jednocześnie trzeba zwrócić uwagę na to, że regulacje obowiązujące na rynku Catalyst pozwoliły w znaczący sposób ograniczyć ryzyko inwestycyjne, na jakie byli narażeni inwestorzy poza rynkiem zorganizowanym. Spośród poszczególnych segmentów rynku obligacji w Polsce najlepiej w ostatnim czasie rozwijał się rynek obligacji skarbowych. Z uwagi na to, że regulacje prawne dotyczące ich emisji w ostatnich latach nie przeszły znaczących zmian, przyczyn tego stanu rzeczy należy poszukiwać wśród czynników o charakterze ekonomicznym. Trzeba zaliczyć do nich m.in. rekordowo niski poziom stóp procentowych NBP, utrzymującą się inflację oraz rosnący nieustannie dług publiczny i coraz większe zapotrzebowanie ze strony państwa polskiego na środki finansowe, za pomocą których możliwe jest pokrywanie potrzeb budżetowych. Segment obligacji korporacyjnych rozwijał się w ostatnich 10 latach stosunkowo systematycznie. Załamanie na tym rynku nastąpiło po wybuchu afery obligacji GetBack S.A. w 2018 r. Przypadek emisji obligacji przez tę spółkę również pokazał, że poziom bezpieczeństwa obrotu obligacjami korporacyjnymi nie jest satysfakcjonujący i ciągle wymaga interwencji ustawodawcy. Natomiast rynek obligacji komunalnych w analizowanym okresie rozwijał się stopniowo, ale tempo wzrostu utrzymywało się niemalże na tym samym poziomie. Przeprowadzone badania statystyczne pozwalają także na postawienie tezy, zgodnie z którą segment obligacji spółdzielczych miał marginalne znaczenie dla całego rynku obligacji w Polsce. W odniesieniu

do sektorów obligacji korporacyjnych, komunalnych oraz spółdzielczych należy wskazać, że wprowadzenie nowej ustawy o obligacjach w 2015 r. nie przyniosło znaczącego wzrostu tempa rozwoju tych rynków. Zakładane przez ustawodawcę cele nie zostały więc osiągnięte.

Przeprowadzona powyżej analiza wskazuje, że kluczowym czynnikiem, który pozytywnie wpływałby na decyzje podejmowane przez emitentów w zakresie emisji obligacji byłoby znaczne uproszczenie procedur emisyjnych, co wpłynęłoby również na zmniejszenie kosztów przeprowadzenia emisji. W związku z tym, hipoteza 5 postawiona we wprowadzeniu do rozprawy doktorskiej również okazała się w pełni uzasadniona. W tym kontekście warte rozważenia byłoby, np. opracowanie i wdrożenie w ramach rozporządzeń wzorców dokumentów emisyjnych, co z pewnością ułatwiłoby mniej doświadczonym emitentom przeprowadzenie całego procesu. W ocenie autora zasadne byłoby także zdjęcie z emitentów obowiązków związanych powoływaniem agentów emisji i przejęcie zadań tych podmiotów przez odpowiednie organy publiczne. W obecnym kształcie mamy bowiem do czynienia z sytuacją, w której agent emisji czuwający nad przebiegiem procesu emisji obligacji jest wynagradzany za swoją pracę przez emitenta. Tym samym istnieje wysokie ryzyko, że jego działania będą w większym stopniu skupione wokół wsparcia w procesie emisji obligacji samego emitenta, nie zaś ochrony interesów obligatariuszy, do czego rola agenta powinna z założenia sprowadzać się w pierwszej kolejności.

Z drugiej zaś strony za niezbędne należy uznać wprowadzenie obligatoryjnych instrumentów prawnych zwiększających poziom zabezpieczenia praw obligatariuszy na wypadek niewypłacalności emitenta. Tym samym, również hipoteza 6 postawiona na wstępie rozprawy została zweryfikowana pozytywnie. W kontekście ochrony praw obligatariuszy godne uwagi byłyby następujące rozwiązania. W pierwszej kolejności należałoby rozważyć wprowadzenie możliwości dokonywania badania *due diligence* emitentów zamierzających ubiegać się po raz pierwszy o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. Pozwoliłoby to na realną weryfikację stopnia przygotowania emitenta do funkcjonowania na rynku regulowanym oraz jakości dostarczanych potencjalnym obligatariuszom informacji na temat jego sytuacji prawno-finansowej. Zasadne byłoby także dopuszczenie możliwości przeprowadzania przez Komisję Nadzoru Finansowego kontroli działalności lub sytuacji finansowej emitentów dokonujących oferty publicznej papierów wartościowych, emitentów, których papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, oraz emitentów, którzy ubiegają się o dopuszczenie lub wprowadzenie ich papierów wartościowych do takiego obrotu. Zwiększenie ochrony praw inwestorów, w tym obligatariuszy mogłoby także

przynieść wprowadzenie możliwości podania przez Prezesa UOKiK do publicznej wiadomości informacji o podejrzeniu praktyki naruszającej zbiorowe interesy konsumentów już na etapie postępowania wyjaśniającego. Stanowiłoby to ostrzeżenie dla inwestorów na wczesnym etapie postępowania prowadzonego przez Prezesa UOKiK. Z rozwiązań systemowych na szczególną uwagę zasługuje przywołany we wcześniejszych fragmentach rozprawy postulat zgłaszany przez doktrynę prawa dotyczący potrzeby powołania „ciała zrzeszającego” istniejące organy i instytucje ochrony konsumenta. Mogłoby ono przyjmować formułę Komitetu Ochrony Konsumenta Usług Finansowych czy Komitetu Stabilności Konsumenta Usług Finansowych. Organ taki zapewniałby współpracę oraz uporządkowane i systemowe działania w obszarze ochrony konsumenta, na etapie wdrażania regulowanych przez prawo mechanizmów ochrony w zakresie stosowania prawa i jego egzekwowania.

