

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

z dnia 29 lipca 2005 r. (Dz.U. Nr 184, poz. 1539)

Tekst jednolity z dnia 7 lutego 2018 r. (Dz.U. 2018, poz. 512)

(zm.: Dz.U. 2018, poz. 685)

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

- 1) dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/34/WE z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji (Dz.Urz. WE L 184 z 06.07.2001, Dz.Urz. WE L 96 z 12.04.2003, Dz.Urz. WE L 345 z 31.12.2003 oraz Dz.Urz. WE L 390 z 31.12.2004);
- 2) dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2003/6/WE z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku (nadużyć na rynku) (Dz.Urz. WE L 96 z 12.04.2003);
- 3) dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2003/71/WE z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE (Dz.Urz. WE L 345 z 31.12.2003);
- 4) dyrektywy Komisji 2003/124/WE z dnia 22 grudnia 2003 r. wykonującej dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w zakresie definicji i publicznego ujawniania informacji wewnętrznych oraz definicji manipulacji na rynku (Dz.Urz. WE L 339 z 24.12.2003);
- 5) dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.Urz. UE L 142 z 30.04.2004; Dz.Urz. UE Polskie wydanie specjalne, rozdz. 17, t. 2, str. 20);
- 6) dyrektywy 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady 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/WE (Dz.Urz. UE L 390 z 31.12.2004);
- 7) dyrektywy Komisji 2007/14/WE z dnia 8 marca 2007 r. ustanawiającej szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym (Dz.Urz. UE L 69 z 09.03.2007, str. 27);
- 8) dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/73/UE z dnia 24 listopada 2010 r. zmieniającej dyrektywę 2003/71/WE w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę 2004/109/WE w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym (Dz.Urz. UE L 327 z 11.12.2010, str. 1).

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

Rozdział 1. Przepisy ogólne

Literatura: *U. Banaszczak-Soroka*, Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego, Warszawa 2008; *M. Bączyk*, Zjawisko tzw. dematerializacji papierów wartościowych, w: *M. Bączyk, M.H. Koziński, M. Michalski, W. Pyziot, A. Szumański, I. Weiss*, Papiery wartościowe, Warszawa 2000; *J. Bąk, J. Bieźuńska, P. Figiel*, Nowa dyrektywa Unii Europejskiej w sprawie prospektu emisyjnego, PPH 2005, Nr 8; *A. Chłopecki*, Obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym, PPH 1995, Nr 5; *A. Chłopecki, M. Dyl*, Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Warszawa 2014; *R. Czerniawski*, Przepisy ogólne, w: *R. Czerniawski, M. Wierzbowski*, Ustawa – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Warszawa 2002; *K. Haładyj*, Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz, Warszawa 2009; *J. Jastrzębski*, O unijnym kontekście regulacji informacji poufnych w prawie rynku kapitałowego – zakres obowiązku informacyjnego i dopuszczalność opóźnienia publikacji, cz. 1, PPH 2013, Nr 1; *R. Jurga, M. Michalski*, Spółka akcyjna w publicznym obrocie papierami wartościowymi, Warszawa 2000; *D. Kaczorowski, M. Kimla-Kaczorowska*, Oferta publiczna akcji nabywanych lub obejmowanych w wyniku realizacji uprawnień inkorporowanych w innych papierach wartościowych, PPH 2015, Nr 12; *M. Michalski*, O pojęciu i zakresie regulacji spółki publicznej, PPH 2008, Nr 1; *tenże*, Pojęcie publicznego obrotu papierami wartościowymi, w: *S. Włodyka* (red.), Prawo papierów wartościowych, Warszawa 2004; *tenże*, Przepisy ogólne, w: *L. Sobolewski* (red.), Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz, Warszawa 1999; *tenże*, Zasady publicznego obrotu papierami wartościowymi oraz jego organizacja, w: *A.W. Wiśniewski*, Wybrane problemy tak zwanej gwarancji emisji, Gl. 1995, Nr 12; *M. Michalski* (red.), Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz, Warszawa 2014; *M. Romanowski*, Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz, Warszawa 1999; *tenże*, Reforma prawa spółek handlowych a rynek kapitałowy (zagadnienia wybrane), PPH 1999, Nr 2; *tenże*, Wpływ dematerializacji papierów wartościowych na podstawowe konstrukcje prawa papierów wartościowych, PiP 1999, Nr 10; *tenże*, W sprawie pojęcia i natury spółki publicznej, PPH 2009, Nr 3; *J. Róg-Dyrdła*, Nadzór administracji państwowej nad obrotem pierwotnym, akcjami, Warszawa 2018; *T. Sójka*, Odpowiedzialność odszkodowawcza za upublicznienie fałszywych informacji w prospekcie emisyjnym w świetle dyrektywy prospektowej, PPH 2006, Nr 4; *T. Sójka* (red.), Prawo rynku kapitałowego. Komentarz, Warszawa 2015.

Art. 1. [Zakres przedmiotowy]

Ustawa reguluje:

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

1. **Zakres zastosowania komentowanej regulacji.** Przepis z art. 1 OfertaPublU ma zasadniczo charakter informacyjny i w sposób ogólny wskazuje na **zakres podmiotowy i przedmiotowy zastosowania regulacji**. Obok tej ustawy istotną rolę w zakresie regulacji funkcjonowania rynku kapitałowego odgrywają przepisy innych aktów prawa krajowego i unijnego (por. szerzej uwagi do art. 1 ObrIFinU). Wymienione regulacje stanowią *sui generis* konstytucję krajowego rynku kapitałowego. Do wymienionej grupy ustaw należy także dołączyć ustawę o funduszach inwestycyjnych, która była przygotowywana i nowelizowana z wymienionymi ustawami.

2. **Spójność regulacji.** Wszystkie wymienione ustawy posługują się tą samą terminologią, **2** stąd użyte terminy w zakresie rynku instrumentów finansowych **mają to samo znaczenie we wszystkich wymienionych ustawach.**

Ustawa o ofercie publicznej tylko częściowo reguluje obowiązki emitentów papierów wartościowych; przepisy dotyczące tych obowiązków znajdują się również w pozostałych aktach prawnych, np. kwestie tzw. informacji poufnych uregulowane są w rozp. MAR, postępowań prowadzonych przez KNF – w NadzRKAU. Regulacje dotyczące innych podmiotów uczestniczących w obrocie papierami wartościowymi również są rozproszone, w zakresie domów maklerskich, giełdy, KDPW S.A., KDPW CCP S.A. podstawowa regulacja jest zawarta w ObrIFinU. Również w zakresie skutków uzyskania statusu spółki publicznej i szczególnych praw oraz obowiązków związanych z posiadaniem i obrotem akcjami część przepisów zawarta jest w pozostałych aktach

normatywnych; dotyczy to w szczególności tzw. informacji poufnych, o których mowa w art. 7 i n. rozp. MAR.

- 3. Współzastosowanie przepisów OfertaPublU z przepisami odpowiednich aktów prawa unijnego.** Do przepisów regulujących kwestie objęte OfertaPublU należy także zaliczyć pewne **regulacje unijne**, a w szczególności rozporządzenie Komisji (WE) Nr 809/2004 z 29.4.2004 r. wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam (Dz.Urz. UE L 149, s. 1), do którego zresztą OfertaPublU wprost odsyła (zob. art. 4 pkt 25, art. 25, 26 OfertaPublU) i które to przepisy znajdują współzastosowanie wraz z przepisami OfertaPublU. Przepisy OfertaPublU stanowią zatem z jednej strony **implementację do krajowego porządku normatywnego norm** takich przykładowo dyrektyw unijnych jak dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 4.11.2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE (Dz.Urz. UE L 345, s. 64), natomiast, z drugiej strony, **znajdują współzastosowanie** z przepisami prawa unijnego, jak np. rozp. (WE) Nr 809/2004.
- 4. Implementacja przepisów unijnych.** Przepisy wymienionych ustaw polskich, podobnie jak przepisy wykonawcze do nich, stanowią w znacznym stopniu implementację szeregu dyrektyw unijnych. Niestety w polskich tłumaczeniach dyrektyw znalazły się pewne nieścisłości, które zostały przeniesione do obowiązujących przepisów. Stąd czasami dla ustalenia prawidłowej wykładni przepisu potrzebne jest **porównanie jego treści z treścią stosownej dyrektywy w innych językach urzędowych UE**. Podobnie niejednokrotnie **zastosowanie tzw. pronijnej wykładni przepisów prawa krajowego** i tym samym sięgnięcie do źródłowych aktów prawa unijnego, będzie rozwiązaniem pozwalającym na wyjaśnienie niektórych wątpliwości interpretacyjnych powstałych na gruncie wykładni przepisów OfertaPublU (jak np. wątpliwości odnośnie do zakresu pojęcia informacja poufna; por. szerzej *J. Jastrzębski*, O unijnym, cz. 1, s. 5–13).
- 5. Oferta publiczna.** Pojęcie oferty publicznej **jest zdefiniowane w art. 3 ust. 3 OfertaPublU i w art. 3 pkt 5 ObrIFinU** (por. szerzej uwagi do art. 3 ust. 3 OfertaPublU oraz do art. 3 pkt 5 ObrIFinU).
- 6. Subskrypcja.** Pojęcie subskrypcji **jest używane na gruncie OfertaPublU w takim samym znaczeniu, jak ma to miejsce w treści KSH w art. 431 i n.**, z tym że przepisy KSH odnoszą się tylko do subskrypcji akcji, a przepisy OfertaPublU także do subskrypcji innego rodzaju papierów wartościowych, np. obligacji, certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusze inwestycyjne zamknięte itd. Subskrypcja oznacza zapisywanie się celem nabycia papierów wartościowych, z możliwą sytuacją proporcjonalnej (lub uznaniowej) redukcji zapisów w przypadku tzw. nadsubskrypcji. Kodeks spółek handlowych odróżnia w art. 431 subskrypcję prywatną, zamkniętą i otwartą. Komentowana ustawa dotyczy przede wszystkim subskrypcji określanej przez Kodeks spółek handlowych mianem otwartej. Bezpośrednio lub pośrednio reguluje jednak przy tym szereg kwestii związanych z pozostałymi dwoma rodzajami subskrypcji w spółkach publicznych.
- 7. Instrument finansowy.** Pojęcie instrumentu finansowego **jest zdefiniowane w art. 2 ObrIFinU** (por. szerzej uwagi do art. 2 ObrIFinU).
- 8. Rynek regulowany.** Pojęcie rynku regulowanego **jest zdefiniowane w art. 14 ObrIFinU** (por. szerzej uwagi do 14 ObrIFinU; zob. także uwagi do art. 3 pkt 9 ObrIFinU).
- 9. Emitent.** Pojęcie emitenta **zostało zdefiniowane w art. 4 pkt 6 OfertaPublU** (por. szerzej uwagi do art. 4 pkt 6 OfertaPublU). Należy przy tym zauważyć, że spółka publiczna jest zawsze emitentem papierów wartościowych. Natomiast nie każdy emitent jest jednocześnie spółką publiczną – np. emitentem obligacji może być innego typu osoba prawna wskazana w ObligU.
- 10. Spółka publiczna.** Pojęcie spółki publicznej **zostało zdefiniowane w art. 4 pkt 20 OfertaPublU** (por. szerzej uwagi do art. 4 pkt 20 OfertaPublU).
- 11. Wielogłęziowy charakter regulacji.** Komentowana ustawa łączy w sobie **elementy regulacji administracyjnoprawnej, cywilnoprawnej i karnoprawnej**.

