

Obowiązki emitentów związane z emisją, obsługą i wykupem obligacji – zagadnienia wybrane

Spis treści

- I. Wprowadzenie
- II. Obowiązki informacyjne związane z emisją obligacji
- III. Obowiązki informacyjne po dojściu emisji do skutku
- IV. Obowiązki informacyjne wynikające z regulacji rynku kapitałowego
- V. Podsumowanie

Streszczenie

W niniejszym artykule omówiono wybrane zagadnienia związane z obowiązkami informacyjnymi emitentów obligacji. Artykuł został podzielony na trzy główne części odpowiadające trzem kategoriom obowiązków informacyjnych. Pierwszą kategorię stanowią informacje przekazywane w związku procesem emisji obligacji. Autor omówił w szczególności zakres informacji przekazywanych w propozycji nabycia. Drugą grupę tworzą obowiązki informacyjne, jakie przepisy prawa nakładają na emitentów w okresie do wykupu obligacji. Jak wskazano w artykule, zakres tych informacji nie jest rozbudowany i nie nastrocza emitentom trudności. Jednocześnie, co podkreślono, może być on rozszerzony w warunkach emisji. Z uwagi na szczególne znaczenie i specyfikę regulacji jako osobną, trzecią grupę, omówiono obowiązki informacyjne, jakim podlegają emitenci obligacji wprowadzonych lub dopuszczonych do publicznego obrotu. Autor analizuje regulacje prawne odnoszące się do obowiązków informacyjnych emitentów obligacji, koncentrując się jedynie na kluczowych obszarach.

Słowa kluczowe: obligacje; informacje poufne; obowiązki informacyjne.

JEL: K22, K29

I. Wprowadzenie

Emisje obligacji są jednymi z najczęstszych zdarzeń praktyki rynku kapitałowego. Jakkolwiek obligacje stanowią elastyczny papier wartościowy, którego treść może być w dużej mierze swobodnie kształtowana przez emitentów, to jednak przepisy prawa: zarówno ustawa o obligacjach¹, jak i inne akty prawne funkcjonalnie związane z emisją i obsługą obligacji nakładają na emitentów szereg obowiązków informacyjnych. Obowiązki te mogą aktualizować się tak na etapie emisji

* Doktor nauk prawnych; wykładowca w Akademii Leona Koźmińskiego w Warszawie; partner w kancelarii DWF Poland Jamka sp.k.

¹ Ustawa o obligacjach z dnia 15.01.2015 r. (t.j. DzU 2018, poz. 843 ze zm.); dalej: uo.

obligacji, jak i później w okresie do dnia ich wymagalności. Prawidłowe wykonywanie obowiązków informacyjnych ma przede wszystkim ułatwić obligatariuszom podjęcie decyzji inwestycyjnej oraz zapewnić dostęp do informacji o emitencie w okresie do dnia wykupu obligacji.

Na potrzeby niniejszego artykułu obowiązki informacyjne zostały podzielone na trzy grupy. Do pierwszej grupy zaliczono te, które związane są immanentnie z procesem emisji obligacji. Drugą grupę tworzą obowiązki, jakie przepisy prawa nakładają na emitentów w okresie do wykupu obligacji. Jako osobną, trzecią grupę, omówiono obowiązki informacyjne, jakim podlegają emitenci obligacji wprowadzonych lub dopuszczonych do publicznego obrotu. Jak zostanie to omówione, obowiązki informacyjne określone w samej uo dotyczą głównie etapu kreacyjnego papieru wartościowego, jakim jest obligacja. Po dojściu emisji do skutku obowiązki te są istotnie ograniczone i nie stanowią dużego obciążenia emitenta ani pod względem czasowym, ani ekonomicznym. Odmienne natomiast wygląda sytuacja emitentów obligacji dopuszczonych bądź wprowadzonych do publicznego obrotu, co wynika z autonomicznych i suplementarnych w tym przypadku regulacji rynku kapitałowego. Należy pamiętać, że obowiązki omówione w niniejszym artykule nie wyczerpują całości tematyki i stanowią jedynie obszar wybrany przez autora.