Z perspektywy zaś ochrony indywidualnych inwestorów rozważenia wymagałoby także wprowadzenie obowiązku nagrywania rozmów związanych z oferowaniem i sprzedażą produktów finansowych o charakterze inwestycyjnym w placówkach sprzedażowych oraz wszelkich rozmów związanych ze świadczeniem usług doradztwa inwestycyjnego. Zmiana ta pozwoliłaby na ustalenie, czy pisemne potwierdzenie klienta, że świadomie podjął decyzję o inwestycji, nie zostało podpisane pod wpływem wprowadzenia w błąd lub mimo faktycznego *missellingu*. W większości przypadków jedynym skutecznym narzędziem ochrony interesów przyszłych obligatariuszy jest bowiem niedopuszczenie do nabycia przez nich papierów wartościowych niedostosowanych poziomem ryzyka do ich potrzeb. Niejednokrotnie okazuje się bowiem, że po ich nabyciu i zainwestowaniu środków szanse na odzyskanie swoich należności są bardzo znikome. W kontekście ochrony inwestorów indywidualnych zasadne byłoby również rozszerzenie uprawnień Rzecznika Finansowego co do zakresu podmiotowego pomocy i stosowanych narzędzi oraz zwiększenie wysokości kar pieniężnych, jakie mogą być nałożone przez Rzecznika Finansowego za uchylanie się przez podmiot rynku finansowego od obowiązków określonych w przepisach prawa. Pozwoliłoby to Rzecznikowi Finansowemu na skuteczniejszą ochronę indywidualnych inwestorów. Natomiast w zakresie dochodzenia roszczeń od emitentów należałoby rozważyć wprowadzenie rozwiązań analogicznych do przepisów dotyczących opłat pobieranych od konsumentów dochodzących roszczeń wynikających z czynności bankowych, tj. ograniczających wysokość opłaty sądowej do 1 tys. zł. Doprowadziłoby to do ułatwienia dochodzenia roszczeń od przedsiębiorców zaangażowanych w proces oferowania oraz zbywania instrumentów finansowych, w tym obligacji. Zasadne byłoby także rozważenie przeznaczania części środków zgromadzonych w ramach Funduszu Edukacji Finansowej, na rekompensowanie konsumentom, do ustawowo

określonej wysokości, strat poniesionych wskutek nabycia obligacji, jeżeli egzekucja przeciwko emitentowi okaże się bezskuteczna, jak również wtedy, gdy jest oczywiste, że egzekucja ta będzie bezskuteczna. Powyższy postulat sprowadza się do nadania Funduszowi Edukacji Finansowej nowej roli swoistego Funduszu Gwarancyjnego.

Przywołane postulaty, zgłaszane już dotychczas w dużej mierze przez organy publiczne oraz przedstawicieli doktryny znajdują uzasadnienie w potrzebie zwiększenia ochrony inwestorów na polskim rynku obligacji. Tym samym, po ujęciu ich w ramy prawne i odpowiednim sprecyzowaniu należałoby rozważyć wdrożenie ich do rodzimego systemu prawa.

Wskazane powyżej rozważania, dotyczące analizy regulacji prawnych odnoszących się do rynku obligacji w Polsce, w zestawieniu z ekonomicznymi aspektami jego funkcjonowania, potwierdzają jednoznacznie słuszność postawionej w rozprawie hipotezy głównej. W konsekwencji, za zasadne należy uznać stwierdzenie, że obowiązujące przepisy prawa kształtujące zasady obrotu obligacjami w Polsce stanowiły barierę dla rozwoju rodzimego rynku obligacji w ostatnich 25 latach, a tym samym wymagają wskazanych powyżej zmian.

Bibliografia

I. Akty prawne.

1. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2004/109/WE z dnia 15 grudnia 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 z dnia 31 grudnia 2004 r. ze zm.
2. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE, Dz. U. UE L 2014/173/349 z dnia 12 czerwca 2012 r. ze zm.
3. Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r., Dz. U. 1997 nr 78 poz. 483 ze zm.
4. Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2015/35 z dnia 10 października 2014 r. uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wyplacalność II), Dz. Urz. UE L 12 z dnia 17 stycznia 2015 ze zm.
5. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 15 grudnia 2010 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych oferowanych na rynkach zagranicznych, tekst jedn. Dz. U. 2016 poz. 1884.
6. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 3 grudnia 2010 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych oferowanych w sieci sprzedaży detalicznej, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 944.
7. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 30 sierpnia 2013 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych oferowanych w sprzedaży hurtowej, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 86.
8. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 3 grudnia 2010 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych przeznaczonych na zamianę zobowiązań Skarbu Państwa, Dz. U. 2010 nr 237 poz. 1574.
9. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 28 grudnia 2010 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych uprawniających do określonych świadczeń niepieniężnych, Dz. U. 2010 nr 258 poz. 1756.
10. 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 2014.173.1 z dnia 12 czerwca 2014 r.

11. 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 uchylecia dyrektywy 2003/71/WE, Dz. Urz. UE L 168/12 z dnia 30 czerwca 2017 r.
12. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz. Urz. UE L 176 z dnia 27 czerwca 2013 r. ze zm.
13. Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 27 czerwca 1934 r. Kodeks handlowy, Dz. U. 1934 nr 57 poz. 502 ze zm.
14. Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1740.
15. Ustawa z dnia 6 czerwca 1997 r. - Kodeks karny, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1444 ze zm.
16. Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1575 ze zm.
17. Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1526.
18. Ustawa z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 72. ze zm.
19. Ustawa z dnia 14 marca 2003 r. o Banku Gospodarstwa Krajowego, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1198.
20. Ustawa z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1415.
21. Ustawa z dnia 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych, tekst jedn. Dz. U. 2003 nr 15 poz. 148 ze zm.
22. Ustawa z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych, Dz. U. 2005 nr 249 poz. 2104 ze zm.
23. Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 869 ze zm.
24. Ustawa z dnia 19 października 1991 r. o gospodarowaniu nieruchomościami rolnymi oraz zmianie niektórych ustaw, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 396 ze zm.