Art. 2. [Wyłączenie stosowania]

Przepisów ustawy nie stosuje się do:

- 1) weksli i czeków w rozumieniu przepisów prawa wekslowego i czekowego;

- 2) bankowych papierów wartościowych w rozumieniu ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz.U. z 2017 r. poz. 1876, 2361 i 2491 oraz z 2018 r. poz. 62, 106 i 138) oraz innych papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym, stanowiących potwierdzenie przyjęcia środków pieniężnych do depozytu i objętych systemem gwarantowania depozytów, emitowanych w sposób ciągły lub powtarzający się przez instytucję kredytową, które nie są podporządkowane, zamienne lub wymienne, nie inkorporują prawa do subskrybowania lub nabycia innego rodzaju papierów wartościowych oraz nie stanowią podstawy dla papierów wartościowych w rozumieniu art. 3 pkt 1 lit. b ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2017 r. poz. 1768, 2486 i 2491 oraz z 2018 r. poz. 106 i 138), zwanej dalej „ustawą o obrocie instrumentami finansowymi”;
- 3) papierów wartościowych będących instrumentami rynku pieniężnego w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

1. **Wyłączenia.** Komentowany przepis określa typy instrumentów finansowych, w stosunku do których zastosowania nie znajdują przepisy OfertaPublU (o pojęciu instrumentu finansowego por. szerzej uwagi do art. 2 ObrIFinU).

Wyłączenia te powodują, że nawet w przypadku oferowania papierów wartościowych wymienionych w art. 2 OfertaPublU, które spełniałyby wymogi określone w art. 3 OfertaPublU, oferowanie to nie będzie objęte reżimem OfertaPublU.

Wprowadzenie wyłączeń w treści art. 2 OfertaPublU istotnie upraszcza oferowanie wymienionych papierów wartościowych, co wynika chociażby z braku konieczności sporządzenia, zatwierdzenia i upublicznienia prospektu emisyjnego. Z drugiej strony papiery te nie będą mogły zostać dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym.

2. **Wyłączenia – weksle i czeki.** Przepisów OfertaPublU nie stosuje się w ogólności do **weksli** w rozumieniu prawa wekslowego. *Ratio legis* przyjętego rozwiązania było to, że w praktyce obrotu występowały liczne przypadki emitowania w serii weksli, zwykle o krótkim terminie wykupu – których funkcja ekonomiczna zbliżona jest do papierów dłużnych (obligacji) – jako sposobu finansowania krótkoterminowego (poniżej jednego roku, jako tzw. papierów handlowych – *commercial papers*). Praktyka ta została porzucona zapewne głównie ze względu na konieczność uiszczania podatku od czynności cywilnoprawnych przy wystawianiu weksla.

Przepisów OfertaPublU nie stosuje się także do **czeków** w rozumieniu prawa czekowego. *Ratio legis* przyjętego rozwiązania było z kolei zaliczenie przez prawodawcę czeków do kategorii instrumentów finansowych rynku pieniężnego.

Na marginesie prowadzonych rozważań celowe jest zwrócenie uwagi, że regulacje z prawa wekslowego i prawa czekowego mają charakter regulacji kompleksowych i tym samym normują obrót odpowiednio wekslami i czekami w wyczerpujący sposób.

3. **Wyłączenie – bankowe papiery wartościowe. Bankowy papier wartościowy jest uważany za tzw. papier depozytowy, czyli dowód przyjęcia określonych środków do depozytu przez bank.** Bywa też określanymi mianem papieru wartościowego wierzycielskiego (tak *K. Haldy*, Ustawa o ofercie publicznej, s. 103).

Pojęcie bankowego papieru wartościowego zostało zdefiniowane w art. 90 PrBank.

Banki mogą emitować bankowe papiery wartościowe również w formie zdematerializowanej. Depozyt papierów prowadzi bank emitujący te papiery.

Regulacja emisji i obrotu bankowymi papierami wartościowymi jest bardzo ograniczona i zawarta w art. 89 i n. PrBank.

W praktyce bankowy papier wartościowy pełni funkcję ekonomiczną, taką jak obligacja.

4. **Wyłączenie – inne papiery wartościowe o charakterze nieudziałowym z art. 2 pkt 2 OfertaPublU.** Przepisów OfertaPublU nie stosuje się także do **innych papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym, stanowiących potwierdzenie przyjęcia środków pieniężnych do depozytu i objętych systemem gwarantowania depozytów, emitowanych w sposób ciągły lub powtarzający się przez instytucję kredytową, które nie są podporządkowane, zamienne lub wymienne, nie inkorporują prawa do subskrybowania lub nabycia innego rodzaju papierów wartościowych oraz nie stanowią podstawy dla papierów wartościowych w rozumieniu art. 3 pkt 1 lit. b ObrIFinU** (por. szerzej uwagi do art. 3 pkt 1 ObrIFinU). Kategoria ta obejmuje tzw. papiery depozytowe, czyli papiery wartościowe dłużne, stanowiące dowód przyjęcia do depozytu środków pieniężnych. Chodzi przy tym o produkty finansowe mające status papierów wartościowych, a nie o znaki legitymacyjne. Są to w praktyce różnego rodzaju certyfikaty oferowane przez instytucje kredytowe (o pojęciu instytucji kredytowej por. szerzej uwagi do art. 4 pkt 26 OfertaPublU). Komentowany przepis wyklucza jednocześnie możliwość

niestosowania przepisów OfertaPublU do instrumentów finansowych o charakterystyce zbliżonej do obligacji zamiennych lub derywatów. W ten sposób wyłączeniem z art. 2 pkt 2 OfertaPublU objęte są tylko papiery opiewające na żądanie zwrotu powierzonych środków wraz z należnym oprocentowaniem.

- 5 5. Wyłączenia – papiery wartościowe będące instrumentami finansowymi rynku pieniężnego.** Komentowana ustawa w zakresie określenia instrumentów rynku pieniężnego odsyła do art. 3 pkt 27 i 28 ObrIFinU (por. szerzej uwagi do art. 3 pkt 27 i 28 ObrIFinU), w których to punktach zdefiniowano odpowiednio pojęcie rynku pieniężnego i instrumentów finansowych rynku pieniężnego. **W ujęciu praktycznym instrumentami finansowymi rynku pieniężnego będą w warunkach polskich obligacje krótkoterminowe lub podobne produkty finansowe, mające status papierów wartościowych według prawa, jakiemu są podporządkowane.** Takie papiery wartościowe zalicza się do kategorii papierów handlowych (*commercial papers*). Powszechnie uznanym standardem jest nieobejmowanie takich papierów regulacjami ograniczającymi ich publiczne oferowanie. Takie papiery służą zazwyczaj finansowaniu bieżącej działalności przedsiębiorców i są oferowane za pośrednictwem banków w ramach tzw. programów *commercial papers*, określonych w treści umów zawartych pomiędzy bankiem a emitentem takich papierów. W ostatnim okresie emisja *commercial papers* uległa bardzo istotnemu zmniejszeniu, żeby nie powiedzieć zanikowi.

Na marginesie prowadzonych rozważań należy zauważyć, że ustawa o funduszach inwestycyjnych inaczej określa instrumenty rynku pieniężnego niż ustawa o obrocie instrumentami finansowymi (zob. art. 2 pkt 21 FundInwU). Ta ostatnia definicja jest stworzona w oderwaniu od powszechnie przyjętych standardów na rynku finansowym, zgodnie z którymi instrumentami rynku pieniężnego są instrumenty o okresie zapadalności wynoszącym do jednego roku.

Art. 3. [Oferta publiczna]

1. Oferta publiczną jest udostępnianie, co najmniej 150 osobom na terytorium jednego państwa członkowskiego 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.

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

- 1) fundusze zagraniczne, o których mowa w art. 2 pkt 9 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz.U. z 2018 r. poz. 56, z 2017 r. poz. 2491 oraz z 2018 r. poz. 106 i 138), zwanej dalej „ustawą o funduszach inwestycyjnych”;**
- 2) unijne AFI, o których mowa w art. 2 pkt 10b ustawy o funduszach inwestycyjnych, oraz alternatywne fundusze inwestycyjne z siedzibą w państwach będących stroną umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym, wprowadzone do obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej zgodnie z przepisami tej ustawy;**
- 3) alternatywne spółki inwestycyjne, o których mowa w art. 8a ust. 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych;**
- 4) fundusze inwestycyjne zamknięte.**

3. Nie stanowi oferty publicznej akcji udostępnianie, co najmniej 150 osobom na terytorium jednego państwa członkowskiego lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o tych akcjach umożliwiających podjęcie decyzji o ich nabyciu lub objęciu, w ramach realizacji uprawnień inkorporowanych w innych papierach wartościowych, chyba że te inne papiery wartościowe nie były przedmiotem oferty publicznej.