II. Obowiązki informacyjne związane z emisją obligacji

Jednym z fundamentalnych obowiązków emitentów w procesie emisji obligacji jest udostępnienie subskrybentom dokumentu informacyjnego pozwalającego podjąć prawidłową decyzję inwestycyjną. W zależności od sposobu oferowania obligacji może być to prospekt lub memorandum informacyjne bądź propozycja nabycia.

Jako ogólną zasadę ustawodawca nałożył na emitentów obowiązek udostępnienia propozycji nabycia, przyjmując, że udostępnienie tego typu dokumentu informacyjnego ma się odbywać głównie w przypadku oferowania obligacji w trybie niepublicznym, określonym w art. 33 pkt 2 uo, a w pewnych przypadkach również w trybie publicznym, w myśl art. 33 pkt 1 uo. Poza szczytkowymi wskazówkami interpretacyjnymi, uo nie zawiera definicji legalnej propozycji nabycia. Ustawodawca wskazuje wyłącznie zakres informacji, jakie muszą znaleźć się w tym dokumencie.

Jednym z istotnych elementów propozycji nabycia są, stosownie do art. 35 ust. 1 uo, warunki emisji. Mimo braku definicji legalnej warunków emisji można przyjąć, że warunki emisji określają świadczenia wynikające z obligacji, sposób ich realizacji oraz związane z nimi prawa i obowiązki emitenta i obligatariuszy. Należy wskazać, że w poprzednim stanie prawnym podnoszono, iż warunki emisji stanowią odrębny zbiór informacji o prawach i obowiązkach emitenta bądź ogół takich informacji. Poglądy takie prezentowano zarówno w literaturze (Czerniawski, 2003, s. 65; Koziorowski i Stępniewski, 2000, s. 26)) przy czym w orzecznictwie pojawił się też pogląd utożsamiający warunki emisji z umową przedemisyjną². Jednocześnie należy wskazać, że sporządzenie i udostępnienie warunków emisji jest niezależne od postaci, w jakiej będą emitowane obligacje. Warto podkreślić, że warunki emisji są materialnym przejawem umowy obligacji. Umowa obligacji polega więc na opłaceniu obligacji przez obligatariuszy i jednocześnie powstaniu zobowiązania po stronie emitenta do zwrotu uzgodnionej sumy w oznaczonym terminie (Michalski, 2011, s. 18).

² Wyr. SA w Warszawie z 10.11.2004 r., VI ACa 276/04, Lex 166784.

W konsekwencji za niedopuszczalne należy uznać takie ukształtowanie procesu emisyjnego, w ramach którego emitent przekazałby subskrybentom warunki emisji niezawierające wszystkich elementów wskazanych w art. 6 uo. Za takie należy uznać warunki emisji zawierające upoważnienie dla emitenta do ustalenia maksymalnej liczby obligacji oferowanych czy też ich wartości nominalnej. Ustawodawca wyklucza możliwość przekazania „częściowych” warunków emisji (Woźniak, 2019, s. 79).

W tym miejscu należy poczynić jedno zastrzeżenie. Stosownie do art. 35 ust. 4 uo w propozycji nabycia powinna zostać zawarta cena emisyjna obligacji lub sposób jej ustalenia. Jak więc wynika z powyższego, cena emisyjna nie musi być ceną sztywną. Emitenci mają dość dużą swobodę w sposobie określenia ceny emisyjnej. Może więc być to cena określona przedziałem lub odwołująca się do czynników i informacji zewnętrznych. Kluczowe jest jednak, aby propozycja nabycia określała w sposób szczegółowy sposób ustalenia ceny.

Dodatkowo propozycja nabycia powinna zawierać informacje, które umożliwiają ocenę sytuacji finansowej emitenta. Do informacji takich ustawodawca zalicza w szczególności informacje dotyczące wartości zaciągniętych zobowiązań, z wyszczególnieniem zobowiązań przeterminowanych, ustalonej na ostatni dzień kwartału poprzedzającego o nie więcej niż 4 miesiące udostępnienie propozycji nabycia oraz perspektyw kształtowania zobowiązań emitenta do czasu całkowitego wykupu obligacji proponowanych do nabycia, a w przypadku obligacji wieczystych – w ciągu 5 lat od daty ich emisji.

