

O dostępnych trybach emisji obligacji

Spis treści

- I. Wprowadzenie
- II. Nowelizacja art. 33 ustawy o obligacjach
- III. Publiczne oferowanie papierów wartościowych
- IV. Publiczny tryb emisji obligacji
 1. Nieistotne elementy procesu
 2. Elementy niezbędne
 3. Odbiorcy przekazu
- V. Niepubliczny tryb emisji obligacji
- VI. Konkluzje

Streszczenie

Przedmiotem artykułu jest analiza przepisów regulujących dopuszczalne „tryby” emitowania obligacji w kontekście przepisów rozporządzenia prospektowego, tj. 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 dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE. Od 21 lipca 2019 r. w polskim porządku prawnym pojawił się nowy reżim dla publicznego oferowania papierów wartościowych. Nowy akt prawny zmienił zasady sporządzania prospektów, ale przede wszystkim zrewolucjonizował pojęcie „oferty publicznej”. Nowa definicja oferty publicznej rzutuje na wiele dziedzin rynku kapitałowego, w tym także na przepisy regulujące tryb emitowania (oferowania) obligacji inwestorom.

Słowa kluczowe: obligacje; oferta publiczna; publiczne oferowanie papierów wartościowych; rozporządzenie 2017/1129; tryb emisji; dług prywatny; papiery wartościowe; rynek finansowy.

JEL: K20, K22, K23

* Adwokat, doktor nauk prawnych, LL.M. (Haifa), MLE (Gent, Bolonia); współnik w RKKW – Kwaśnicki, Wróbel & Partnerzy Radcowie Prawni i Adwokaci sp. p., e-mail: szewczyk.jaroslaw@gmail.com

I. Wprowadzenie

Zgodnie ze znowelizowanym¹ art. 33 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach² począwszy od 30 listopada 2019 r., emisja obligacji może nastąpić (klasyczna dychotomia): 1) 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 dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE³ albo 2) przez proponowanie nabycia obligacji w inny sposób niż wskazany w pkt 1.

Jeżeli zatem czynności podejmowane w toku emisji nie wypełniają przesłanek „publicznego oferowania papierów wartościowych”, wówczas emisja musi mieć miejsce w trybie art. 33 pkt 2 uo – *tertium non datur*.

Aktualizując odesłanie do właściwej (obowiązującej od 21 lipca 2019 r.⁴) definicji „oferty publicznej”, poprzez nadanie nowego brzmienia art. 33 pkt 1 ustawy o obligacjach – mocą art. 16 pkt 3 ustawy nowelizującej – podważono zasadność utrzymywania art. 33 uo i wyróżniania dwóch „trybów” emisji obligacji – wyróżnianych podług tego czy oferowanie obligacji odbywa się w sposób „publiczny”, czy „niepubliczny”. Z uwagi na bardzo szeroką definicję „oferty publicznej papierów wartościowych” obecnie trudne do wyobrażenia jest dokonanie oferty obligacji w innym trybie niż tryb publiczny (art. 33 pkt 1 uo) – chyba że cała emisja kierowana jest wyłącznie do jednego podmiotu, co w przypadku obligacji jest zupełną rzadkością.

II. Nowelizacja art. 33 ustawy o obligacjach

Przed nowelizacją dokonaną ustawą z dnia 16 października 2019 r., zgodnie z art. 33 uo, emisja obligacji mogła mieć miejsce:

- 1) w trybie oferty publicznej, o której była 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 publicznych⁵ albo
- 2) przez proponowanie nabycia obligacji w inny sposób niż wskazany w pkt 1.

Przepis odsyłał do definicji „oferty publicznej” znajdującej się (ówcześnie) w art. 3 ust. 1 uop. W związku z wejściem w życie rozporządzenia 2017/1129, począwszy od 21 lipca 2019 r., w porządkach prawnych państw członkowskich UE pojawiła nowa definicja „oferty publicznej papierów wartościowych”⁶. W celu zwiększenia pewności prawa oraz ujednoczenia krajowych reżimów prospektowych nowe przepisy postanowiono wprowadzić w drodze (stosowanego bezpośrednio

¹ Chodzi o nowelizację dokonaną na mocy ustawy z dnia 16.10.2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2019 r. poz. 2217); dalej jako „ustawa z dnia 16 października 2019 r. lub „ustawa nowelizująca”.