25. Ustawa z dnia 28 lipca 2005 r. o kosztach sądowych w sprawach cywilnych, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 755 ze zm.
26. Ustawa z dnia 4 marca 2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 892.
27. Ustawa z dnia 6 lipca 1982 r. o księgach wieczystych i hipotece, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 2204.
28. Ustawa z dnia 23 grudnia 1994 r. o Najwyższej Izbie Kontroli, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1200.
29. Ustawa z dnia 31 stycznia 1989 r. o Narodowym Banku Polskim, tekst jedn. Dz. U. 1992 nr 72 poz. 360 ze zm.
30. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 2027.
31. Ustawa z dnia 27 września 1988 r. o obligacjach, Dz. U. 1988 nr 34 poz. 254 ze zm.
32. Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, tekst jedn. Dz. U. 2014 poz. 730.
33. Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1208.
34. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 89 ze zm.
35. Ustawa z dnia 31 stycznia 1980 r. o ochronie i kształtowaniu środowiska, tekst jedn. Dz. U. 1994 nr 49 poz. 196 ze zm.
36. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 623 ze zm.
37. Ustawa z dnia 8 maja 1997 r. o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa oraz niektóre osoby prawne, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 122 ze zm.
38. Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o przeciwdziałaniu praniu pieniędzy oraz finansowaniu terroryzmu, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 971 ze zm.
39. Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, tekst jedn. Dz. U. 2019 poz. 351 ze zm.
40. Ustawa z dnia 4 lipca 2019 r. o systemie instytucji rozwoju, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 2011 ze zm.
41. Ustawa z dnia z dnia 16 kwietnia 2020 r. o szczególnych instrumentach wsparcia w związku z rozprzestrzenianiem się wirusa SARS-CoV-2, Dz. U. 2020 poz. 695 ze zm.
42. Ustawa z dnia 6 grudnia 1996 r. o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów, tekst jedn. Dz. U. 2018 poz. 2017.

43. Ustawa z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku, Dz. U. 2018 poz. 2243 ze zm.
44. Ustawa z dnia 30 sierpnia 2019 r. o zmianie ustawy - Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw, Dz. U. 2019 poz. 1798 ze zm.
45. Ustawa z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw, Dz. U. 2000 nr 60 poz. 702 ze zm.
46. Ustawa z dnia 1 marca 2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw, Dz. U. 2018 poz. 685.
47. Ustawa z dnia 16 października 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. 2019 r. poz. 2217 ze zm.
48. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1896.
49. Ustawa z dnia 27 kwietnia 2001 r. Prawo ochrony środowiska, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1219 ze zm.
50. Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, tekst jedn. Dz. U. 2005 nr 111 poz. 937 ze zm.
51. Ustawa z dnia 23 listopada 2012 r. – Prawo pocztowe, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1041.
52. Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe, tekst jedn. Dz. U. 2020 poz. 1228 ze zm.

II. Opracowania naukowe.

1. Banaszczak-Soroka U. (red.), Rynek papierów wartościowych. Inwestorzy, instrumenty i metody ich wyceny, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck.
2. Bartnik A., Obligacje zamienne i z prawem pierwszeństwa, Kraków 1998, Wydawnictwo Lege Artis Dom Wydawniczy.
3. Bączyk M. i in., Papiery wartościowe, Warszawa 2000, Wydawnictwo Wolters Kluwer.
4. Betlej T., Obligacje komunalne jako sposób pozyskiwania kapitału, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 1997, nr 6.
5. Bień W., Rynek papierów wartościowych, Warszawa 1997, Wydawnictwo Difin.
6. Bitner M., Obligacje przychodowe, „Prawo papierów wartościowych” 2001, nr 5.
7. Blicharz R., Instytucje prawa rynku kapitałowego, Toruń 2013, Wydawnictwo Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierowania. „Dom Organizatora”.

8. Chłopecki A., Dyl M., Prawo rynku kapitałowego, Warszawa 2003, Wydawnictwo C.H. Beck.
9. Chmielnicki P. (red.), Ustawa o samorządzie gminnym. Komentarz, Warszawa 2013, Wydawnictwo Lexis Nexis.
10. Czerniawski R., Ustawa o obligacjach. Komentarz, Warszawa 2003, Wydawnictwo Dom Wydawniczy ABC.
11. Dolnicki B. (red.), Ustawa o samorządzie gminnym. Komentarz, Warszawa 2016, Wydawnictwo Wolters Kluwer.
12. Domański G., Goszczyk M., Wybrane zagadnienia prawne organizacji walnego zgromadzenia spółki akcyjnej, „Przegląd Prawa Handlowego” 2002, nr 1.
13. Dyl M., Stankiewicz R., Przejęcie wspólnej kontroli nad przedsiębiorcą jako przesłanka zgłoszenia zamiaru koncentracji Prezesowi UOKiK, „Przegląd Prawa Handlowego” 2013, nr 4.
14. Dzwonkowski H., Gołębiowski G. (red.), Ustawa o finansach publicznych. Komentarz prawno-finansowy, Warszawa 2014, Wydawnictwo Sejmowe.
15. Faerber F., Wszystko o obligacjach, Warszawa 1996, Wydawnictwo WIG Press.
16. Fojcik-Mastalska E., Rutkowska-Tomaszewska E. (red.), Bezpieczeństwo rynku finansowego, Wrocław 2010, Wydawnictwo Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa.
17. Gębusia I., Nowa ustawa o obligacjach, „Monitor Prawa Handlowego” 2015, nr 3.
18. Gniewek E., Machnikowski P. (red.), Kodeks cywilny. Komentarz., Warszawa 2008, Wydawnictwo C.H. Beck.
19. Gonet W., Kredyty, pożyczki, obligacji w gospodarce finansowej samorządu terytorialnego, Warszawa 2006, Wydawnictwo Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej.
20. Goszczyk M., Zmiany statutu i kapitału w spółce akcyjnej. Art. 430-458 KSH. Komentarz, Warszawa 2009, Wydawnictwo C.H. Beck.
21. Graseła M., Obligacje zamienne na akcje, Kraków 1999, Wydawnictwo Dom Wydawniczy Ostoja.
22. Gronkiewicz-Waltz H. (red.), Prawo bankowe. Komentarz, Warszawa 2013, Wydawnictwo C.H. Beck.
23. Grześków M., Status prawny agenta emisji, „Przegląd Prawa Handlowego” 2019 nr 5.
24. Grzybczyk M., Wyłączenie prawa poboru akcji w związku z emisją obligacji zamiennych, „Monitor Prawniczy” 1998, nr 2.