- 1 1. Oferta publiczna.** Komentowany przepis definiuje kluczowe dla OfertaPublU pojęcie oferty publicznej, które należy do grona najważniejszych pojęć prawa rynku kapitałowego. Pojęcie oferty publicznej w istocie inicjuje byt danych papierów wartościowych na tym rynku. Pojęcie to – w aktualnej treści art. 3 OfertaPublU – to połączone pojęcia oferty publicznej i publicznego proponowania nabycia papierów wartościowych.

Pojęcie oferty publicznej stanowi bezpośrednie tłumaczenie pojęcia używanego powszechnie na wszystkich rozwiniętych rynkach kapitałowych, jakim jest *public offering* czy *public offering of securities*, co właściwie należałoby tłumaczyć jako „publiczne oferowanie”. Terminem „oferta

publiczną” powszechnie określa się ofertę nabycia papierów wartościowych kierowaną do nieokreślonego kręgu adresatów (np. drogą ogłoszeń) lub do grupy osób powyżej pewnej liczby adresatów. Obecnie w Polsce ten próg został ustalony na 150 adresatów (w odniesieniu do jednego państwa członkowskiego), od którego uważa się, że mamy do czynienia z ofertą publiczną.

2. Oferta publiczna – definicja legalna. Ustawa definiuje ofertę publiczną jako **udostępnienie, co najmniej 150 osobom na terytorium jednego państwa członkowskiego 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.** Działanie to może mieć przy tym miejsce na terenie Rzeczypospolitej Polskiej, jak również na terenie innego państwa członkowskiego.

Z ofertą publiczną mamy do czynienia – niezależnie od formy i sposobu jej przeprowadzania – wtedy, kiedy informacje o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych, kierowane są do co najmniej 150 osób na terytorium jednego państwa członkowskiego lub do nieoznaczonego adresata.

Dla uznania danego działania za ofertę publiczną konieczne jest zatem **kumulatywne spełnienie się trzech warunków**. Po pierwsze, konieczne jest udostępnienie informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia. Techniczny sposób udostępnienia tej informacji jest z punktu widzenia norm OfertaPublU kwestią obojętną, z zastrzeżeniem uprawnień KNF do oceny dokumentacji akcji promocyjnej w odniesieniu do oferty publicznej bez konieczności przeprowadzania procedury zatwierdzania prospektu, o czym mowa w art. 53 ust. 7 i 8 OfertaPublU.

Po drugie, udostępnienie tych informacji musi dotyczyć kręgu co najmniej 150 osób znajdujących się na terytorium jednego państwa członkowskiego lub nieoznaczonego adresata. To właśnie krąg adresatów oferty publicznej ma podstawowe znaczenie dla kwalifikacji danego działania, sprowadzającego się do zaoferowania nabycia papierów wartościowych jako oferty publicznej tych papierów wartościowych. Po trzecie wreszcie, udostępniane informacje muszą stanowić wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych. Informacje te muszą zatem określać dostateczne warunki dla nabywania oferowanych papierów wartościowych. W przeciwnym przypadku inwestor nie będzie bowiem dysponować informacjami niezbędnymi do podjęcia prawidłowej decyzji inwestycyjnej. Ofertą publiczną nie będzie zatem przykładowo przekazanie informacji określającej emitenta czy oznaczenie rodzaju oferowanych instrumentów finansowy, bez wskazania istotnych warunków prowadzonej oferty (przykładowo brak wskazania bądź sposobu oznaczenia ceny emisyjnej, terminu czy zasad dokonania zapisów).

Elementem definicyjnym oferty publicznej nie jest warunek odnośnie do **odpłatności nabycia papierów wartościowych**. Przyjęcie tego ostatniego rozwiązania wynika ze spoczywającego na prawodawcy krajowym obowiązku odnośnie do zapewnienia spójności definicji legalnej oferty publicznej zawartej w treści OfertaPublU z definicją legalną oferty publicznej zawartej w treści dyrektywy 2003/71/WE (dyrektywy prospektowej).

Czytelną konsekwencją przyjęcia powyższej definicji legalnej oferty publicznej jest to, że każda oferta, niezależnie od pozostałych jej warunków, kierowana do nie więcej niż 150 osób, jest wyłączona spod rygorów OfertaPublU. Za wprowadzeniem takiego rozwiązania przemawiała przede wszystkim konieczność ustalenia progu liczebności adresatów oferty publicznej na takim poziomie, aby ekonomiczne koszty jej przeprowadzenia nie przewyższyły potencjalnych korzyści. Nie ma przy tym znaczenia to, czy wśród wymienionej grupy docelowej są także inwestorzy kwalifikowani, ponieważ decydującym czynnikiem jest wskazanie ofert, w których skala potencjalnego ryzyka dla bezpieczeństwa obrotu z tytułu nieprawidłowego działania emitenta/sprzedającego nie uzasadnia stosowania rozbudowanych wymogów prawnych i administracyjnych.

3. Oferta publiczna – potoczne rozumienie. W potocznym języku rynku kapitałowego przez ofertę publiczną rozumie się nie tyle sam wyraz woli zbycia papierów wartościowych, co **zorganizowane według utartych wzorców przedsięwzięcie mające na celu zbycie nowo emitowanych (czyli tzw. objęcie) lub sprzedaż już istniejących papierów wartościowych.** Przeprowadzenie oferty publicznej wymaga spełnienia szeregu uwarunkowań prawnych, najczęściej sprowadzających się do konieczności przygotowania prospektu emisyjnego lub dokumentu równorzędnego i uzyskania akceptacji (ewentualnie braku odmowy) organu nadzorującego rynek kapitałowy – KNF.

4 4. Oferta publiczna a oferta w rozumieniu przepisów KC. Pojęcie oferty publicznej ma niewiele wspólnego z pojęciem oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Na gruncie regulacji z OfertaPublU, aby dane działanie było zakwalifikowane jako oferta publiczna, wystarczy **wskazanie możliwości nabycia papierów wartościowych bez określenia wszystkich istotnych postanowień umowy** (jak np. ceny). W szczególności brak ceny nie oznacza, że nie mamy do czynienia z ofertą publiczną. W ofertach publicznych często cena zostaje bowiem określona dopiero pod koniec procesu oferowania. Praktycznie działania będące według Kodeksu cywilnego zaproszeniem do zawarcia umowy będą uznane na gruncie oferty publicznej za ofertę publiczną. Konstrukcja oferty publicznej mająca swoje źródło w zwyczajach rozwiniętych rynków kapitałowych nie wpisuje się należycie w terminologię wykorzystywaną w treści Kodeksu cywilnego, według którego „oferta publiczna” może nie być w ogóle ofertą, lecz wspomnianym zaproszeniem do zawarcia umowy. Oferujący papiery wartościowe bardzo często nie składa w ogóle oferty nabycia papierów wartościowych, lecz oczekuje złożenia ofert od potencjalnych nabywców, np. poprzez złożenie zapisu subskrypcyjnego lub w tzw. procesie *bookbuildingu* oczekuje się od inwestorów wyrazu zainteresowania nabyciem papierów w ramach określonego przedziału czy limitu cenowego.

Należy zatem przyjąć, że oferta publiczna w rozumieniu art. 3 ust. 1 OfertaPublU nie musi stanowić oferty w rozumieniu art. 66 § 1 KC. W praktyce o tym, czy oferta publiczna w rozumieniu art. 3 ust. 1 OfertaPublU jest jednocześnie ofertą w rozumieniu art. 66 § 1 KC, decyduje każdorazowo treść oferty publicznej, a zatem zawarte w dokumentacji ofertowej szczegółowe warunki tej oferty.

5 5. Oferta prywatna. Przeciwnieństwem oferty publicznej jest tzw. **oferta prywatna** (ang. *private placement*), polegająca na skierowaniu propozycji nabycia do z góry określonego wąskiego kręgu osób, mniejszego niż dolny limit uznania oferty za ofertę publiczną. W powszechnym użyciu są również takie terminy jak „pierwsza oferta publiczna” (ang. *initial public offering*), powszechnie określana skrótem „IPO”, czy też „kolejna oferta publiczna” (ang. *secondary public offering*), powszechnie określana skrótem „SPO”.

6 6. Oferta publiczna – ujęcie w judykaturze. Szerokie rozumienie oferty publicznej znalazło odbicie w orzecznictwie sądowym, i to nawet w sprawach karnych (zob. uchw. SN(3) z 11.10.2001 r., I KZP 23/01, OSNKW 2001, Nr 11–12, poz. 94), w której Sąd Najwyższy na pytanie prawne Sądu Okręgowego w Warszawie odpowiedział: „określona w art. 165 ust. 1 ustawy z 21.8.1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. Nr 118, poz. 754 ze zm.) czynność sprawcza polegająca na proponowaniu nabycia papierów wartościowych oznacza każde – skierowane do określonego w art. 2 ust. 1 tej ustawy kręgu adresatów i w sposób tam podany – zachowanie, które u jego odbiorców wywołuje obiektywne przekonanie, iż zostało złożone oświadczenie woli, mogące prowadzić do zawarcia transakcji, jakiej przedmiotem są wskazane w propozycji – określone w powołanym przepisie – papiery wartościowe”.

7 7. Konsekwencje naruszenia przepisu z art. 3 ust. 1 OfertaPublU. Oferta publiczna określona w treści OfertaPublU jest jedyną dopuszczalną metodą publicznego oferowania papierów wartościowych. Oferta papierów wartościowych bez dopełnienia podstawowych wymagań OfertaPublU stanowi **występek zagrożony karą grzywny do 10 000 000 zł albo pozbawieniem wolności do lat 2, albo też obu tym karom łącznie** (por. szerzej uwagi do art. 99 OfertaPublU).