² DzU 2015, poz. 238 ze zm.; dalej: uo lub ustawa o obligacjach.

³ Dz. Urz. UE L 168 z 30.06.2017, s. 12; dalej: rozporządzenie 2017/1129 lub rozporządzenie prospektowe. Rozporządzenie 2017/1129 określa wymogi dotyczące sporządzania, zatwierdzania i rozpowszechniania prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym umiejscowionym lub działającym w państwie członkowskim UE.

⁴ Od 21 lipca 2019 r. oferty publiczne papierów wartościowych dokonywane na terytorium UE muszą być przeprowadzane zgodnie z przepisami rozporządzenia 2017/1129.

⁵ DzU 2016, poz. 1639 ze zm.; dalej: uop lub ustawa o ofercie.

⁶ Rozporządzenie 2017/1129 weszło w życie w 2017 r. Zob. art. 49 ust. 2 rozporządzenia 2017/1129 – niektóre przepisy obowiązują już od 20 lipca 2017 r.

i w całości⁷) rozporządzenia⁸. Tym samym, w razie jakichkolwiek sprzeczności między treścią obowiązujących przepisów krajowych a przepisami rozporządzenia od 21 lipca 2019 r. prymat należy przyznawać normom wynikającym z rozporządzenia (zasada pierwszeństwa)⁹.

Definicja „oferty publicznej papierów wartościowych” zastąpiła definicję „oferty publicznej” zasadniczo już od 21 lipca 2019 r. Zasadniczo bowiem w takim w zakresie, w jakim stosuje się przepisy rozporządzenia 2017/1129. Formalnie zaś pojęcie „oferty publicznej” zostało dostosowane do nowych przepisów dopiero ustawą z dnia 16 października 2019 r.¹⁰.

III. Publiczne oferowanie papierów wartościowych

Omawiając „tryby” emisji obligacji, warto zwrócić uwagę na sam zwrot: „oferta publiczna papierów wartościowych”. Jest to pojęcie używane w polskiej wersji językowej rozporządzenia 2017/1129. Jest to zarazem odpowiednik angielskiego: *offer of securities to the public*. Analizując inne wersje językowe rozporządzenia 2017/1129, należy dojść do przekonania, że trafniejszym tłumaczeniem byłoby „publiczne oferowanie papierów wartościowych”, a nie „oferta publiczna papierów wartościowych”. Przy takim tłumaczeniu można bowiem odnieść wrażenie jakoby punktem wyjścia dla przepisów rozporządzenia 2017/1129, a w konsekwencji także art. 33 uo, były poszczególne dokumenty ofertowe – przyjmujące formę prospektu lub innego dokumentu ofertowego (memorandum lub propozycji nabycia (art. 34 i n. uo)). Tymczasem, punktem wyjścia jest sposób oferowania, a nie dokument ofertowy. Oferowanie rozumieć należy jako pewien proces, złożony i rozciągnięty w czasie. Z reguły składa się ono z szeregu czynności, takich jak: umieszczenie określonych danych na stronie emitenta, rozesłanie informacji o emisji do odbiorców, prezentowanie celów emisji i rodzajów ryzyka związanych z oferowanymi walorami itd. Zgodnie zaś z art. 33 uo tryb emisji jest sposobem oferowania obligacji do nabycia. Pisząc o „trybach” emisji, można zatem wyróżniać tryb „publiczny” i „niepubliczny”. Ustalając tryb emisji obligacji, należy analizować ogół czynności podejmowanych przez emitenta w celu przedstawienia odbiorcom wystarczających informacji dla podjęcia przez nich decyzji inwestycyjnych, a nie samą zawartość dokumentu ofertowego¹¹. Obowiązek posługiwania się danym dokumentem ofertowym jest konsekwencją tego czy obligacje są oferowane w sposób „publiczny” (*securities are offered to the public*)¹², czy „niepubliczny”. Przy czym udostępnienie wyłącznie propozycji nabycia wcale nie musi oznaczać emisji w trybie art. 33 pkt 2 uo. W nowym reżimie prospektowym, z uwagi na art. 34 ust. 2 uo,

⁷ Bezpośrednie stosowanie rozporządzenia stanowić ma istotny krok w kierunku stworzenia prawdziwej unii europejskich rynków kapitałowych. Dokonać ma się to poprzez ujednoczenie (na poziomie UE) zasad dotyczących sporządzania prospektów emisyjnych oraz związanych z tym obowiązków informacyjnych emitentów.