Ustawodawca dopuścił jednocześnie wyjątek od obowiązku przekazania pełnej informacji dotyczącej emitenta w przypadku tzw. rolowania obligacji, to jest sytuacji, w której obligacje nabywane są w drodze zamiany wierzytelności z tytułu wykupu obligacji uprzednio wyemitowanych. W takim przypadku stosownie do art. 36 uo emitent może ograniczyć zakres informacji zawarty w propozycji nabycia jedynie do tych informacji, które nie powtarzają propozycji nabycia obligacji podlegających wykupowi.

Istotnym elementem pozwalającym emitentom na ocenę sytuacji finansowej emitenta są sprawozdania finansowe. Z tego powodu stosownie do art. 35 ust. 3 uo 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 następny, zgodnie z art. 3 ust. 1 pkt 9 ustawy o rachunkowości³, udostępnia pierwsze sprawozdanie finansowe wraz ze sprawozdaniem z badania.

Warto pamiętać, że obowiązki dotyczące sprawozdań finansowych są szersze w przypadku emitentów będących podmiotem dominującym grup kapitałowych. Stosownie do art. 38 uo w przypadku emitenta sporządzającego skonsolidowane sprawozdanie finansowe, zgodnie z art. 55–63d ur, wymagania określone w art. 35 ust. 3 uo i art. 37 uo stosuje się również do tego skonsolidowanego sprawozdania finansowego.

W przypadku grup kapitałowych emitent jest obowiązany do publikacji sprawozdań skonsolidowanych. *A contrario* emitenci niebędący członkami takich grup kapitałowych nie sporządzający

³ Ustawa z dnia 29.09.1994 r. o rachunkowości (DzU 2017, poz. 2342 i 2201 oraz DzU 2018, poz. 62); dalej: ur.

skonsolidowanych sprawozdań finansowych, nie mają obowiązku publikacji skonsolidowanych sprawozdań swojego podmiotu dominującego. Jednocześnie należy podkreślić, że sporządzenie skonsolidowanego sprawozdania finansowego nie jest obowiązkiem absolutnym, albowiem w art. 56 ur przewidziano wyjątki pozwalające odstąpić podmiotowi dominującemu od powyższego nakazu. Dlatego też w przypadku, gdy emitent korzysta z wyjątku określonego w art. 56 ur i nie jest obowiązany do sporządzania skonsolidowanego sprawozdania finansowego, obowiązek publikacyjny określony w komentowanym artykule nie występuje. Nieudostępnianie sprawozdań finansowych przez emitenta lub osobę, która działa w jego imieniu lub interesie, jest, stosownie do art. 91 uo, zagrożone karą grzywny, ograniczenia wolności albo pozbawienia wolności do roku (Wierzbowski, 2015, s. 236).

Odmienne wygląda sposób przekazywania informacji w procesie emisji publicznej obligacji, do której zastosowanie znajdują, oprócz regulacji uo, również przepisy rynku kapitałowego, tj. rozporządzenie prospektowe⁴ i uop⁵. Zgodnie z uop udostępnianie co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych, jest ofertą publiczną i może być dokonane jedynie w sposób przewidziany w uop. Dlatego w tym trybie emisji, oprócz przepisów uo, istotne – jako *lex specialis* – będą przepisy uop. Z tego powodu w przypadku emisji obligacji skierowanej do szerokiego kręgu odbiorców, w miejsce propozycji nabycia, emitenci obowiązani są udostępnić prospekt. Należy pamiętać, że obowiązek ten wystąpi jedynie w przypadku emisji obligacji przeprowadzanych w trybie oferty publicznej. Oferty publicznej obligacji nie należy utożsamiać z ofertą w rozumieniu art. 66 k.c.⁶. Na marginesie trzeba wskazać, że podobnie jak w przypadku propozycji nabycia charakter prawny prospektu jest przedmiotem rozbieżnych poglądów doktryny (por. Woźniak, 2015, s. 147 i wskazana tam literatura). **Prospekt sporządza się w formie jednolitego dokumentu albo zestawu dokumentów obejmującego dokument rejestracyjny, dokument ofertowy i dokument podsumowujący.**