8 8. Krąg adresatów oferty. Dokładne ustalenie liczby adresatów, do których dotarła propozycja nabycia papierów wartościowych w ofercie prywatnej, czasami może nastęrczać trudności, szczególnie wtedy, gdy pisemna propozycja jest dystrybuowana w kręgu kilkudziesięciu podmiotów, z których niektóre mogą takie propozycje przekazywać dalej, tak że faktycznie przekroczona zostanie liczba 149 adresatów. W takim przypadku należy liczyć się z zakwalifikowaniem tego czynu jako nielegalnej oferty publicznej i możliwością związanej z tym odpowiedzialności. Celem uniknięcia takiej sytuacji, niejednokrotnie dystrybuując w wąskim kręgu adresatów pisemne materiały informacyjne o ofercie prywatnej, zapewnia się różnymi sposobami ograniczenie kręgu osób, do których propozycja nabycia dotrze (np. poprzez zakaz dalszej dystrybucji, oznaczenie każdego egzemplarza numerem itd.). **W orzecznictwie sądów administracyjnych przyjmuje się bowiem, że oferta kierowana wyłącznie do takiego określonego kręgu osób nie ma charakteru oferty publicznej** (por. szerzej wyr. NSA z 4.9.2008 r., II FSK 839/07, Legalis; wyr. NSA z 27.4.2006 r., II FSK 697/05, Legalis; wyr. WSA w Warszawie z 19.5.2004 r., III 3293/02, niepubl.).

9. **Szczególne wymogi w innych państwach.** Niektóre kraje, szczególnie USA, stoją 9
na gruncie ekstraterytorialnego stosowania amerykańskiego prawa papierów wartościowych. Stąd też oferowanie papierów wartościowych podmiotom amerykańskim, nawet poza terenem USA, bez dopełnienia wymagań prawa amerykańskiego, naraża na ryzyko zakwalifikowania tego jako naruszenia prawa przez władze Stanów Zjednoczonych. Oferta publiczna nabycia papierów na terytorium danego państwa zawsze wymaga spełnienia wymagań stawianych przez prawo danego państwa. W ramach UE w oparciu o tzw. **wspólny paszport** (jednolity paszport europejski) przeprowadzenie tego rodzaju oferty publicznej papierów wartościowych jest ułatwione. Powszechną praktyką jest też poddawanie emisji papierów reżimowi prawnemu wybranego państwa – szczególnie poddanie ich regulacji prawa angielskiego. Nie dotyczy to oczywiście akcji.

10. **Wymogi dotyczące tytułów i jednostek uczestnictwa.** Zbywanie na terytorium RP 10
tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusze zagraniczne i jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych otwartych na terytorium państw członkowskich wymaga spełnienia wymagań stawianych przez ustawę o funduszach inwestycyjnych (art. 253 i n. FundInwU).

11. **Szerokie rozumienie pojęcia papieru wartościowego.** Należy zwrócić uwagę, że **pojęciem papieru wartościowego obejmowane są w różnych krajach różne produkty finansowe.** 11
Niejednokrotnie mają one charakter hybrydowy, tzn. są jednocześnie np. tytułami uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania i papierami wartościowymi. W takim przypadku możliwe jest ich oferowanie w Polsce bądź w oparciu o przepisy dotyczące tytułów uczestnictwa, bądź dotyczące papierów wartościowych. Stąd też ograniczenie zawarte ust. 3 komentowanego artykułu.

12. **Wyłączenie z art. 3 ust. 2 OfertaPublU.** W świetle postanowień art. 3 ust. 2 OfertaPublU 12
wyłączona jest możliwość zbywania w ramach oferty publicznej papierów wartościowych emitowanych przez instytucje wspólnego inwestowania typu otwartego, z uwzględnieniem rozp. (UE) Nr 694/2014, innych niż:

- 1) fundusze zagraniczne, o których mowa w art. 2 pkt 9 FundInwU;
- 2) unijne AFI, o których mowa w art. 2 pkt 10b FundInwU oraz alternatywne fundusze inwestycyjne z siedzibą w państwach będących stroną umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym, wprowadzone do obrotu na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej zgodnie z przepisami FundInwU;
- 3) alternatywne spółki inwestycyjne, o których mowa w art. 8a ust. 1 FundInwU;
- 4) fundusze inwestycyjne zamknięte.

13. **Wyłączenie z art. 3 ust. 3 OfertaPublU.** Prawodawca w treści art. 3 ust. 3 OfertaPublU 13
explicitie wskazał, że **ofertą publiczną akcji nie jest udostępnianie, co najmniej 150 osobom na terytorium jednego państwa członkowskiego lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o tych akcjach umożliwiających podjęcie decyzji o ich nabyciu lub objęciu, w ramach realizacji uprawnień inkorporowanych w innych papierach wartościowych, chyba że te inne papiery wartościowe nie były przedmiotem oferty publicznej.** *Ratio legis* przyjęcia powyższego wyłączenie jest ograniczenie możliwości wykorzystywania konstrukcji papierów wartościowych inkorporujących prawo do nabycia lub objęcia akcji w celu faktycznego publicznego oferowania tych akcji z pominięciem wymogu prospektowego. Prawodawca dokonał zatem wyłączenia obowiązku prospektowego dla akcji w sytuacji, gdy stanowią one przedmiot uprawnień inkorporowanych w innych papierach wartościowych (takich jak np.: warrandy subskrypcyjne, obligacje z prawem pierwszeństwa i obligacje zamienne). Wykluczył jednocześnie możliwość wykorzystywania przewidzianych w OfertaPublU wyjątków od obowiązku prospektowego dla publicznego oferowania akcji i ich wprowadzania do obrotu na rynku regulowanym.

14. **Oferta zbycia akcji.** Zakresem pojęcie oferta publiczna w rozumieniu art. 3 ust. 1 Oferta-PublU 14
nie jest objęta propozycja, aby jej adresaci zbyli na rzecz podmiotu składającego rzeczoną propozycję należące do nich papiery wartościowe. W tym przypadku mamy bowiem do czynienia z propozycją zbycia papierów wartościowych, a nie z propozycją ich nabycia.

15. **Publiczne proponowanie nabycia papierów wartościowych.** Prawodawca wraz z wej- 15
ściem w życie ustawy z 8.3.2013 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 2013 r. poz. 433) **zrezygnował w całości z dalszego wykorzystywania pojęcia publicznego proponowania nabycia papierów war-**

tościowych. *De lege derogata* należy wskazać, że pojęcie to było niespójne z terminologią wykorzystywaną na gruncie dyrektywy 2003/71/WE (dyrektywy prospektowej).

Art. 4. [Objaśnienie pojęć]

Ilekoć w ustawie jest mowa o:

- 1) rynku regulowanym – rozumie się przez to rynek regulowany w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
- 2) alternatywnym systemie obrotu – rozumie się przez to alternatywny system obrotu w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
- 3) obrocie pierwotnym – rozumie się przez to dokonywanie oferty publicznej przez emitenta lub subemitenta usługowego, której przedmiotem są papiery wartościowe nowej emisji, oraz zbywanie lub nabywanie papierów wartościowych na podstawie takiej oferty;
- 4) obrocie wtórnym – rozumie się przez to obrót wtórny w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
- 5) pierwszej ofercie publicznej – rozumie się przez to dokonywaną po raz pierwszy ofertę publiczną dotyczącą określonych papierów wartościowych;
- 6) emitencie – rozumie się przez to podmiot emitujący papiery wartościowe we własnym imieniu;
- 7) sprzedającym – rozumie się przez to właściciela papierów wartościowych dokonującego oferty publicznej;
- 8) instrumentach finansowych – rozumie się przez to instrumenty finansowe w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
- 9) papierach wartościowych – rozumie się przez to papiery wartościowe w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
- 10) papierach wartościowych o charakterze nieudziałowym – rozumie się przez to papiery wartościowe niebędące:
 - a) akcjami,
 - b) papierami wartościowymi inkorporującymi prawa majątkowe tożsame z prawami wynikającymi z akcji,
 - c) certyfikatami inwestycyjnymi,
 - d) papierami wartościowymi inkorporującymi prawo do objęcia lub nabycia papierów wartościowych, o których mowa w lit. a lub b, w wyniku ich zamiany lub wykonania prawa w nich inkorporowanego, emitowanymi przez emitenta papierów wartościowych, o których mowa w lit. a lub b, albo podmiot należący do jego grupy kapitałowej;
- 11) kwitach depozytowych – rozumie się przez to kwity depozytowe w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
- 12) subemitencie inwestycyjnym – rozumie się przez to podmiot będący stroną zawartej z emitentem albo sprzedającym umowy, w której podmiot ten zobowiązuje się do nabycia, na własny rachunek, całości lub części papierów wartościowych oferowanych w ofercie publicznej, na które nie złożono zapisów w terminie ich przyjmowania;
- 13) subemitencie usługowym – rozumie się przez to podmiot będący stroną zawartej z emitentem albo sprzedającym umowy, w której podmiot ten zobowiązuje się do nabycia, na własny rachunek, całości lub części papierów wartościowych danej emisji, oferowanych wyłącznie temu podmiotowi, w celu dalszego ich zbywania w ofercie publicznej;
- 14) podmiocie dominującym – rozumie się przez to podmiot w sytuacji, gdy:
 - a) posiada bezpośrednio lub pośrednio przez inne podmioty większość głosów w organach innego podmiotu, także na podstawie porozumień z innymi osobami, lub
 - b) jest uprawniony do powoływania lub odwoływania większości członków organów zarządzających lub nadzorczych innego podmiotu, lub
 - c) więcej niż połowa członków zarządu drugiego podmiotu jest jednocześnie członkami zarządu, prokurentami lub osobami pełniącymi funkcje kierownicze pierwszego podmiotu bądź innego podmiotu pozostającego z tym pierwszym w stosunku zależności;
- 15) podmiocie zależnym – rozumie się przez to podmiot, w stosunku do którego inny podmiot jest podmiotem dominującym, przy czym wszystkie podmioty zależne od tego podmiotu zależnego uważa się również za podmioty zależne od tego podmiotu dominującego;
- 16) grupie kapitałowej – rozumie się przez to podmiot dominujący wraz z podmiotami od niego zależnymi;
- 17) ogólnej liczbie głosów – rozumie się przez to sumę głosów przypadających na wszystkie akcje spółki;
- 18) depozycie papierów wartościowych – rozumie się przez to depozyt papierów wartościowych w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
- 19) rachunku papierów wartościowych – rozumie się przez to rachunek papierów wartościowych w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;