⁸ Zgodnie z art. 288 ak. 2 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (Dz. Urz. UE z 2012 r. C 326, s. 47 i n., ze zm.). rozporządzenia mają zasięg ogólny, wiążą w całości i są bezpośrednio stosowane we wszystkich państwach członkowskich.

⁹ W szczególności oznacza to konieczność pomijania przepisów ustawy o ofercie oraz wydanych na jej podstawie aktów wykonawczych, sprzecznych z rozporządzeniem. Wyrazem powyższego jest zmodyfikowany art. 1 pkt 1 uop, zgodnie z którym ustawa o ofercie reguluje zasady i warunki dokonywania oferty publicznej papierów wartościowych, prowadzenia subskrypcji lub sprzedaży tych papierów wartościowych oraz ubiegania się o dopuszczenie i wprowadzenie papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych do obrotu na rynku regulowanym, w zakresie nieuregulowanym przepisami rozporządzenia 2017/1129. Warto natomiast zauważyć, że w niektórych przypadkach zakres zastosowania przepisów rozporządzenia 2017/1129 jest znacznie węższy niż zakres regulowany przez ustawę o ofercie. W takich przypadkach przepisy ustawy, w zakresie nieuregulowanym przez rozporządzenie 2017/1129, należy stosować nadal. Zob. Stanowisko UKNF w związku z ryzykiem niedostosowania do dnia 21 lipca 2019 r. polskiego porządku prawnego do przepisów 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 dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE z dnia 11 lipca 2019 r.: https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Komunikat_dot_rozporzadzenia_prospektowego_66497.pdf.

¹⁰ Zgodnie z nowym art. 4 pkt 4a) uop, ilekroć w ustawie jest mowa o „ofercie publicznej” rozumie się przez to „ofertę publiczną papierów wartościowych” w rozumieniu art. 2 lit. d) rozporządzenia 2017/1129.

¹¹ Decyzję o trybie emisji obligacji powinien podjąć właściwy organ emitenta a decyzja ta zostać wskazana w warunkach emisji obligacji (art. 6 ust. 1 pkt 4 uo).

¹² Por. różne wersje językowe np. art. 3 ust. 1 rozporządzenia 2017/1129.

propozycje nabycia mogą być udostępniane także wtedy, gdy obligacje emitowane są w trybie publicznym¹³. Ponadto, nie wykluczone jest, że emitent narusza przepisy, dokonując publicznej oferty obligacji na podstawie samej propozycji nabycia, podczas gdy, z uwagi na brak stosownych wyłączeń, wymagane jest udostępnienie prospektu.

IV. Publiczny tryb emisji obligacji

Mając na względzie treść art. 2 lit. d) rozporządzenia 2017/1129 należy uznać, że „publiczny” tryb emisji obligacji (art. 33 pkt 1 uo) ma miejsce wtedy, kiedy wynikiem komunikacji do odbiorców (*communication to persons*) jest przedstawienie im wystarczających informacji na temat warunków oferty i oferowanych obligacji, w celu umożliwienia im (*in order to enable*) podjęcia decyzji o ich nabyciu (nabyciu lub nie).

1. Nieistotne elementy procesu

O trybie emisji przesądza komunikacja z odbiorcami – jej zawartość i cel. Inne czynności składające się na proces emisji, w tym tryb wybrany przez właściwy organ emitenta (art. 6 ust. 1 pkt 4 uo) nie mają znaczenia. Nie uchwała emitenta decyduje o trybie, ale faktyczne czynności, jakie zostaną przez niego podjęte. Nie ma również znaczenia czy emitent wypełnia obowiązki wynikające z przepisów rozporządzenia 2017/1129 i poszczególnych ustaw. W szczególności bez znaczenia jest czy sporządził on i przekazał do wiadomości publicznej prospekt emisyjny, czy został on zatwierdzony przez KNF i czy w oferowaniu pośredniczy firma inwestycyjna (zob. art. 19 ust. 1 pkt 2 uoif¹⁴). Naruszenie przepisów regulujących publiczne oferowanie papierów wartościowych nie wpływa na tryb emisji.