Warto w tym miejscu wspomnieć o dodatkowym obowiązku informacyjnym emitentów obligacji zabezpieczonych. W przypadku tego typu obligacji, stosownie do art. 30 uo, emitent obowiązany jest dokonać wyceny przedmiotu zabezpieczenia. Co ważne jednak, wycena taka nie musi być zamieszczona w propozycji nabycia. Ustawodawca dopuszcza możliwość zamieszczenia jedynie skrótu takiej wyceny, co *implicite* wynika z brzmienia art. 30 ust. 2 uo. W takim jednak przypadku emitent jest obowiązany, na żądanie osoby zainteresowanej, do nieodpłatnego dostarczenia wyceny w postaci drukowanej w miejscu przyjęcia żądania. Wybór takiego miejsca może być uzgodniony między stronami lub określony w warunkach emisji. W przypadku braku ustaleń w tym przedmiocie miejscem takim jest siedziba emitenta (Woźniak, 2015, s. 130). Co do zasady emitent nie ma obowiązku aktualizacji przedmiotu wyceny. Może jednak w warunkach emisji zobowiązać się do okresowej aktualizacji wyceny. W takim przypadku jest ona udostępniana obligatariuszom w sposób, w jaki zostały udostępnione warunki emisji (Woźniak, 2015, s. 130).

⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14.06.2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE (Dz. Urz. UE L 168 z 30.06.2017, s. 12); dalej: „rozporządzenie prospektowe”.

⁵ Ustawa z dnia 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. DzU 2019, poz. 623 ze zm.); dalej: uop.

⁶ Ustawa z dnia 23.04.1964 r. (DzU 1964 Nr 16, poz. 93 ze zm.); dalej: k.c..

Stosownie do art. 34 ust. 2 uo emitent udostępnia propozycję nabycia również w przypadku emisji obligacji zgodnie z art. 33 pkt 1 uo, o ile stosownie do przepisów uop nie jest obowiązany do udostępnienia prospektu albo memorandum informacyjnego. Celem tak ukształtowanego obowiązku jest umożliwienie potencjalnym obligatariuszom świadomego podjęcia decyzji⁷.

Należy zauważyć, że prawidłowość przeprowadzenia procesu emisyjnego jest istotna z punktu widzenia uczestników rynku. Z tego powodu ustawodawca zdecydował zabezpieczyć ten proces przez nałożenie na emitentów sankcji karnej w przypadku podania nieprawidłowych danych w dokumentach informacyjnych związanych z procesem emisji obligacji.

Zgodnie z art. 90 uo podmiot dokonujący emisji obligacji w trybie oferty prywatnej lub oferty publicznej, z którą nie jest związany obowiązek udostępniania do publicznej wiadomości prospektu albo memorandum informacyjnego, podaje nieprawdziwe lub zataja prawdziwe dane, które mogą w istotny sposób wpłynąć na ocenę zdolności emitenta do wykonania zobowiązań wynikających z obligacji, podlega grzywnie do 5 000 000 zł i karze od 6 miesięcy do 5 lat pozbawienia wolności. Tej samej karze podlega także każdy, kto dopuszcza się tego czynu, działając w imieniu lub interesie osoby prawnej albo jednostki organizacyjnej nieposiadającej osobowości prawnej.