- 20) spółce publicznej – rozumie się przez to spółkę, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, z wyjątkiem spółki, której akcje zostały zarejestrowane na podstawie art. 5a ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
- 21) państwie członkowskim – rozumie się przez to państwo, które jest członkiem Unii Europejskiej lub stroną umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym;
- 22) firmie inwestycyjnej – rozumie się przez to firmę inwestycyjną w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
- 23) Komisji – rozumie się przez to Komisję Nadzoru Finansowego, o której mowa w ustawie z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (Dz.U. z 2017 r. poz. 196, z późn. zm.);
- 24) Przewodniczącym Komisji – rozumie się przez to Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego, o którym mowa w ustawie z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym;
- 25) rozporządzeniu 809/2004 – rozumie się przez to rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. w sprawie implementacji dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady odnośnie informacji zamieszczanych w prospekcie emisyjnym, formy prospektu emisyjnego, zamieszczania informacji poprzez odwołania, publikacji prospektu emisyjnego oraz rozpowszechniania informacji o charakterze reklamowym (Dz.Urz. UE L 149 z 30.04.2004, str. 1);
- 25a) rozporządzeniu 596/2014 – rozumie się przez to rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE (Dz.Urz. UE L 173 z 12.06.2014, str. 1, z późn. zm.);
- 25b) rozporządzeniu 2016/301 – rozumie się przez to rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/301 z dnia 30 listopada 2015 r. uzupełniające dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących zatwierdzenia i publikacji prospektu emisyjnego oraz upowszechniania reklam i zmieniające rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 (Dz.Urz. UE L 58 z 04.03.2016, str. 13);
- 26) instytucji kredytowej – rozumie się przez to podmiot prowadzący we własnym imieniu i na własny rachunek, na podstawie zezwolenia właściwych władz nadzorczych, działalność polegającą na przyjmowaniu depozytów lub innych środków powierzonych pod jakimkolwiek tytułem zwrotnym i udzielaniu kredytów lub na wydawaniu pieniądza elektronicznego;
- 27) pośrednim nabyciu akcji – rozumie się przez to uzyskanie statusu podmiotu dominującego w spółce kapitałowej lub innej osobie prawnej posiadającej akcje spółki publicznej, lub w innej spółce kapitałowej lub osobie prawnej będącej wobec niej podmiotem dominującym oraz nabycie lub objęcie akcji spółki publicznej przez podmiot bezpośrednio lub pośrednio zależny;
- 28) dniu roboczym – rozumie się przez to każdy dzień od poniedziałku do piątku, z wyłączeniem dni ustawowo wolnych od pracy;
- 29) uczestniku rynku uprawnień do emisji – rozumie się przez to podmiot, o którym mowa w art. 3 ust. 1 pkt 20 rozporządzenia 596/2014;
- 30)² zorganizowanej platformie obrotu – rozumie się przez to zorganizowaną platformę obrotu w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi;
- 31) informacji poufnej – rozumie się przez to informację poufną w rozumieniu art. 7 rozporządzenia 596/2014.

Spis treści

	Nb		Nb
I. Rynek regulowany – definicja legalna	1	XIV. Podmiot dominujący – definicja legalna	53
II. Alternatywny system obrotu – definicja legalna	2	XV. Podmiot zależny	62
III. Obrót pierwotny – definicja legalna	3	XVI. Grupa kapitałowa – definicja legalna	68
IV. Obrót wtórny – definicja legalna	12	XVII. Ogólna liczba głosów – definicja legalna	70
V. Pierwsza oferta publiczna – definicja legalna	13	XVIII. Depozyt papierów wartościowych – definicja legalna	73
VI. Emitent – definicja legalna	18	XIX. Rachunek papierów wartościowych – definicja legalna	74
VII. Sprzedający – definicja legalna	24	XX. Spółka publiczna – definicja legalna	75
VIII. Instrument finansowy – definicja legalna	32	XXI. Państwo członkowskie – definicja legalna	80
IX. Papier wartościowy – definicja legalna	33	XXII. Firma inwestycyjna – definicja legalna	82
X. Papier wartościowy o charakterze nieudziałowym – definicja legalna	34	XXIII. Komisja – definicja legalna	83
XI. Kwit depozytowy – definicja legalna	38	XXIV. Przewodniczący Komisji – definicja legalna	84
XII. Subemitent inwestycyjny – definicja legalna	39		
XIII. Subemitent usługowy – definicja legalna	45		

² Art. 4 pkt 30 w brzmieniu ustawy z dnia 1.03.2018 r. (Dz.U. z 2018 r. poz. 685), która wchodzi w życie 21.04.2018 r.

XXV. Rozporządzenie (WE) Nr 809/2004 – definicja legalna	85
XXVI. Rozporządzenie MAR – definicja legalna	90
XXVII. Rozporządzenie (UE) Nr 2016/301 – definicja legalna	91
XXVIII. Instytucja kredytowa – definicja legalna	92
XXIX. Pośrednie nabycie akcji	95

XXX. Dzień roboczy – definicja legalna	99
XXXI. Uczestnik rynku uprawnień do emisji – definicja legalna	101
XXXII. Zorganizowana platforma obrotu – definicja legalna	102
XXXIII. Informacja poufna – definicja legalna	103

I. Rynek regulowany – definicja legalna

- 1 1. **Odesłanie.** Przepis art. 4 pkt 1 **odsyła do art. 14 ust. 1 ObrIFinU**, w którym prawodawca umieścił definicję legalną rynku regulowanego (por. szerzej uwagi do art. 14 ust. 1 ObrIFinU).

II. Alternatywny system obrotu – definicja legalna

- 2 1. **Odesłanie.** Przepis art. 4 pkt 2 **odsyła do art. 3 pkt 2 ObrIFinU**, w którym to zawarta została definicja legalna pojęcia alternatywny system obrotu (por. szerzej uwagi do art. 3 pkt 2 ObrIFinU).

III. Obrót pierwotny – definicja legalna

- 3 1. **Obrót pierwotny.** Obrotem pierwotnym – w świetle **art. 4 pkt 3 OfertaPubIU** – jest dokonywanie oferty publicznej przez emitenta lub subemitenta usługowego, której przedmiotem są papiery wartościowe nowej emisji, oraz zbywanie lub nabywanie papierów wartościowych na podstawie takiej oferty.
- 4 2. **Elementy konstrukcyjne.** Z obrotem pierwotnym (tzw. *primary market*) mamy do czynienia w obliczu **kumulatywnego spełnienia się trzech warunków**: po pierwsze, gdy przedmiotem oferty publicznej są papiery wartościowe nowej emisji, po drugie, gdy podmiotem dokonującym oferty publicznej jest emitent lub subemitent usługowy, po trzecie wreszcie, gdy następuje zbywanie lub nabywanie papierów wartościowych na podstawie takiej oferty. Obrót pierwotny jest zatem zespołem czynności prawnych i faktycznych związanych z emisją nowych papierów wartościowych i ich plasowaniem w obrębie rynku kapitałowego (por. także *M. Michalski*, Pojęcie publicznego obrotu papierami wartościowymi, s. 956; *tenże*, Zasady publicznego obrotu papierami wartościowymi, s. 998).
- 5 3. **Oferta publiczna.** Pojęcie oferty publicznej **zostało zdefiniowane w art. 3 ust. 3 OfertaPubIU**.
- 6 4. **Emitent.** Pojęcie emitenta **zostało zdefiniowane w art. 4 pkt 6 OfertaPubIU**.
- 7 5. **Subemitent usługowy.** Pojęcie subemitenta usługowego **zostało zdefiniowane w art. 4 pkt 13 OfertaPubIU**.
- 8 6. **Emisja papierów wartościowych; papiery wartościowe nowej emisji.** Pojęcie emisji papierów wartościowych powinno być rozumiane jako **kreacja określonego papieru wartościowego, na skutego czego określona osoba nabywa prawo inkorporowane w tym papierze wartościowym wraz z nośnikiem tego prawa** (por. szerzej *M. Michalski*, Przepisy ogólne, s. 97–98). Przez pojęcie **papierów wartościowych nowej emisji** powinny być rozumiane zarówno papiery wartościowe mające dopiero zostać wyemitowane – co ma miejsce, gdy oferta publiczna jest dokonywana przez emitenta, jak i papiery wartościowe aktualnie już istniejące – co ma miejsce, gdy oferta publiczna jest dokonywana przez subemitenta usługowego (por. szerzej *M. Michalski*, Przepisy ogólne, s. 174–174; *R. Czerniawski*, Przepisy ogólne, s. 57–59).
- 9 7. **Wyłączenia.** Sama oferta publiczna papierów wartościowych nowej emisji, która nie jest połączona ze zbywaniem lub nabywaniem papierów wartościowych na jej podstawie, nie jest zatem obrotem pierwotnym w rozumieniu OfertaPubIU i w rozumieniu ObrIFinU. **Nie jest obrotem pierwotnym** – w rozumieniu OfertaPubIU i w rozumieniu ObrIFinU – również oferta publiczna dokonywana przez emitenta lub subemitenta usługowego, połączona ze zbywaniem lub nabywaniem papierów wartościowych na jej podstawie, o ile oferta ta nie dotyczy papierów wartościowych nowej emisji. Podobnie samo zbywanie lub nabywanie papierów wartościowych nowej emisji, o ile nie następuje ono na podstawie oferty publicznej tych papierów wartościowych, nie jest obrotem pierwotnym w rozumieniu OfertaPubIU i w rozumieniu ObrIFinU. Wreszcie obrotem pierwotnym – w rozumieniu OfertaPubIU i w rozumieniu ObrIFinU – nie byłaby również oferta publiczna, na której podstawie następowałoby zbywanie lub nabywanie papierów wartościowych, o ile byłaby ona przeprowadzana przez inny podmiot niżeli emitent czy też subemitent usługowy.