Dla uznania danej komunikacji za „ofertę publiczną” nie ma znaczenia również forma ani środek (*in any form and by any means*), za pomocą którego dane informacje są przekazywane do odbiorców. W szczególności zastosowanie pewnych szczególnych środków komunikacji, jak również ograniczeń w dostępie do nich nie wyklucza możliwości uznania danego przekazu (komunikacji z odbiorcami) za ofertę publiczną. Znaczenie ma bowiem przede wszystkim efekt w postaci przekazania odbiorcom takich informacji, które umożliwiają im podjęcie decyzji o nabyciu obligacji.

2. Element niezbędne

Nie każdy przekaz na temat warunków oferty i oferowanych obligacji jest publicznym ich oferowaniem. Publiczne oferowanie obligacji ma miejsce wówczas, gdy: 1) emitent ma intencję zbycia danych obligacji (element wolicjonalny); 2) odbiorcy otrzymują informacje na temat oferowanych papierów wartościowych; 3) określone zostają warunki nabycia obligacji, w tym przede wszystkim cena, która powinna być określona lub możliwa do określenia. Przekaz musi być na tyle szczegółowy, aby możliwe było podjęcie przez odbiorców decyzji inwestycyjnych. Przede wszystkim

¹³ Dokument ofertowy należy dostosować do tego, jakie czynności emitent zamierza podjąć w celu zbycia emitowanych obligacji, biorąc jednak po uwagę istniejące wyjątki od obowiązku prospektowego (art. 1 ust. 4 rozporządzenia 2017/1129) oraz ograniczenia w stosowaniu przepisów rozporządzenia (art. 1 ust. 2 i 3 rozporządzenia 2017/1129).

¹⁴ Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 29 lipca 2005 r. (DzU Nr 183, poz. 1538 ze zm.). Zgodnie z tym przepisem, dokonywanie oferty publicznej, subskrypcji lub sprzedaży na podstawie tej oferty, z wyjątkiem oferty publicznej, o której mowa w art. 1 ust. 3 i ust. 4 lit. a, b, e oraz h–j rozporządzenia 2017/1129 oraz oferty publicznej bankowych papierów wartościowych, o których mowa w ustawie z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe, wymaga pośrednictwa firmy inwestycyjnej.

jednak musi to być przekaz kierowany do odbiorców przedstawiający im obligacje do nabycia. Nie jest publicznym oferowaniem obligacji przekazanie danych podsumowujących zakończoną już emisję. Nie jest nim także przekazanie informacji o ofercie członkom organów emitenta, doradcom emitenta czy innym podmiotom współpracującym z emitentem w celu przeprowadzenia emisji. Nie jest wreszcie publicznym oferowaniem publikacja artykułu analitycznego przez niezależnego dziennikarza ekonomicznego, który nie działa na rzecz emitenta.

3. Odbiorcy przekazu

W świetle przytoczonej wyżej definicji nie istnieje szczególny próg liczbowy odbiorców (np. 150 – *de lege derogata* art. 3 ust. 1 uop), do których skierowanie pewnych informacji na temat warunków oferty i oferowanych obligacji pozwalałby uniknąć reżimu publicznego ich oferowania. Nie ma znaczenia czy osoby, do których kierowana jest komunikacja są profesjonalistami, inwestorami instytucjonalnymi i czy łączą ich jakiegokolwiek więzi. Nie ma znaczenia także ile osób faktycznie odebrało dany przekaz emitenta (o emisji, cenie, wolumenie itd.), czy też ile finalnie osób nabędzie oferowane obligacje. Publicznym oferowaniem obligacji może być zatem komunikacja, która daje możliwość zapoznania się z nią co najmniej dwóm (powiązanych ze sobą) osobom. Zaskakujące jest zatem, że zgodnie z art. 44 pkt 2 uo, w przypadku emisji obligacji zgodnie z art. 33 pkt 2 uo – tj. w trybie „niepublicznym”, „termin składania kolejnych propozycji nabycia obligacji danej emisji nie może być dłuższy niż 6 tygodni od dnia złożenia pierwszej propozycji”. Zgodnie zaś z art. 44 pkt 3 uo, „termin dokonania przydziału obligacji wynosi 6 tygodni od dnia złożenia ostatniej propozycji nabycia, chyba że emitent określi w propozycji nabycia krótszy termin”. Najczęściej bowiem, wraz ze złożeniem kolejnej propozycji nabycia (drugiej, trzeciej itd.), tryb emisji staje się „publiczny” (art. 33 pkt 1 uo). Najwyraźniej jest to niedopatrzenie ze strony Ustawodawcy. *De lege ferenda* należy postulować nowelizację art. 44 uo, względnie przemyslenie na nowo art. 33 uo.