25. Haładaj K., Odpowiedzialność odszkodowawcza emitentów za naruszenie obowiązków informacyjnych, Warszawa 2008, Wydawnictwo C.H. Beck.
26. Haładaj K., Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz, Warszawa 2009, Wydawnictwo C.H. Beck
27. Hincz D., Skutki wygaśnięcia umowy o powierzenie funkcji administratora zastawu rejestrowego zabezpieczającego wierzytelności z obligacji, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2019, nr 12.
28. Jastrzębska M., Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego, Warszawa 2009, Wydawnictwo Wolters Kluwer.
29. Jastrzębski J., Pojęcie papieru wartościowego wobec dematerializacji, Warszawa 2009, Wydawnictwo Wolters Kluwer.
30. Jurga R., Michalski M., Obligacje w świetle ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r., „Przeгляд Ustawodawstwa Gospodarczego” 1996, nr 1.
31. Jurkowska-Zeidler A., Monkiewicz J., Raport nieprawidłowości na rynku finansowym a ochrona konsumenta, Warszawa 2019, Biuro Rzecznika Finansowego.
32. P. Kimla-Kaczorowska, Poręczenie jako forma zabezpieczenia obligacji emitowanych przez polskie spółki handlowe (cz. II), „Przeгляд Prawa Handlowego” 2017, nr 5.
33. Kozirowski L., Nowosad W., Obligacje wieczyste jako przykład nowego typu obligacji, „Monitor Prawa Bankowego” 2016, nr 7–8.
34. Kozirowski L., Stępniewski M., Ustawa o obligacjach po nowelizacji, „Prawo papierów wartościowych” 2000, nr 1.
35. Kropiwnicki J., Ustawa o obligacjach. Komentarz, Warszawa 2010, Wydawnictwo „LexisNexis”.
36. Krzeszowiak A., Rudzińska A., Oświadczenie o poddaniu się egzekucji na rzecz obligatariuszy (uwagi na tle uchwały SN z 28.06.2017 r., III CZP 10/17), „Przeгляд Prawa Handlowego” 2019, nr 3.
37. Krzyżykowska J., Piskorz A., Stępień B., Szpytka P., Ustawa o obligacjach. Komentarz dla praktyków, Warszawa 2015, Wydawnictwo PWN.
38. Kurzępa B., Przesłępstwa z ustawy o obligacjach, „Przeгляд Sądowy” 1999, nr 1.
39. Lemonnier M., Europejskie modele instrumentów finansowych. Wybrane zagadnienia, Warszawa 2011, Wydawnictwo Wolters Kluwer.
40. Lemonnier M., Kisiel Sz., Mariański M. (red.), Zmiany na rynku finansowym w dobie kryzysu. Wybrane zagadnienia prawne, Olsztyn 2016, Wydawnictwo Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego w Olsztynie.

41. Lesiński P., Walczyna Ł., Funkcja administratora zastawu i administratora hipoteki w związku z emisją obligacji, „Monitor Prawa Bankowego” 2012, nr 6.
42. Lesiński P., Zawistowski K., Nowa ustawa o obligacjach – nowe wyzwania, ale i nowe problemy, „Monitor Prawa Bankowego” 2015, nr 9.
43. Lichosik A., Emisja obligacji jako alternatywna forma pozyskiwania kapitału przez gminę, w: Dolnicki B. (red.), Sposoby realizacji zadań publicznych, Warszawa 2017, Wydawnictwo Wolters Kluwer.
44. Lichosik A., Uchwała rady gminy jako podstawa emisji obligacji komunalnych, w: Dolnicki B. (red.), Źródła prawa w samorządzie terytorialnym, Warszawa 2018, Wydawnictwo Wolters Kluwer.
45. Lipiec-Warzecha L., Ustawa o obligacjach. Komentarz, Warszawa 2010, Wydawnictwo Wolters Kluwer.
46. Mausen F., Peporte P., Challenges under the Transparency Directive for issuers of debt securities, „Capital Markets Law Journal” 2011, nr 4.
47. Michalik A., Mikuła A., Warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego – na przykładzie obligacji zamiennych i obligacji z prawem pierwszeństwa, „Prawo papierów wartościowych” 2001, nr 7.
48. Michalski M., Dopuszczalność konwersji postaci papierów wartościowych w polskim prawie papierów wartościowych, „Monitor Prawniczy” 1997, nr 11.
49. Michalski M., Status państwowych papierów wartościowych w świetle ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego 1999, nr 1.
50. Michalski M. (red.), Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz, Warszawa 2014, Wydawnictwo C.H. Beck.
51. Miemiec W., Zagadnienia prawne emisji obligacji komunalnych, „Finanse Komunalne” 1996, nr 5, s. 37.
52. Mirecki A.B., Emisja akcji w celu zamiany na obligacje cz. I, „Prawo spółek” 1999, nr 1.
53. Misiąg W. (red.), Ustawa o finansach publicznych. Ustawa o odpowiedzialności za naruszenie dyscypliny finansów publicznych, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck.
54. Moyer R. Ch., McGuigan J. R., Rao R., Kretlow W., Contemporary Financial Management, Nashville 2012, Wydawnictwo South-Western.
55. Musiał M., Obligacje komunalne jako źródło przychodów jednostek samorządu terytorialnego, w: Hanusz A. (red.), Źródła finansowania samorządu terytorialnego, Warszawa 2015, Wydawnictwo Wolters Kluwer.