8. **Cel gospodarczy.** Gospodarczym celem obrotu pierwotnego jest umożliwienie emitentowi **pozyskania kapitału pieniężnego**, co następuje poprzez wyemitowanie papierów wartościowych i następnie ich uplasowanie na rynku. Celem tego obrotu jest także stworzenie inwestorom nabywającym dane papiery wartościowe **możliwości wypracowania ponadprzeciętnej stopy zwrotu z dokonanej inwestycji** (por. szerzej *M. Romanowski*, Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, 1999, s. 146). 10

9. **Oferta prywatna.** Ustawodawca **zawęził tradycyjne, szerokie pojęcie obrotu pierwotnego** do przypadków oferty publicznej, pozostawiając poza zakresem tego pojęcia tzw. ofertę prywatną. W języku potocznym pojęcie to jest używane w szerszym znaczeniu, obejmując również ofertę prywatną. 11

IV. Obrót wtórny – definicja legalna

1. **Odesłanie do ObrIFinU.** Przepis art. 4 pkt 4 OfertaPublU **odsyła do art. 3 pkt 7 ObrIFinU**, w którego treści prawodawca umieścił definicję legalną pojęcia obrotu wtórnego (por. szerzej uwagi do art. 3 pkt 7 ObrIFinU). 12

V. Pierwsza oferta publiczna – definicja legalna

1. **Pierwsza oferta publiczna.** Według art. 4 pkt 5 OfertaPublU pierwszą ofertą publiczną (IPO – *Initial Public Offering*) **jest dokonywana po raz pierwszy oferta publiczna dotycząca określonych papierów wartościowych**. 13

2. **Kryterium kwalifikacji.** Kryterium pozwalającym na uznanie danej oferty publicznej za pierwszą ofertę publiczną jest to, że **dana oferta publiczna jest pierwszą ofertą publiczną dotyczącą określonych papierów wartościowych**. Bez znaczenia pozostaje przy tym, czy są to papiery wartościowe nowej emisji, czy też papiery wartościowe wyemitowane już wcześniej. 14

3. **Podmioty uprawnione.** Pierwsza oferta publiczna może być **przeprowadzana przez emitenta lub sprzedającego**. 15

4. **Relacja pomiędzy pojęciem pierwszej oferty publicznej a pojęciami obrotu pierwotnego i obrotu wtórnego.** Pojęcie pierwszej oferty publicznej jest **niezależne** od pojęć obrotu pierwotnego i obrotu wtórnego. 16

5. **Praktyczne rozumienie pojęcia.** W praktyce pojęcie pierwszej oferty publicznej jest najczęściej **stosowane do pierwszej oferty publicznej akcji danej spółki**. Od chwili przeprowadzenia IPO spółka staje się spółką publiczną. Definicja ustawowa odbiega od tego potocznego znaczenia i obejmuje pierwszą ofertę danego rodzaju papierów wartościowych. 17

VI. Emitent – definicja legalna

1. **Emitent.** Zgodnie z art. 4 pkt 6 OfertaPublU emitentem jest **podmiot emitujący papiery wartościowe we własnym imieniu**. 18

2. **Znaczenie gospodarcze.** Pojęcie emitenta jest jednym z najważniejszych pojęć w obrębie rynku kapitałowego. Rynek ten jest bowiem, w świetle nauki ekonomii, klasycznym rynkiem, który sterowany jest zasadą wyrównania siły popytu i siły podaży na pewne dobro. **Niemożliwe jest zatem wyobrażenie sobie funkcjonowania rynku kapitałowego bez podmiotów, które będą kreowały podaż pewnych instrumentów finansowych (emitentów), i bez podmiotów, które będą kreowały popyt na te instrumenty (inwestorów)**. Pojęcia emitenta i emisji papierów wartościowych związane są bezpośrednio z procesem kreowania papierów wartościowych, a więc również z tworzeniem ich podaży. W pewnym uproszczeniu można zatem wskazać, że emitent kreuje przedmiot obrotu na rynku kapitałowym. 19

3. **Ujęcie doktrynalne.** W piśmiennictwie spotykane są dwie koncepcje odnośnie do rozumienia pojęcia emisji (a zatem i pośrednio pojęcia emitenta). Zgodnie z pierwszą z nich, którą można byłoby określić koncepcją emisji *sensu largo*, **emisją jest ogół czynności podejmowanych przez dany podmiot w celu samodzielnego wykreowania papierów wartościowych** (tak np. *M. Michalski*, Przepisy ogólne, s. 167). Tak rozumiana emisja to zespół różnorodnych czynności faktycznych i przede wszystkim prawnych, których końcowym rezultatem jest wystawienie papieru wartościowego. Zgodnie z drugą z koncepcji, którą można byłoby określić koncepcją emisji *sensu stricto*, **emisją jest wyłącznie akt wykreowania papieru wartościowego, a zatem jego wystawienie i następnie puszczanie go w obieg** (tak np. *M. Romanowski*, Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, 1999, s. 143–144). Przy takim ujmowaniu emisji wszelkie pozostałe czynności nakierowane na wykreowanie papieru wartościowego mają wyłącznie charakter techniczny i nie mogą być ujmowane jako element procesu emisji. 20

- 21 4. **Emitent a sprzedający.** Ustawodawca wyraźnie rozgranicza pojęcia emitenta i sprzedającego (por. szerzej uwagi do art. 3 pkt 13 ObrIFinU).
- 22 5. **Uprawnienie do dokonywania emisji papierów wartościowych.** Zakres uprawnień do emitowania papierów wartościowych **określają przepisy dotyczące danego rodzaju papieru** (np. ustawa o obligacjach wymienia w art. 2 podmioty posiadające zdolność do emisji obligacji).
- 23 6. **Wystawca.** W przypadku **innych niż papiery wartościowe instrumentów finansowych** mówi się czasami o ich wystawcy – np. wystawca opcji.

VII. Sprzedający – definicja legalna

- 24 1. **Sprzedający.** Sprzedającym – w świetle art. 4 pkt 7 OfertaPubIU – **jest podmiot, który jest właścicielem papierów wartościowych i który dokonuje oferty publicznej w zakresie tych papierów.**
- 25 2. **Kryterium kwalifikacji.** Definicja sprzedającego została oparta na **kryterium przedmiotowym.** Przedmiotem oferty publicznej dokonywanej przez sprzedającego mogą być bowiem **wyłącznie papiery wartościowe, które są własnością sprzedającego.** Z uwagi na to ograniczenie sprzedającym nie mogą być przykładowo takie podmioty jak zastawnik czy też dzierżyciel papierów wartościowych.
- 26 3. **Sprzedający a wprowadzający.** **Pojęcie sprzedającego zastąpiło uprzednio** – przed wejściem w życie ustawy z 8.3.2013 r. o zmianie OfertaPubIU i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2013 r. poz. 433) – **wykorzystywane w treści Oferta-PubIU pojęcie wprowadzającego.** Przyjęte rozwiązanie stanowi implementację do krajowego porządku prawnego postanowień dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/73/UE z 24.11.2010 r. zmieniającej dyrektywę 2003/71/WE w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę 2004/109/WE w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym (Dz.Urz. UE L 327, s. 1). Zmiana ta jest konsekwencją wdrożenia do polskiego prawodawstwa angielskiego terminu *offeror*, które to pojęcie znajduje zastosowanie tak w praktyce rynkowej, jak i w treści unijnych aktów prawnych (np. dyrektywy 2003/71/WE). Wprowadzenie do OfertaPubIU pojęcia sprzedającego – jak się wydaje – w większym stopniu odzwierciedla charakter czynności prawnych dokonywanych przez ten podmiot, niżeli miało to miejsce w przypadku pojęcia wprowadzającego.
- 27 4. **Własność papierów wartościowych.** W odniesieniu do zdematerializowanych papierów wartościowych pojęcie ich własności powinno być rozumiane w sposób **zakresowo szerszy niżeli ten, o którym jest mowa w art. 140 i n. KC.** Właścicielem papierów wartościowych będzie zatem **każdorazowo podmiot uprawniony z tych papierów wartościowych,** przy czym nie musi być to ich właściciel w rozumieniu art. 140 i n. KC.
- 28 5. **Sprzedający a emitent.** **Sprzedający** – w odróżnieniu od emitenta – **dokonuje oferty publicznej w oparciu o papiery wartościowe, które już istnieją.**
- 29 6. **Sprzedający w ofercie publicznej.** W ramach jednej oferty publicznej może występować **jeden albo kilku sprzedających.** Z sytuacją wielości sprzedających będziemy mieli do czynienia przykładowo wtedy, gdy będące przedmiotem oferty publicznej papiery wartościowe będą przedmiotem prawa współwłasności.
- 30 7. **Wniosek o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym.** Sprzedający jest legitymowany do autonomicznego przeprowadzenia oferty publicznej papierów wartościowych, które już istnieją i których jest właścicielem. **Sprzedający nie jest jednakże legitymowany do wystąpienia z wnioskiem o dopuszczenie tych papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym.** Z takim wnioskiem – w świetle art. 11 OfertaPubIU – może bowiem wystąpić tylko ich emitent.
- 31 8. **Współpraca sprzedającego z emitentem.** Aby właściciel papierów wartościowych przeprowadził ofertę publiczną, w której zaoferowane będą posiadane przez niego papiery, **potrzebuje on kooperacji ze strony emitenta** – w zakresie podjęcia stosownych uchwał przez walne zgromadzenie, przygotowania prospektu emisyjnego czy też złożenia wniosku o dopuszczenie papierów do obrotu. Niejednokrotnie mamy do czynienia z ofertami publicznymi, w których spółka oferuje nowo emitowane akcje, a dotychczasowy akcjonariusz – działając jako sprzedający

– część swojego portfela akcji. O ile akcje są już dopuszczone do obrotu giełdowego, zbycie ich w drodze oferty publicznej nie wymaga sporządzenia ani zatwierdzenia prospektu emisyjnego.

VIII. Instrument finansowy – definicja legalna

1. **Odesłanie.** Przepis art. 4 pkt 8 OfertaPublU odsyła do art. 2 ust. 1 ObrIFinU, w którego treści prawodawca umieścił definicję legalną terminu „instrument finansowy” (por. szerzej uwagi do art. 2 ust. 1 ObrIFinU).