III. Obowiązki informacyjne po dojściu emisji do skutku

Jak wskazano wyżej, zakres informacji ustawowych, jakie muszą być udostępniane przez emitenta po wyemitowaniu obligacji, ulega istotnemu ograniczeniu. Do jednego z podstawowych należy udostępnianie rocznych sprawozdań finansowych. W poprzedniej części artykułu wskazano, że emitenci obowiązani są w trakcie procesu emisyjnego udostępniać sprawozdania finansowe. Warto w tym miejscu wspomnieć, że obowiązek ten trwa także w okresie do dnia całkowitego wykupu obligacji. Stosownie do art. 37 uo, w okresie od dokonania emisji obligacji do czasu całkowitego wykupu obligacji, emitent udostępnia obligatariuszom roczne sprawozdania finansowe wraz ze sprawozdaniem z badania. Takie rozwiązanie pozwala obligatariuszom na ocenę aktualnej sytuacji finansowej emitenta, która może przyczynić się np. do żądania wcześniejszego wykupu obligacji. Jest to o tyle istotne, że uo nie nakłada na emitentów obowiązku aktualizacji informacji zamieszczanych w propozycji nabycia (Wierzbowski, 2015, s. 250). Zabezpieczeniem powyższego nakazu jest dyspozycja art. 91 uo. Stosownie do powyższego przepisu nieudostępnianie sprawozdań finansowych przez emitenta lub osobę, która działa w jego imieniu lub interesie, jest zagrożone karą grzywny, ograniczenia wolności albo pozbawienia wolności do roku.

Warto zauważyć w tym miejscu, że ustawodawca nie zdecydował się określić terminu, do jakiego sprawozdania takie powinny zostać udostępnione. W większości przypadków termin taki określany jest w warunkach emisji. Zależy zaaprobować pogląd wyrażony w literaturze, zgodnie z którym, uwzględniając *ratio legis* przepisów informacyjnych zawartych w uo, sprawozdanie finansowe wraz z opinią biegłego rewidenta powinno zostać udostępnione wszystkim obligatariuszom w tym samym czasie w celu zapewnienia im równego dostępu do informacji (Wierzbowski, 2019, s. 251).

Wśród istotnych obowiązków informacyjnych, jakie nakłada ustawodawca na emitentów, należy wskazać te związane z przebiegiem zgromadzenia obligatariuszy. W szczególności należy

⁷ Uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach, druk 2735.

wskazać tu obowiązek określony w art. 51 ust. 1 uo zobowiązujący emitentów do przekazywania informacji o terminie zgromadzenia co najmniej na 21 dni przed terminem zgromadzenia czy też, określony w art. 68 ust. 4 uo, obowiązek publikacji, w terminie 7 dni od dnia zakończenia zgromadzenia obligatariuszy, na stronie internetowej emitenta protokołu z przebiegu obrad zgromadzenia obligatariuszy i udostępniania go co najmniej do dnia upływu terminów na zaskarżenie uchwał.

W przypadku braku zgody emitenta na uchwały podjęte przez zgromadzenie obligatariuszy uchwała nie dochodzi do skutku, wobec tego nie jest możliwe jej zaskarżenie. W takiej sytuacji należy przyjąć, że protokół zgromadzenia obligatariuszy powinien być umieszczony na stronie internetowej emitenta przez czas wystarczający do zaznajomienia się z jego treścią przez obligatariuszy (Woźniak, 2015, s. 200).

Dodatkowo emitent zobowiązany jest publikować na swojej stronie internetowej oświadczenie o zgodzie lub braku zgody na zmianę warunków emisji. Oświadczenie takie powinno być opublikowane w terminie 7 dni od dnia zakończenia zgromadzenia obligatariuszy. Należy jednakże pamiętać, że obowiązek taki nie jest bezwzględny. Brak jednakże publikacji takiego oświadczenia w powyższym terminie będzie tożsamy z brakiem zgody emitenta na zmianę warunków emisji.

Warto pamiętać, że stosownie do art. 16 uo dokumenty, informacje i komunikaty publikowane na stronie internetowej emitenta w wykonaniu przepisów uo emitent jest obowiązany przekazywać w postaci drukowanej, do notariusza, banku krajowego, instytucji kredytowej prowadzącej działalność bankową na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, zagranicznej instytucji kredytowej prowadzącej działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej lub firmy inwestycyjnej, wskazanych w warunkach emisji. W przypadku obligacji niemających postaci dokumentu emitent może przekazywać te wydruki do podmiotu prowadzącego ewidencję lub depozyt papierów wartościowych. Stosownie do art. 16 ust. 2 uo podmiot, któremu zostały przekazane wydruki przechowuje je do upływu przedawnienia roszczeń wynikających z obligacji.