56. Nowacki A., Uprawnienia obligatariusza obligacji zamiennej i obligacji z prawem pierwszeństwa, „Przegląd Prawa Handlowego” 2019, nr 6.
57. Ofiarski Z., Ustawa o finansach publicznych. Komentarz, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer.
58. Pathak B., The Indian Financial System: Markets, Institutions and Services, Delhi 2008, Wydawnictwo Pearson Education.
59. Poniatowicz M., Obligacje przychodowe i sekurytyzacyjne jako innowacyjne instrumenty na polskim rynku komunalnych papierów wartościowych, „Finanse komunalne” 2005, nr 3.
60. Ptak B., Ustawa o obligacjach. Komentarz, Kraków 1996, Wydawnictwo „Zakamycze”.
61. Radwan A., Prawo poboru w spółce akcyjnej, Warszawa 2004, Wydawnictwo C.H. Beck.
62. Rodzynkiewicz M., Kodeks spółek handlowych. Komentarz, Warszawa 2013, Wydawnictwo Lexis Nexis.
63. Romanowski M., Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Warszawa 2003, Wydawnictwo C.H. Beck.
64. Romanowski M., Uchwała o emisji obligacji zamiennych, „Przegląd Prawa Handlowego” 1997, nr 3.
65. Romanowski M., Warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego a ustawowe prawo poboru, „Państwo i Prawo” 2003, nr 10.
66. Róg-Dyrda J., Oferowanie obligacji jako instrumentu finansowego, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8).
67. Rutkowska-Tomaszewska E., Czy struktura instytucjonalna ochrony konsumenta na rynku usług finansowych wymaga zmian?, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2019, nr 11.
68. Rutkowska-Tomaszewska E., Monkiewicz J. (red.), Ochrona konsumenta na polskim i międzynarodowym rynku finansowym, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer.
69. Rutkowska-Tomaszewska E., Ochrona prawna klienta na rynku usług bankowych, Warszawa 2013, Wydawnictwo Wolters Kluwer.
70. Rutkowska-Tomaszewska E., Prawo ochrony konsumenta usług finansowych w świetle założenia racjonalnego ustawodawcy - kilka wybranych uwag, „Przegląd Prawa i Administracji” 2020, nr 120.
71. Rutkowska-Tomaszewska E. (red.), Regulacja MiFID - skutki prawne dla funkcjonowania rynku finansowego, Wrocław 2014, Wydawnictwo Prawnicza i Ekonomiczna Biblioteka Cyfrowa.

72. Rutkowska-Tomaszewska E., Zaufanie do rynku finansowego i instytucji finansowych jako przedmiot ochrony prawnej (kilka uwag na tle nadużyć instytucji finansowych wobec klientów), „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” 2018, nr 9, cz. II.
73. Skorupka J., Przeprowadzanie przeciwko obrotowi pieniędzmi i papierami wartościowymi. Rozdział XXXVII Kodeksu karnego. Komentarz, Warszawa 2002, Wydawnictwo C.H. Beck.
74. Sobolewski L., Ustawa o obligacjach. Komentarz, Warszawa 1997, Wydawnictwo C.H. Beck.
75. Sołtysiński S., Szajkowski A., Szumański A., Szwaja J., Kodeks spółek handlowych. Tom III. Komentarz do artykułów 301-490, Warszawa 2013, Wydawnictwo C.H. Beck.
76. Sójka T., Uprawnienia organizacyjne obligatariuszy. Studium cywilnoprawne ze szczególnym uwzględnieniem pozasądowej restrukturyzacji zobowiązań z obligacji, Warszawa 2018, Wydawnictwo C.H. Beck.
77. Sójka T., Rycerski A., Agent emisji obligacji, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8).
78. Spyra M., Obligacje przychodowe jako szczególne zabezpieczenie wierzytelności, „Prawo papierów wartościowych” 2001, nr 8.
79. Stec M. (red.), System Prawa Handlowego. Prawo instrumentów finansowych. Tom 4, Warszawa 2016, Wydawnictwo C.H. Beck.
80. Stokłosa A., Syp S., MAR. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz. Warszawa 2017, Wydawnictwo Wolters Kluwer.
81. Stokłosa A., Zasady zaskarżania uchwał zgromadzeń obligatariuszy – zagadnienia wybrane, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8).
82. Stokłosa A., Syp S., O prawie o obligacjach i jego zmianach, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8).
83. Szewc A., Jyż G., Pławecki Z., Samorząd gminny. Komentarz, Warszawa 2005, Wydawnictwo Wolters Kluwer.
84. Szewczyk J., O dostępnych trybach emisji obligacji, „Internetowy Kwartalnik Antymonopolowy i Regulacyjny” 2019, nr 7 (8).
85. Szumański A. (red.), System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 18, Warszawa 2010, Wydawnictwo C.H. Beck.
86. Szumański A. (red.), System Prawa Prywatnego. Prawo papierów wartościowych. Tom 19, Warszawa 2006, Wydawnictwo C.H. Beck.
87. Waclawek A., Obligacje komunalne, Kraków 2003, Wydawnictwo Zakamycze.