IX. Papier wartościowy – definicja legalna

1. **Odesłanie do ObrIFinU.** Przepis art. 4 pkt 9 OfertaPublU odsyła do art. 3 pkt 1 ObrIFinU, w którego treści prawodawca umieścił definicję legalną pojęcia papieru wartościowego (por. szerzej uwagi do art. 3 pkt 1 ObrIFinU).

X. Papier wartościowy o charakterze nieudziałowym – definicja legalna

1. **Papiery wartościowe o charakterze nieudziałowym w ramach katalogu papierów wartościowych.** Papiery wartościowe o charakterze nieudziałowym są kategorią w ramach katalogu papierów wartościowych. Motywem wyróżnienia tej kategorii była konieczność implementowania postanowień z art. 2 ust. 1 dyrektywy 2003/71/WE.

2. **Papiery wartościowe o charakterze nieudziałowym.** Definicja papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym została skonstruowana w konwencji negatywnej. Zbiór desygnatów pojęcia papieru wartościowego nieudziałowego otrzymamy po wyeliminowaniu ze zbioru desygnatów pojęcia papieru wartościowego takich papierów wartościowych, jak: akcje, papiery wartościowe inkorporujące prawa majątkowe tożsame z prawami wynikającymi z akcji; certyfikaty inwestycyjne; oraz papiery wartościowe inkorporujące prawo do objęcia lub nabycia papierów wartościowych, takich jak akcje, papiery wartościowe inkorporujące prawa majątkowe tożsame z prawami wynikającymi z akcji lub certyfikaty inwestycyjne, w wyniku ich zamiany lub wykonania prawa w nich inkorporowanego, które to papiery wartościowe emitowane są przez emitenta akcji lub papierów wartościowych inkorporujących prawa majątkowe tożsame z prawami wynikającymi z akcji albo przez podmiot należący do grup kapitałowej takiego emitenta.

3. **Powszechne rozumienie pojęcia papieru wartościowego nieudziałowego a jego definicja legalna.** Rozumienie pojęcia papieru wartościowego o charakterze nieudziałowym na gruncie OfertaPublU odbiega od powszechnego rozumienia tego terminu, zgodnie z którym papiery wartościowe o charakterze nieudziałowym przeciwstawia się papierom wartościowym o charakterze udziałowym.

4. **Obligacje zamienne i wymienne a papier wartościowy nieudziałowy.** Zwraca uwagę fakt, że w świetle tej definicji obligacje zamienne będą papierami udziałowymi (emituje je bowiem emitent akcji, na które będzie można wymienić obligacje zamienne), a obligacje wymienne będą już papierami o charakterze nieudziałowym (pod warunkiem jednak, że emitent obligacji i emitent akcji nie będą wchodzić w skład tej samej grupy kapitałowej). W tym ostatnim przypadku emitent obligacji będzie dawał bowiem możliwość wymiany obligacji na akcje innego podmiotu (pod warunkiem, że będzie to podmiot niewchodzący w skład grupy kapitałowej emitenta obligacji wymiennej).

XI. Kwit depozytowy – definicja legalna

1. **Odesłanie do ObrIFinU.** W art. 4 pkt 11 OfertaPublU znajduje się odesłanie do art. 3 pkt 30 ObrIFinU, w którego treści prawodawca umieścił definicję legalną pojęcia kwitu depozytowego (por. szerzej uwagi do art. 3 pkt 30 ObrIFinU).

XII. Subemitent inwestycyjny – definicja legalna

1. **Subemitent inwestycyjny.** Zgodnie z art. 4 pkt 12 OfertaPublU subemitentem inwestycyjnym jest podmiot będący stroną zawartej z emitentem albo sprzedającym umowy, w której podmiot ten zobowiązuje się do nabycia, na własny rachunek, całości lub części papierów wartościowych oferowanych w ofercie publicznej, na które nie złożono zapisów w terminie ich przyjmowania.

2. **Underwriter.** Pojęcie subemitenta inwestycyjnego jest neologizmem stworzonym kilkanaście lat temu dla określenia tzw. gwaranta emisji. W praktyce światowej podmiot ten funkcjonuje pod nazwą *underwritera*, a sama umowa subemisji funkcjonuje pod nazwą umowy *underwritingu*.

- 41 3. **Umowa subemisyjna; strony umowy.** Subemitentem inwestycyjnym jest w istocie **druga**, obok emitenta albo sprzedającego, **strona umowy o subemisję inwestycyjną**. Przy czym subemitentem inwestycyjnym może być **wyłącznie** firma inwestycyjna, fundusz inwestycyjny, otwarty fundusz emerytalny, bank, zakład ubezpieczeń, polska lub zagraniczna instytucja finansowa, mająca siedzibę w państwie należącym do OECD lub w państwie członkowskim lub konsorcjum tych podmiotów. W tym ostatnim przypadku za subemitenta inwestycyjnego uważa się każdy z podmiotów wchodzących w skład konsorcjum. Oznacza to, że umowa o subemisję inwestycyjną zawarta przez emitenta albo sprzedającego z konsorcjum podmiotów jest umową wielostronną, w której każdy z podmiotów tworzących konsorcjum ma status subemitenta inwestycyjnego.
- 42 4. **Podmioty mogące być subemitentem inwestycyjnym.** Przepisy OfertaPublU **istotnie ograniczają krąg podmiotów, które mogą występować w roli subemitenta inwestycyjnego**. *Ratio legis* wprowadzenia tego ograniczenia była potrzeba zapewnienia profesjonalnego standardu świadczenia usług przez subemitenta. Stąd też subemitentem inwestycyjnym mogą być **wyłącznie** podmioty charakteryzujące się profesjonalnym zaangażowaniem w funkcjonowanie rynków finansowych, istotnym poziomem zaufania publicznego do prowadzonej przez nie działalności, podlegające nadzorowi administracyjnemu, jak wreszcie dysponujące odpowiednimi środkami finansowymi.
- 43 5. **Nabywanie papierów wartościowych przez subemitenta inwestycyjnego na własny rachunek.** Subemitent inwestycyjny, realizując postanowienia umowy o subemisję inwestycyjną, **nabywa papiery wartościowe na własny rachunek**.
- 44 6. **Umowa o subemisję inwestycyjną.** Na temat **umowy o subemisję inwestycyjną** por. szerzej uwagi do art. 14 OfertaPublU.

XIII. Subemitent usługowy – definicja legalna

- 45 1. **Subemitent usługowy.** Subemitentem usługowym jest **podmiot będący stroną zawartej z emitentem albo sprzedającym umowy**, w której treści podmiot ten zobowiązuje się do nabycia, na własny rachunek, całości lub części papierów wartościowych danej emisji, oferowanych wyłącznie temu podmiotowi, w celu dalszego ich zbywania w ofercie publicznej.
- 46 2. **Underwriter.** Pojęcie subemitenta usługowego jest neologizmem, stworzonym kilkanaście lat temu dla określenia tzw. **gwaranta emisji**. W praktyce światowej podmiot ten funkcjonuje pod nazwą **underwritera**, a sama umowa subemisji funkcjonuje pod nazwą umowy **underwritingu**. Dodatkowo warto wskazać, że w praktyce najbardziej rozwiniętych rynków kapitałowych **underwiter** nabywa całość programu emisji papierów wartościowych i natychmiast sprzedaje te papiery wartościowe inwestorom (wyszukanym na rynku przez **underwritera**). W warunkach polskiego rynku kapitałowego to ostatnie rozwiązanie nie przyjęło się, co wynika z zakresu odpowiedzialności **underwritera**. Na rozwiniętych rynkach kapitałowych emitent zawiera tzw. **underwriting agreement** z bankiem inwestycyjnym, na podstawie której to umowy bank inwestycyjny zobowiązuje się do nabycia papierów wartościowych i niezwłocznie rozprzedaje je inwestorom. Nieodkupienie od banku inwestycyjnego przez inwestorów całości papierów wartościowych nabytych przez ten bank powoduje, że papiery te pozostają własnością banku, który w ten sposób zabezpieczył dojście emisji do skutku.
- 47 3. **Umowa subemisyjna; strony umowy.** Subemitentem usługowym jest w istocie druga, obok emitenta albo sprzedającego, **strona umowy o subemisję usługową**. Przy czym subemitentem usługowym może być **wyłącznie bank, firma inwestycyjna lub zagraniczna firma inwestycyjna lub konsorcjum tych podmiotów**. W tym ostatnim przypadku za subemitenta usługowego uważa się każdy z podmiotów wchodzących w skład konsorcjum. Oznacza to, że umowa o subemisję usługową zawarta przez emitenta albo sprzedającego z konsorcjum podmiotów jest umową wielostronną, w której każdy z podmiotów tworzących konsorcjum ma status subemitenta usługowego.
- 48 4. **Podmioty mogące być subemitentem usługowym.** Przepisy OfertaPublU **istotnie ograniczają krąg podmiotów, które mogą występować w roli subemitenta usługowego**. *Ratio legis* wprowadzenia tego ograniczenia była potrzeba zapewnienia profesjonalnego standardu świadczenia usług przez subemitenta. Stąd też subemitentem usługowym mogą być **wyłącznie** podmioty charakteryzujące się profesjonalnym zaangażowaniem w funkcjonowanie rynków finansowych, istotnym poziomem zaufania publicznego do prowadzonej przez nie działalności, podlegające nadzorowi administracyjnemu, jak wreszcie dysponujące odpowiednimi środkami finansowymi. Warto równocześnie wskazać, że krąg podmiotów mogących być subemitentem

usługowym jest węższy od kręgu podmiotów, które mogą być subemitentem inwestycyjnym (nie obejmuje takich podmiotów, jak np.: fundusze inwestycyjne, otwarte fundusze emerytalne czy też zakłady ubezpieczeń).