V. Niepubliczny tryb emisji obligacji

Zgodnie z art. 33 pkt 2 uo emisja obligacji może nastąpić przez proponowanie nabycia w inny sposób niż wskazany w art. 33 pkt 1 uo. Teoretycznie zatem, obok trybu „publicznego”, nadal istnieje tryb „niepubliczny”. Problem jednak w tym, że trudno będzie taki tryb emisji spotkać w praktyce. Nie można się zgodzić z I. Pieczyńską-Czerny (Pieczyńska-Czerny, 2018, nb 4), której zdaniem „w odróżnieniu od oferty publicznej sprzedaż bezpośrednia z ang. *private placement*, wówczas gdy następuje do ograniczonego kręgu zainteresowanych podmiotów, które mają wpływ na kształt transakcji i zakres przekazywanych informacji, może nie stanowić oferty publicznej”. W obecnym reżimie praktycznie każdy przekaz informacyjny, który wskazuje emitenta i oferowane obligacje, a kierowany jest do co najmniej dwóch osób, stanowi „ofertę publiczną papierów wartościowych”. Zgodnie z art. 4 uo, obligacje emitowane są w serii, a przez obligacje emitowane w serii rozumieć należy obligacje reprezentujące prawa majątkowe podzielone na określoną liczbę równych jednostek. Z uwagi na taki charakter obligacji, praktycznie zawsze obligacje oferowane są do nabycia większej niż jedna osoba liczbie podmiotów. Bardzo trudne jest natomiast prowadzenie takiej komunikacji, aby nie stanowiła ona oferty publicznej. Nawet jeżeli informacje kierowane są do ograniczonego kręgu zainteresowanych podmiotów, które mają wpływ na kształt

ewentualnej transakcji i zakres przekazywanych im informacji, nadal będziemy mieć do czynienia z ofertą publiczną. Bez znaczenia jest czy dany komunikat adresowany jest do wyselekcjonowanych inwestorów, jaki jest ich status i czy mają oni wpływ na ostateczny kształt transakcji. Nie mają znaczenia także cena emisyjna lub ogólna kwota płacona przez nabywców oferowanych obligacji. Może to mieć oczywiście znaczenie dla obowiązku prospektowego (rozporządzenie 2017/1129 przewiduje bowiem szereg wyjątków od tego obowiązku), jednak nie z punktu widzenia kwalifikacji danej komunikacji o oferowanych obligacjach jako oferty publicznej. Na gruncie rozporządzenia 2017/1129 utraciła znaczenie dychotomia: oferta publiczna (*public offering*) vs. oferta prywatna (*private offering*). Mamy natomiast istotne rozróżnienie na: ofertę publiczną papierów wartościowych (*offer of securities to the public*) oraz ofertę publiczną bez obowiązku publikacji prospektu¹⁵.