88. Weiss I., Cele emisji obligacji, „Przegląd Prawa Handlowego” 2002, nr 10.
89. Weiss I., Sposoby wykonania zobowiązań wynikających z obligacji, „Prawo Spółek” 2005, nr 3.
90. Włodyka S. (red.), Prawo gospodarcze i handlowe. Tom 4. Prawo papierów wartościowych, Warszawa 2004, Wydawnictwo C.H. Beck.
91. Wierzbowski M. (red.), Ustawa o obligacjach. Komentarz, Warszawa 2019, Wydawnictwo C.H. Beck.
92. Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.), Prawo rynku kapitałowego. Komentarz, Warszawa 2018, Wydawnictwo C.H. Beck.
93. Woźniak R., Charakter prawny propozycji nabycia obligacji, „Przegląd Prawa Handlowego” 2015, nr 7.
94. Woźniak R., Charakter prawny wkładu obligatariusza obligacji zamiennej – postulaty de lege ferenda w związku z projektem nowej ustawy o obligacjach, „Przegląd Prawa Handlowego” 2015, nr 1.
95. Woźniak R., Definicja informacji poufnej w prawie europejskim. Uwagi na tle prawa amerykańskiego, Warszawa 2017, Wydawnictwo C.H. Beck.
96. Woźniak R., Moment powstania obligacji – uwagi na tle emisji obligacji zdematerializowanych, „Przegląd Prawa Handlowego” 2016, nr 4.
97. Woźniak R., Ograniczenia w rozporządzaniu obligacjami, „Przegląd Prawa Handlowego” 2016, nr 8.
98. Woźniak R., Ponownie o charakterze prawnym propozycji nabycia obligacji, „Przegląd Prawa Handlowego” 2016, nr 6.
99. Woźniak R., Ustawa o obligacjach. Komentarz, Warszawa 2015, Wydawnictwo C.H. Beck.
100. Woźniak R., Wprowadzenie do prawa papierów wartościowych, Warszawa 2019, Wydawnictwo Wolters Kluwer.
101. Zacharzewski K., Głos w dyskusji na temat istoty zdematerializowanych papierów wartościowych, „Przegląd Prawa Handlowego” 2016, nr 9.
102. Zakrzewski R., Przepisy stypizowane w ustawie o obligacjach, „Monitor Prawniczy” 1995, nr 11.
103. Zawadzka P., Instrumenty dłużne jednostek samorządu terytorialnego w rozstrzygnięciach nadzorczych regionalnych izb obrachunkowych, „Finanse komunalne” 2012, nr 3.
104. Zawłocki R., Przepisy ujawnienie informacji poufnej, „Monitor Prawniczy” 2011, nr 4.

105. Zawłocki R. (red.), System Prawa Handlowego. Prawo karne gospodarcze. Tom 10, Warszawa 2018, Wydawnictwo C.H. Beck.
106. Ziarko U., Emisja obligacji komunalnych w Polsce, w: Przybylska-Kapuścińska W. (red.), Rynek finansowy. Wybrane zagadnienia, Poznań 2000, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.
107. Ziarko U., Obligacje komunalne w Polsce (procedury emisji i analiza rynku), „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2001, z. 1-2.
108. Ziarko U., Rynek obligacji komunalnych w Polsce, „Przegląd Komunalny 2000, nr 10.

III. Orzecznictwo.

1. Uchwała Regionalnej Izby Obrachunkowej w Bydgoszczy z dnia 2 września 2010 r., XX/48/2010, http://www.bip.bydgoszcz.rio.gov.pl/?p=document&action=show&id=1270&bar_id=1212, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.
2. Uchwała Regionalnej Izby Obrachunkowej w Krakowie z dnia 7 września 1996 r., KI-00571/203/96, „Orzecznictwo w Sprawach Samorządowych” 1997, nr 1, poz. 20.
3. Uchwała Regionalnej Izby Obrachunkowej w Warszawie z dnia 8 kwietnia 2004 r., 146/K/04, „Orzecznictwo w Sprawach Samorządowych” 2005, nr 1, poz. 30.
4. Uchwała Sądu Najwyższego z dnia 28 czerwca 2017 r., III CZP 10/17, SIP LEX nr 2310033.
5. Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 28 kwietnia 1995 r., III SAB 29/94, SIP LEX nr 24404.
6. Wyrok Sądu Okręgowego w Warszawie z dnia 24 stycznia 2018 r., XII K 3/17, SIP LEX nr 2478834.
7. Wyrok Sądu Apelacyjnego w Warszawie z dnia 13 września 2019 r., II AKa 209/18, SIP LEX nr 2761599.
8. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 25 września 2000 r., I CKN971/00, SIP LEX nr 56902.
9. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 16 maja 2003 r., I CKN 384/01, SIP LEX nr 358821.
10. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 9 lutego 2006 r., V CSK 128/05, „Transformacje Prawa Prywatnego” 2006, nr 2.
11. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 27 kwietnia 2006 r., I CSK 12/06, „Glosa” 2008, nr 2.
12. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 13 grudnia 2006 r., II CSK 293/06, SIP LEX nr 453147.
13. Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 26 kwietnia 2012 r., III CSK 300/11, „Orzecznictwo Sądu Najwyższego Izby Cywilnej” 2012, nr 12 poz. 144.

IV. Materiały internetowe.

1. <http://www.bibliografia-prawnicza.pl/index.php>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.
2. <https://gpwcatalyst.pl/emitenci-obligacji-dokumenty-firmy>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.
3. <https://gpwcatalyst.pl/o-rynku>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.
4. <https://rze.info/>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.
5. <https://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/ceny-handel/wskazniki-cen/wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-pot-inflacja-/miesieczne-wskazniki-cen-towarow-i-uslug-konsumpcyjnych-od-1982-roku/>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.
6. <https://www.gov.pl/web/finanse/wyniki-sprzedazy-obligacji-oszczednosciowych1>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.
7. <https://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy.htm>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.
8. <https://www.obligacjeskarbowe.pl/>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.
9. Informacja Najwyższej Izby Kontroli o wynikach kontroli „Działalność organów i instytucji państwowych oraz podmiotów organizujących rynek finansowy wobec spółki GetBack S.A., podmiotów oferujących jej papiery wartościowe oraz ją audytujących” z dnia 9 grudnia 2019 r., <https://www.nik.gov.pl/aktualnosci/bez-ochrony-panstwa.html>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.
10. Komunikat Ministerstwa Finansów z dnia 14 stycznia 2019 r., <http://www.obligacjeskarbowe.pl/biuro-prasowe/>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.
11. Przewodnik dla inwestorów. Obligacje na rynku Catalyst, https://gpwcatalyst.pl/pub/CATALYST/files/materialy_informacyjne_o_rynku/Catalyst_p_rzewodnik_inwestorzy.pdf, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.
12. Uchwała nr 414/2009 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 8 września 2009 r. w sprawie określenia rekomendowanego standardu obligacji samorządowych i obligacji korporacyjnych na Catalyst, https://gpwcatalyst.pl/pub/CATALYST/files/materialy_informacyjne_o_rynku/catalyst_standard_obligacji_pln.pdf, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.
13. Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735, <http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/druk.xsp?nr=2735>, dostęp z dnia 15 listopada 2020 r.

