

Przedmowa

Uchwalenie ObligU stanowi kolejny krok w rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Głównym zadaniem nowej ustawy, która zastąpiła obowiązującą przez prawie 20 lat *ObligU1995*, jest przyczynienie się do rozwoju rynku obligacji. W konsekwencji ObligU nie zrywa z dziedzictwem i dorobkiem poprzedniego aktu, ale stanowi jego naturalne rozwinięcie. Z tego też powodu ObligU nie stanowi rewolucji, ale pożądaną przez uczestników rynku kapitałowego ewolucję.

Nowoczesne przepisy regulujące emisję obligacji można datować na czasy dwudziestolecia międzywojennego kiedy to 30.6.1939 r. uchwalono kompleksową *ustawę o obligacjach*. Zgodnie z *ObligU1939*, możliwe było jedynie emitowanie obligacji zwykłych zarówno imiennych, jak i na okaziciela. Jednocześnie należy podkreślić, znaczny krąg podmiotów uprawnionych do takiej emisji.

Wybuch II wojny światowej i zmiany jakie się dokonały w prawie polskim po jej zakończeniu spowodowały, że obligacje przez długi czas były poza zakresem zainteresowań ustawodawcy. Zmieniło się to dopiero wraz z uchwaleniem 22.11.1985 r. *RozporzOblig1985*. Zgodnie z § 1 *RozporzOblig1985* obligacja była papierem wartościowym, na mocy którego przedsiębiorstwo państwowe uprawnione do emisji obligacji (dłużnik) zobowiązywało się wobec każdorazowego właściciela obligacji (wierzyciela) do zapłaty, w sposób i w terminach określonych w obligacji, ustalonego oprocentowania oraz określonej w obligacji kwoty pieniężnej, jak również do spełnienia przyjętych na siebie innych zobowiązań (np. zapewnienia dostaw produkcji i świadczenia usług). Do emisji obligacji uprawnione były jedynie przedsiębiorstwa państwowe. Emitowane obligacje mogły być jedynie obligacjami imiennymi, a zgodę na ich emisję wydawał Minister Finansów (por. § 1 ust. 4 oraz § 8 *RozporzOblig1985*).

Istotną zmianę wobec postanowień *RozporzOblig1985* stanowiła uchwalona 27.9.1988 r. *ObligU1988*. Ustawa rozszerzała krąg podmiotów uprawnionych do emisji obligacji m.in. na rady narodowe, fundacje i organizacje społeczne posiadające osobowość prawną oraz, co istotne, na jednostki gospodarki uspołecznionej i nieuspołecznionej posiadające osobowość prawną (por. *art. 1 ObligU1988*). Ustawa powtarzała postanowienia *RozporzOblig1985* w kwestii możliwości spełniania przez emitenta dodatkowych zobowiązań polegających na zapewnieniu dostaw wyrobów lub świadczenia usług pochodzących z przedsięwzięcia sfinansowanego w drodze emisji obligacji. *Novum* stanowiła możliwość emitowania, obok

Przedmowa

obligacji imiennych, obligacji na okaziciela (por. *art. 8 ObligU1988*). Odstąpiono od obowiązku uzyskania zgody na samą emisję obligacji, jednak pozostawiono obowiązek zgłoszenia organowi antymonopolowemu zamiaru emisji obligacji zawierających zobowiązania do świadczeń dodatkowych (por. *art. 4 ust. 3 ObligU1988*).

Braki powyższej regulacji ujawniły się po 1989 r., kiedy polska gospodarka została przekształcona w gospodarkę rynkową. Nie dziwi więc, że w 1995 r. uchwalono *ObligU1995*. Akt ten stanowił istotny etap w rozwoju polskiego rynku kapitałowego i prawa papierów wartościowych. Wprowadzał on do prawa polskiego szereg nowych rozwiązań w tym m.in. rozszerzał katalog podmiotów uprawnionych do emisji obligacji. Ustanawiał także silniejszą ochronę obligatariuszy poprzez możliwość częściowego i całkowitego zabezpieczenia obligacji. Przepisy *ObligU1995* wprowadzały, w *art. 9*, również możliwość emisji obligacji w trybie oferty publicznej i szczegółowo określały katalog informacji, jakie muszą być udostępnione w przypadkach ofert tego typu.

W 2000 r. uchwalono NowelObligU. Jak wynika z uzasadnienia tej ustawy, nowelizacja została wprowadzona z uwagi na fakt, że rozwiązania obowiązujące przed nowelizacją były oceniane jako nazbyt restrykcyjne i utrudniające rozwój rynku obligacji w Polsce. Główne zmiany obejmowały wprowadzenie rozszerzanego katalogu podmiotów mogących emitować obligacje; liberalizację zasad ich emisji; rezygnację z zamkniętego katalogu zabezpieczeń; wprowadzenie obligacji przychodowych.

Uruchomienie rynku obrotu obligacjami Catalyst uwidocznilo braki i wady *ObligU1995* jako aktu nieprzystającego do szybko zmieniającego się rynku kapitałowego. Nie dziwi więc, że w związku z pojawiającymi się głosami krytycznymi rozpoczęły się prace nad uchwaleniem nowej ustawy o obligacjach.

Dlatego też na początku 2014 r. rozpoczęto prace nad uchwaleniem nowego aktu regulującego procesy emisyjne obligacji. Wynikiem tych prac stała się ObligU. Jak wspomniano, nowy akt stanowi ewolucję w przepisach, dlatego też przeważająca część rozwiązań ObligU oparta jest na przepisach *ObligU1995*. Z tego też powodu, wypracowane dotychczas stanowiska przedstawicieli doktryny i judykatury będą aktualne również przy dokonywaniu wykładni przepisów nowej ustawy o obligacjach.

W porównaniu do poprzedniej ustawy ObligU jest aktem bardziej przejrzystym. Ustawa zawiera większość przepisów starej ustawy jednak ustawodawca zdecydował się na zmianę jej systematyki wprowadzając podział na rozdziały. Jednocześnie część postanowień starej ustawy została zmieniona odpowiadając na podnoszone głosy praktyki i doktryny. Wprowadzono jednocześnie postulowaną przez doktrynę i praktykę instytucję zgromadzenia obligatariuszy co, z jednej strony, ułatwi zmianę warunków

emisji, a przede wszystkim w sposób wyraźny przesądza o możliwości zmiany warunków emisji obligacji po ich wyemitowaniu. Nie brak jednak głosów praktyków krytykujących niektóre z przyjętych rozwiązań np. zakaz przenoszenia prawa z obligacji zdematerializowanych po ustaleniu uprawnionych do świadczeń z tytułu ich wykupu. Do interesujących rozwiązań jakie wprowadza ObligU należy zaliczyć wprowadzenie obligacji podporządkowanych oraz wieczystych.

Komentarz stanowi opracowanie, do którego z zainteresowaniem będą sięgali prawnicy i inne osoby mające na co dzień styczność z ustawą. Jednocześnie jednak podjęto próbę rozwiązania istniejących w doktrynie sporów. Całość wzbogacona została o orzecznictwo dotyczące obligacji.

Niniejszy komentarz jest przeznaczony przede wszystkim dla osób stosujących w praktyce przepisy ustawy. Może być również pomocny w procesie dydaktycznym dla studentów prawa i administracji oraz wszystkich zainteresowanych zagadnieniami z zakresu obligacji.

dr Rafał Woźniak

Warszawa, marzec 2015 r.