VI. Konkluzje

Z uwagi na art. 2 lit. d) rozporządzenia 2017/1129 oraz nowelizację (zmianę) art. 33 pkt 1 uo emisje obligacji dokonywane będą w znakomitej większości przypadków w trybie „publicznym”. Bardzo rzadko bowiem propozycje nabycia obligacji (art. 35 uo) kierowane będą wyłącznie do jednej osoby. Trudno będzie również tryb „niepubliczny” nazywać „emisją zamkniętą”. Jak wskazywał R. Woźniak, „(...) kryterium odróżniającym poszczególne tryby stanowi kryterium ilościowe. Zakres ilościowy potencjalnych obligatariuszy decyduje o zakwalifikowaniu danej emisji do jednego z dwóch trybów określonych w art. 33 ObligU” (Woźniak, 2015, nb. 1, 15–18). Termin ten nawiązywał do ograniczonej liczby adresatów (mniej niż 150), która pozwalała daną emisję uznać za emisję niepubliczną. Nadal jednak możemy mówić o prywatnym rynku instrumentów dłużnych (*private debt*). Przez emisję obligacji na rynku prywatnym należałoby jednak rozumieć taką emisję, która dokonywana jest w „trybie niepublicznym” (zob. art. 33 pkt. 2 uo)¹⁶ lub w „trybie publicznym” (art. 33 pkt. 1 uo), ale w sytuacji w której nie jest ona objęta zakresem stosowania rozporządzenia 2017/1129 zgodnie z art. 1 ust. 3¹⁷, korzysta z wyłączenia w zakresie obowiązku prospektowego na podstawie art. 1 ust. 4 lit. a) – d)¹⁸ lub w związku z art. 3 ust. 2 rozporządzenia 2017/1129¹⁹. Mogą to być zatem emisje dokonywane w „trybie publicznym”, ale kierowane wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych (art. 1 ust. 4 lit. a) rozporządzenia 2017/1129), kierowane do mniej niż 150 osób fizycznych lub prawnych, innych niż inwestorzy kwalifikowani (art. 1 ust. 4 lit. b) rozporządzenia 2017/1129), kierowane do inwestorów, którzy nabywają papiery

¹⁵ Zob. motyw 12, 13, 20 i 25 rozporządzenia 2017/1129.

¹⁶ Najczęściej oznaczać to będzie ofertę kierowaną wyłącznie do jednego podmiotu.

¹⁷ Zob. też art. 37a ust. 1 uop. Warto przy tym zauważyć, że zgodnie z art. 1 ust. 2 rozporządzenia 2017/1129, nie ma ono zastosowania m.in. do: b) papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym emitowanych przez państwo członkowskie lub jedną z władz regionalnych lub lokalnych państwa członkowskiego, przez międzynarodowe instytucje publiczne, których członkiem jest jedno państwo członkowskie lub większa ich liczba, przez Europejski Bank Centralny lub przez banki centralne państw członkowskich; d) papierów wartościowych bezwarunkowo i nieodwołalnie zabezpieczonych przez państwo członkowskie lub przez jedną z władz regionalnych lub lokalnych państwa członkowskiego oraz e) papierów wartościowych emitowanych przez stowarzyszenia mające osobowość prawną lub organizacje non-profit, uznawane przez państwo członkowskie, w celu uzyskania przez nie środków finansowych niezbędnych do osiągnięcia ich celów o charakterze non-profit. Trudno jednak w tych przypadkach mówić o rynku *private debt*.

¹⁸ W takim przypadku, zgodnie z art. 34 ust. 2 uo, emitent zobowiązany jest udostępnić propozycję nabycia (art. 35 uo). Należy jednak zauważyć, że zgodnie z art. 4 ust. 1 rozporządzenia 2017/1129 ma on prawo przyjąć na siebie więcej obowiązków informacyjnych i na zasadzie dobrowolności sporządzić normalny prospekt – zamiast propozycji nabycia. Taki dobrowolnie sporządzony prospekt zatwierdzony przez KNF, pociąga za sobą wszystkie prawa i obowiązki przewidziane dla prospektu. Należy przy tym uznać, iż publikacja prospektu zwalnia emitenta z obowiązku sporządzenia i publikacji propozycji nabycia. Celem art. 34 ust. 2 uo jest bowiem zapewnienie potencjalnym nabywcom obligacji dostępu do pewnego minimum informacji o emittencie i oferowanych obligacjach (zob. Famirski, 2019, nb. 13).

¹⁹ Zob. też art. 37b ustawy o ofercie.

wartościowe o łącznej wartości co najmniej 100 000 EUR na inwestora (art. 1 ust. 4 lit. d) rozporządzenia 2017/1129), dotyczące obligacji o jednostkowym nominale co najmniej 100 000 EUR (art. 1 ust. 4 lit. c) rozporządzenia 2017/1129) lub o łącznej wartości w UE mniejszej niż 1 000 000 EUR (art. 1 ust. 3 rozporządzenia 2017/1129).

Bibliografia

Famirski, A. (2019). W: M. Wierzbowski (red.), *Ustawa o obligacjach. Komentarz* (wyd. 2). Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.

Pieczyńska-Czerny, I. (2018). 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 uchylenia dyrektywy 2003/71/WE. W: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz* (wyd. 3). Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.

Woźniak, R. (2015). *Ustawa o obligacjach. Komentarz*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.