Dokonane ostatnio zmiany w przepisach regulujących rynek kapitałowy wprowadzają dodatkowe wymogi wobec emitentów. W tym miejscu należy wspomnieć o obowiązku informacyjnym emitentów obligacji rejestrujących je w innym systemie rejestracji niż depozyt papierów wartościowych zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014⁸. Od 1 lipca 2019 r. emitenci obligacji rejestrowanych w innym systemie rejestracji zobowiązani są, stosownie do art. 7b ust. 1 uoif⁹, do przekazywania KDPW informacji o obligacjach enumeratywnie wymienionych w powyższym przepisie. Do informacji tych należą informacje o liczbie obligacji wyemitowanych w ramach takiej emisji, wysokości oprocentowania tych obligacji w stosunku rocznym, łącznej wartości i walucie świadczenia, które powinno zostać spełnione przez emitenta z tytułu wykupu obligacji, terminach, w których emitent powinien wykonywać świadczenia z tych obligacji. Powyższe informacje emitent obowiązany jest przekazać do KDPW w terminie 15 dni od dnia dokonania emisji. Co istotniejsze, stosownie do art. 7 ust. 2 uoif emitenci zobowiązani zostali do aktualizacji powyższych danych w sytuacji, gdy przestaną one odpowiadać stanowi rzeczywistości. Jednocześnie emitent, w terminie 15 dni po zakończeniu każdego kolejnego miesiąca, obowiązany jest do przekazywania do KDPW informacji o wartości świadczeń wynikających z obligacji, które

⁸ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 909/2014 z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie usprawnienia rozrachunku papierów wartościowych w Unii Europejskiej i w sprawie centralnych depozytów papierów wartościowych, zmieniające dyrektywy 98/26/WE i 2014/65/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 236/2012 (Dz. Urz. UE L 257, s. 1).

⁹ Ustawa z dnia 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tj. DzU 2018, poz. 2286 ze zm.); dalej: uoif⁹.

stały się wymagalne w okresie tego miesiąca. Przekazując taką informację, emitenci zobowiązani zostali do wskazania, czy i w jakim zakresie świadczenia takie zostały spełnione.

IV. Obowiązki informacyjne wynikające z regulacji rynku kapitałowego

Odrębną grupę stanowią obowiązki informacyjne emitentów, których obligacje zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym bądź wprowadzone do obrotu w alternatywnym systemie obrotu (dalej: ASO). Niezależnie od wybranego rynku notowań emitenci obligacji obowiązani są publikować informacje poufne w rozumieniu art. 7 rozporządzenia MAR¹⁰.

Warto podkreślić, że w poprzednim stanie prawnym obowiązki związane z informacjami poufnymi dotyczyły instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu jedynie na rynku regulowanym co najmniej w jednym państwie członkowskim lub do instrumentów, dla których został złożony wniosek o dopuszczenie do obrotu na takim rynku, bez względu na to, czy transakcja była tam rzeczywiście zawierana¹¹. Tego typu podejście powodowało, że poza zakresem regulacji obowiązującej wówczas regulacji dyrektywy 2003/6 pozostawały przypadki transakcji na rynkach kapitałowych innych niż regulowane (Woźniak, 2017, s. 141).

Powyższe uległo zmianie wraz z wejściem w życie rozporządzenia MAR. 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 obejmuje swoim zakresem także instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu na innych platformach.

Należy zauważyć, że objęcie rozporządzeniem MAR również emitentów obligacji powoduje, że europejskie regulacje oddziałują również na emitentów z krajów trzecich w szczególności emitentów amerykańskich, których obligacje notowane są w systemach obrotu w Unii Europejskiej (Mausen i Peporte, 2011, s. 484).