V. Dokumentacja emisyjna.

1. Nota informacyjna obligacji serii D emitowanych przez 2C Partners S.A., 2014 r.

2. Nota informacyjna obligacji serii AB01 emitowanych przez AB S.A., 2014 r.
3. Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez ABS Investment S.A., 2017 r.
4. Nota informacyjna obligacji serii ACT01 emitowanych przez Action S.A., 2014 r.
5. Nota informacyjna obligacji serii J emitowanych przez Admiral Boats S.A., 2015 r.
6. Nota informacyjna obligacji serii I emitowanych przez Agencję Rozwoju Przemysłu S.A., 2014 r.
7. Warunki emisji obligacji serii I emitowanych przez American Heart of Poland S.A., 2015 r.
8. Nota informacyjna obligacji serii AMRE03300618 emitowanych przez Amrest Holdings SE, 2013 r.
9. Nota informacyjna obligacji serii F emitowanych przez AOW Faktoring S.A., 2016 r.
10. Nota informacyjna obligacji serii C emitowanych przez Arche spółka z o.o., 2018 r.
11. Nota informacyjna obligacji serii M5/2020 emitowanych przez Archicom S.A., 2020 r.
12. Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Artic Paper S.A., 2016 r.
13. Nota informacyjna obligacji serii AB emitowanych przez ATAL S.A., 2017 r.
14. Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Auxilia S.A., 2017 r.
15. Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez BBF spółka z o.o., 2012 r.
16. Nota informacyjna obligacji serii BBI0123 emitowanych przez BBI Development S.A., 2020 r.
17. Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Benefit Partners sp. z o.o., 2018 r.
18. Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Benefit Systems S.A., 2020 r.
19. Nota informacyjna obligacji serii C emitowanych przez Best II Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty, 2014 r.,
20. Nota informacyjna obligacji serii I emitowanych przez Best III Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty, 2013 r.
21. Warunki emisji obligacji serii K1 emitowanych przez BEST S.A., 2014 r.
22. Warunki emisji obligacji serii K3 emitowanych przez BEST S.A., 2015 r.
23. Warunki emisji obligacji serii K4 emitowanych przez BEST S.A., 2015 r.
24. Warunki emisji obligacji serii L1 emitowanych przez BEST S.A., 2015 r.
25. Warunki emisji obligacji serii L2 emitowanych przez BEST S.A., 2016 r.
26. Warunki emisji obligacji serii L3 emitowanych przez BEST S.A., 2016 r.
27. Nota informacyjna obligacji serii BGD0920 emitowanych przez Biogenerated S.A., 2018 r.

28. Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Biomed-Lublin Wytwórnia Surowic i Szczepionek S.A., 2015 r.
29. Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez Blue Tax Group S.A., 2014 r.
30. Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Braster S.A., 2016 r.
31. Nota informacyjna obligacji serii C emitowanych przez BVT S.A., 2017 r.
32. Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez Capital Park S.A., 2014 r.
33. Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez Capital Service S.A., 2016 r.
34. Nota informacyjna obligacji serii C emitowanych przez Casus Finanse S.A., 2014 r.
35. Nota informacyjna obligacji serii 1/2018 emitowanych przez CCC S.A., 2018 r.
36. Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez CDRL S.A., 2019 r.
37. Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Chemoservis – Dwory S.A., 2015 r.
38. Nota informacyjna obligacji serii 02 emitowanych przez Ciech S.A., 2012 r.
39. Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Columbus Energy S.A., 2017 r.
40. Nota informacyjna obligacji serii 1/2017 emitowanych przez Comp S.A., 2017 r.
41. Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Copernicus Securities, 2014 r.
42. Nota informacyjna obligacji serii E emitowanych przez Cube.itg S.A., 2014 r.
43. Nota informacyjna obligacji serii C emitowanych przez Cyfrowy Polsat S.A., 2020 r.
44. Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Dayli Polska spółka z o.o., 2015 r.
45. Nota informacyjna obligacji serii I emitowanych przez Dekpol S.A., 2020 r.
46. Nota informacyjna obligacji serii LCC22052OZ3 emitowanych przez Develia S.A., 2019 r.
47. Dokument informacyjny obligacji serii A emitowanych przez Developers spółka z o.o., 2015 r.
48. Nota informacyjna obligacji serii 1/2019 emitowanych przez Dino Polska S.A., 2019 r.
49. Nota informacyjna obligacji serii DOMDET1151222 emitowanych przez Dom Development S.A., 2018 r.
50. Nota informacyjna obligacji serii P emitowanych przez E-Kancelaria Grupa Prawno-Finansowa S.A., 2014 r.
51. Nota informacyjna obligacji serii 1/2018 emitowanych przez Echo Investment S.A., 2018 r.
52. Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez ED Invest S.A., 2014 r.

53. Nota informacyjna obligacji serii 3/2015 wyemitowanych przez EGB Investments S.A., 2015 r.
54. Dokument informacyjny obligacji serii A emitowanych przez Ekopaliwa Chełm spółka z o.o., 2013 r.
55. Nota informacyjna obligacji serii F emitowanych przez Elemental Holding S.A., 2018 r.
56. Nota informacyjna obligacji serii A/2015 emitowanych przez Zakłady Urządzeń Komputerowych Elzab S.A., 2015 r.
57. Nota informacyjna obligacji serii ENEA0624 emitowanych przez Enea S.A., 2019 r.
58. Dokument informacyjny obligacji serii A emitowanych przez Energa S.A., 2012 r.
59. Nota informacyjna obligacji serii C emitowanych przez Erbud S.A., 2017 r.
60. Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Eurocash S.A., 2013 r.
61. Nota informacyjna obligacji serii F emitowanych przez Eurocent S.A., 2017 r.
62. Nota informacyjna obligacji serii F emitowanych przez Europejski Fundusz Medyczny S.A., 2014 r.
63. Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez Europejskie Centrum Odszkodowań S.A., 2020 r.
64. Nota informacyjna obligacji serii K emitowanych przez Everest Capital spółka z o.o., 2018 r.
65. Nota informacyjna obligacji serii C emitowanych przez Fabryka Konstrukcji Drewnianych S.A., 2014 r.
66. Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez FAM Grupa Kapitałowa S.A., 2016 r.
67. Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez Famur S.A., 2019 r.
68. Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Fasing S.A., 2019 r.
69. Nota informacyjna obligacji serii M emitowanych przez Fast Finance S.A., 2016 r.
70. Nota informacyjna obligacji serii B2 emitowanych przez Ferratum Capital Poland S.A., 2014 r.
71. Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez Florsen spółka z o.o., 2016 r.
72. Nota informacyjna obligacji serii P emitowanych przez Forever Entertainment S.A., 2017 r.
73. Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez Fundusz Hipoteczny Dom S.A. S.K.A., 2015 r.
74. Nota informacyjna obligacji serii AW emitowanych przez Gant Development S.A., 2012 r.

75. Nota informacyjna obligacji serii M emitowanych przez Geo, Mieszkanie i Dom spółka z o.o., 2020 r.
76. Nota informacyjna obligacji serii EA emitowanych przez GetBack S.A., 2016 r.
77. Nota informacyjna obligacji serii K emitowanych przez Ghelamco Invest spółka z o.o., 2014r.
78. Nota informacyjna obligacji serii C emitowanych przez Giełda Papierów Wartościowych S.A., 2015 r.
79. Nota informacyjna obligacji serii 1123 emitowanych przez Globe Trade Center S.A., 2019 r.
80. Nota informacyjna obligacji serii X1 emitowanych przez GPM Vindexus S.A., 2016 r.
81. Nota informacyjna obligacji serii 2A emitowanych przez Griffin Real Estate Invest spółka z o.o., 2016 r.
82. Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Grupa Emmerson S.A., 2014 r.
83. Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez GTB Metropolis Nieruchomości S.A., 2015 r.
84. Nota informacyjna obligacji serii G emitowanych przez i2 Development S.A., 2019 r.
85. Nota informacyjna obligacji serii D emitowanych przez IIF S.A., 2015 r.
86. Nota informacyjna obligacji serii K2 emitowanych przez Indos S.A., 2019 r.
87. Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez Inpro S.A., 2018 r.
88. Nota informacyjna obligacji serii INT1219 emitowanych przez Integer.pl S.A., 2015 r.
89. Nota informacyjna obligacji serii D emitowanych przez Invista S.A., 2015 r.
90. Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez Ivopol spółka z o.o., 2014 r.
91. Nota informacyjna obligacji serii JWC1217 emitowanych przez JW Construction Holding S.A., 2016 r.
92. Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez JHM Development S.A., 2018 r.
93. Nota informacyjna obligacji serii N emitowanych przez Kancelaria Medicus S.A., 2018 r.
94. Nota informacyjna obligacji serii J emitowanych przez Kerdos Group S.A., 2015 r.
95. Nota informacyjna obligacji serii B emitowanych przez KGHM Polska Miedź S.A., 2019 r.
96. Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez LPP S.A., 2019 r.
97. Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez P4 spółka z o.o., 2020 r.
98. Nota informacyjna obligacji serii NS1 emitowanych przez Polnord S.A., 2014 r.
99. Nota informacyjna obligacji serii A emitowanych przez PZU S.A., 2017 r.
100. Nota informacyjna obligacji serii F emitowanych przez Unibep S.A., 2019 r.

101. Nota informacyjna obligacji serii Q emitowanych przez Work Service S.A., 2013 r.
102. Warunki emisji obligacji serii F emitowanych przez Zakłady Mięsne Henryk Kania S.A., 2016 r.
103. Warunki emisji serii A19 emitowanych przez Gminę Barcin, 2019 r.
104. Warunki emisji serii A19 emitowanych przez Gminę Gołdap, 2019 r.
105. Warunki emisji serii A1 emitowanych przez Gminę Konopiska, 2010 r.
106. Warunki emisji serii A12 emitowanych przez Miasto Brodnica, 2012 r.
107. Warunki emisji serii G12 emitowanych przez Miasto Elbląg, 2012 r.
108. Warunki emisji serii E19 emitowanych przez Miasto Ełk, 2019 r.
109. Warunki emisji serii C19 emitowanych przez Miasto Koszalin, 2019 r.
110. Warunki emisji serii A18 emitowanych przez Miasto Płock, 2018 r.
111. Warunki emisji serii A19 emitowanych przez Miasto Świdnik, 2019 r.
112. Warunki emisji serii A19 emitowanych przez Gminę Niepołomice, 2019 r.
113. Warunki emisji serii A19 emitowanych przez Miasto Olsztyn, 2019 r.
114. Warunki emisji serii A17 emitowanych przez Miasto Piła, 2017 r.
115. Warunki emisji serii A19 emitowanych przez Miasto Wołomin, 2019 r.
116. Warunki emisji serii KRAKOW070528 emitowanych przez Miasto Kraków, 2014 r.
117. Warunki emisji serii A17 emitowanych przez Miasto Siedlce, 2017 r.
118. Warunki emisji serii WAW0922 emitowanych przez Miasto Stołeczne Warszawa, 2010 r.
119. Warunki emisji serii G17 emitowanych przez Miasto Zamość, 2017 r.
120. Warunki emisji serii C18 emitowanych przez Województwo Małopolskie, 2018 r.

Spis tabel

Tabela nr 1. Sprzedaż detalicznych obligacji skarbowych w latach 2007 – 2020.

Tabela nr 2. Wartość emisji hurtowych obligacji skarbowych na rynku Catalyst w latach 2009 – 2019.

Tabela nr 3. Wartość emisji obligacji korporacyjnych na rynku Catalyst w latach 2009 – 2019.

Tabela nr 4. Wartość emisji obligacji komunalnych na rynku Catalyst w latach 2009 – 2019.

Tabela nr 5. Wartość emisji obligacji spółdzielczych na rynku Catalyst w latach 2009 – 2019.

Tabela nr 6. Wykorzystanie instrumentów prawnych branych pod uwagę przez emitentów i inwestorów w praktyce.