Stosownie do postanowień art. 17 ust. 1 rozporządzenia MAR emitenci obowiązani są podać niezwłocznie do wiadomości publicznej informacje poufne bezpośrednio ich dotyczące. Jak podkreślono w motywie 49 preambuły rozporządzenia MAR, „podanie do wiadomości publicznej informacji poufnych przez emitenta jest konieczne do zapobiegania wykorzystywaniu informacji poufnych oraz do zapewnienia niewprowadzania inwestorów w błąd”. Upublicznienie informacji poufnej sprawia, że przestaje ona być dostępna wąskiej grupie podmiotów, a w konsekwencji nie może być przedmiotem niezgodnego z prawem wykorzystania (Woźniak, 2017, s. 116). Powyższe powoduje, że podmioty podlegające regulacjom rozporządzenia MAR obowiązane są do niezwłocznego upublicznienia informacji poufnych (por. Stokłosa i Syp, 2017, s. 188). Jednocześnie obowiązek ten nie obejmuje wszystkich informacji, lecz jedynie tych, które dotyczą emitenta bezpośrednio.

Pomimo teoretycznego zrównania obowiązków informacyjnych emitentów, których obligacje dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym i wprowadzone do ASO, niewątpliwie zakres informacji przekazywanych na rynku regulowanym jest szerszy. Warto wspomnieć, że emitenci

¹⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z 16.04.2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz. Urz. UE L 173, s. 1); dalej: rozporządzenie MAR.

¹¹ Por. art. 9 dyrektywy 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 28.01.2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (Dz. Urz. WE L 96, s. 16 ze zm.).

obligacji wprowadzonych do ASO obowiązani są publikować jedynie półroczne i roczne raporty okresowe, podczas gdy emitenci, których obligacje są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, są obowiązani także do udostępniania raportów kwartalnych.

Oprócz informacji wskazanych powyżej emitenci obowiązani są publikować informacje bieżące i okresowe. W przypadku obligacji notowanych na rynku regulowanym zakres i terminy przekazywania takich informacji określono w rozporządzeniu Ministra Finansów¹². W przypadku obligacji wprowadzonych do obrotu w ASO zakres informacji określony został w Załączniku nr 4 do Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu.

V. Podsumowanie

Zasadniczo przepisy ustawy o obligacjach szczegółowo regulują zakres informacji przekazywanych inwestorom przez emitentów obligacji. Jak wskazano w niniejszym artykule, większość informacji przekazywana jest na etapie emisji obligacji. Głównym celem tak szczegółowego uregulowania tej materii jest potrzeba zapewnienia inwestorom pełnych informacji, co ułatwia im podjęcie decyzji inwestycyjnej. Zakres tychże ulega znacznemu ograniczeniu już po dojściu emisji do skutku. Jak się wydaje obowiązki te nie stanowią istotnego obciążenia emitenta zarówno pod względem czasowym, jak i ekonomicznym. Odmienne natomiast wygląda sytuacja emitentów obligacji dopuszczonych bądź wprowadzonych do publicznego obrotu, co wynika z autonomicznych i suplementarnych, w tym przypadku, regulacji rynku kapitałowego.

Bibliografia

- Czerniawski, R. (2003). *Ustawa o obligacjach. Komentarz*. Warszawa: Dom Wydawniczy ABC.
- Koziorowski, L. i Stępniewski, M. (2000). Ustawa o obligacjach po nowelizacji. *Prawo Papierów Wartościowych*, 9.
- Mausen, F. i Peporte, P. (2011). Challenges under the Transparency Directive for issuers of debt securities. *Capital Markets Law Journal*, (4). <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmr033>.
- Michalski, M. (2011). Dojście emisji papierów wartościowych do skutku na przykładzie emisji obligacji. *Zeszyty Prawnicze*, 11(2), 13–30.
- Stokłosa, A. i Syp, S. (2017). *MAR. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz*. Warszawa: Wolters Kluwer.
- Wierzbowski, M. (2015). *Ustawa o obligacjach. Komentarz*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Woźniak, R. (2015). *Ustawa o obligacjach. Komentarz*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Woźniak, R. (2017). *Definicja informacji poufnej w prawie europejskim. Uwagi na tle prawa amerykańskiego*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Woźniak, R. (2019). Możliwość zmiany warunków emisji obligacji przed jej wydaniem. *Monitor Prawa Bankowego*, (6).

¹² Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, (DzU 2018, poz. 757).