5. **Nabycie papierów wartościowych przez subemitenta usługowego.** Subemitent usługowy **nabywa papiery wartościowe na podstawie oferty, która jest skierowana wyłącznie do niego.** Oferta taka jest zatem składana jeszcze przed rozpoczęciem oferty publicznej tych papierów. 49

6. **Zbywanie papierów wartościowych przez subemitenta usługowego.** Na mocy postanowień umowy o subemisję usługową subemitent **zobowiązany jest do zbywania** nabytych od emitenta albo sprzedającego papierów wartościowych w okresie ważności prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego oraz w terminach i na warunkach w nich określonych. Zobowiązanie subemitenta usługowego ma charakter **zobowiązania starannego działania.** 50

7. **Fikcja prawna obrotu pierwotnego.** Zbywanie papierów wartościowych przez subemitenta usługowego w wykonaniu umowy o subemisję usługową **uważa się za obrót pierwotny** (por. art. 15 ust. 3 OfertaPublU). Jest to **fikcja prawna**, co wynika z faktu, że zbywanie papierów wartościowych przez subemitenta usługowego jest *de facto* już wtórnym zbywaniem papierów wartościowych, które pierwotnie zostały nabyte przez tego subemitenta. Konieczność przyjęcia fikcji prawnej wynika ze specyfiki subemisji usługowej. Subemitent usługowy oferuje bowiem papiery wartościowe we własnym imieniu w oparciu o ważny dokument ofertowy. 51

8. **Umowa o subemisję usługową.** Na temat umowy o subemisję usługową por. szerzej **uwagi do art. 15 OfertaPublU.** 52

XIV. Podmiot dominujący – definicja legalna

1. **Podmiot dominujący.** Definicja podmiotu dominującego z art. 4 pkt 14 OfertaPublU przewiduje **trzy różne sytuacje**, w których pewien podmiot uzyskuje status podmiotu dominującego. Dla uznania danego podmiotu za podmiot dominujący wystarczające jest ziszczenie się którejkolwiek z tych sytuacji. 53

2. **Większość głosów w organach innego podmiotu zależnego.** Pierwszą z sytuacji, w której dany podmiot zostanie uznany – w świetle OfertaPublU – za podmiot dominujący, jest **sytuacja, w której podmiot ten będzie posiadał bezpośrednio lub też za pośrednictwem innych podmiotów większość głosów w organach innego podmiotu (podmiotu zależnego).** Przy czym stan pośredniego posiadania większości głosów może być również wynikiem zawartych porozumień z innymi osobami. 54

Komentowany przepis nie precyzuje, o które organy chodzi, należy zatem przyjąć, że prawodawca miał na myśli którykolwiek z organów spółki. Oczywiście w praktyce będzie tutaj najczęściej chodzić o większość głosów na walnym zgromadzeniu spółki akcyjnej. Nie należy jednakże wykluczyć tych sytuacji, w których większość głosów dotyczy organów zarządczych czy też nadzorczych spółki.

3. **Większość głosów. Z bezpośrednim posiadaniem większości głosów** będziemy mieli do czynienia wtedy, gdy podmiotowi dominującemu przysługiwać będzie prawo głosu w organach innego podmiotu (**podmiotu zależnego**). Natomiast z pośrednim posiadaniem wtedy, gdy prawo głosu w organach innego podmiotu (podmiotu zależnego) będzie przysługiwać formalnie innemu podmiotowi niżeli podmiot dominujący, jednakże podmiot dominujący będzie mógł włączyć do wpływu na sposób wykorzystania tego prawa. 55

4. **Porozumienie z innymi osobami w sprawie pośredniego posiadania (wykonywania) większości głosów w organach innego podmiotu.** Przepisy OfertaPublU **nie przewidują formy**, w jakiej zawarte ma być porozumienie z innymi osobami w sprawie pośredniego posiadania (wykonywania) większości głosów w organach innego podmiotu. 56

W piśmiennictwie dominuje pogląd – który należy podzielić – że pod pojęciem porozumień na potrzeby definicji podmiotu dominującego należy ujmować **wyłącznie takie porozumienia, w których celem jest wypracowanie stosunku dominacji nad określoną spółką, a zatem możliwości wywierania w stały sposób decydującego wpływu na jej działalność.** Z kategorii tych porozumień **wyłączeniu podlegają natomiast incydentalne porozumienia** pomiędzy akcjonariuszami odnośnie do sposobu głosowania w określony sposób czy też głosowania po dokonaniu konsultacji z bankiem, czy też z inwestorami finansującymi przedsięwzięcie (por. szerzej *T. Sójka*, Przepisy ogólne, s. 112 i cyt. tam literatura).

5. **Uprawnienie do powoływania lub odwoływania większości członków organów zarządzających lub nadzorczych podmiotu zależnego.** Drugą z sytuacji, w której dany podmiot 57

zostanie uznany – w świetle OfertaPublU – za podmiot dominujący, jest sytuacja, w której **podmiot ten będzie uprawniony do powoływania lub odwoływania większości członków organów zarządzających lub nadzorczych innego podmiotu (podmiotu zależnego).**

Zakres przesłanki z art. 4 pkt 14 lit. b OfertaPublU krzyżuje się z zakresem przesłanki z art. 4 pkt 14 lit. a OfertaPublU. Podmiot, który posiada większość głosów w organach innego podmiotu, jest bowiem – siłą rzeczy – równocześnie podmiotem, który jest uprawniony do powoływania lub odwoływania większości członków organów zarządzających lub nadzorczych tego podmiotu. Posiadanie większości głosów na walnym zgromadzeniu danej spółki akcyjnej gwarantuje bowiem, co do zasady, możliwość kształtowania składu personalnego organów zarządzających i nadzorczych tej spółki. Intencją prawodawcy było zatem objęcie zakresem zastosowania normy z art. 4 pkt 14 lit. b OfertaPublU tych sytuacji, w których pewien podmiot nie posiada wprawdzie większości głosów w organach innego podmiotu, ale jest wyposażony w szczególną kompetencję do powoływania członków organów zarządzających lub nadzorczych. Z sytuacją taką będziemy mieli przykładowo do czynienia w przypadku zapisania w treści statutu praw osobistych przyznanых danemu akcjonariuszowi.

- 58 6. Sytuacja unii personalnej.** Trzecią z sytuacji, w której dany podmiot zostanie uznany – w świetle OfertaPublU – za **podmiot dominujący**, jest sytuacja, w której **więcej niż połowa członków zarządu** drugiego podmiotu (podmiotu zależnego) jest jednocześnie członkami zarządu, prokurentami lub osobami pełniącymi funkcje kierownicze danego podmiotu (podmiotu dominującego) bądź innego podmiotu pozostającego z danym w stosunku zależności (podmiotu zależnego względem danego podmiotu dominującego).

W sytuacji tej mamy do czynienia z *sui generis* **unią personalną** pomiędzy osobami występującymi w kierownictwie podmiotu dominującego i w zarządzie podmiotu zależnego. Prawodawca przyjął, że skoro ponad połowa członków zarządu podmiotu zależnego to osoby ze ścisłego kierownictwa podmiotu dominującego, to podmiot dominujący jest siłą rzeczy uprawniony do wywierania decydującego wpływu na działalność podmiotu zależnego.

Z sytuacją dominacji będziemy mieli do czynienia również wtedy, gdy zarząd podmiotu zależnego będzie jednoosobowy. Należy zatem przyjąć, że w przypadku gdy zarząd podmiotu dominującego składa się tylko z jednej osoby, spełniony jest wymóg, iż więcej niż połowa członków zarządu podmiotu dominującego jest jednocześnie członkami zarządu, prokurentami lub osobami pełniącymi funkcje kierownicze danego podmiotu (podmiotu dominującego) bądź innego podmiotu pozostającego z danym w stosunku zależności (podmiotu zależnego względem danego podmiotu dominującego). Za przyjęciem takiej wykładni przemawiają tak względy językowe (jeden członek zarządu, czyli cały zarząd, a zatem więcej niżeli połowa), jak i przede wszystkim względem celowościowe. W przeciwnym wypadku istniałaby bowiem możliwość łatwego obchodzenia regulacji dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji (por. szerzej uwagi do art. 69–81 OfertaPublU).

- 59 7. Podmioty mogące być podmiotem dominującym.** Podmiotem dominującym może być **osoba fizyczna, osoba prawna, jak i jednostka organizacyjna wyposażona w podmiotowość prawną.**
- 60 8. Dominacja i zależność.** Relacja dominacji i zależności pomiędzy podmiotem dominującym i podmiotem zależnym **pozwala na wywieranie różnych wpływów przed podmiot dominujący na działalność podejmowaną i prowadzoną przez podmiot zależny.** Podmiot zależny realizuje zatem w określonym stopniu **interesy podmiotu dominującego.**
- 61 9. Wewnętrzny charakter definicji legalnej.** Definicja podmiotu dominującego z art. 4 pkt 14 OfertaPublU **ma charakter definicji wewnętrznej.** Jej zakres zastosowania jest zatem **ograniczony wyłącznie do materii będącej przedmiotem regulacji OfertaPublU.** Wypada przy tym podkreślić, że na gruncie ObrIFinU i OfertaPublU (art. 3 pkt 16 ObrIFinU i art. 4 pkt 14 OfertaPublU) prawodawca wprowadził autonomiczne definicje pojęcia podmiotu dominującego. Jakkolwiek definicje te wykazują daleko idące podobieństwo, to zabieg taki z pewnością nie służy jakości regulacji i koherencji systemu prawa.

XV. Podmiot zależny

- 62 1. Podmiot zależny.** Definicja legalna podmiotu zależnego z art. 4 pkt 15 OfertaPublU została oparta na istnieniu relacji zależności (podporządkowania) pomiędzy danym podmiotem a podmiotem dominującym. Podmiotem zależnym jest bowiem **podmiot, w stosunku do którego inny**

podmiot jest podmiotem dominującym. Przy czym bez znaczenia pozostaje to, czy zależność pomiędzy wymienionymi podmiotami ma charakter zależności bezpośredniej, czy też pośredniej.

2. **Podrzędność podmiotu zależnego względem podmiotu dominującego.** Kryterium pozwalającym na zakwalifikowanie danego podmiotu do kategorii podmiotów zależnych **jest występowanie stosunku podrzędności (podporządkowania) tego podmiotu względem innego podmiotu (podmiotu dominującego).** Oznacza to, że o podmiocie zależnym można mówić wyłącznie wtedy, gdy względem danego podmiotu istnieje podmiot dominujący, a zatem wtedy, gdy istnieje relacja dominacji i zależności (nadrzędności i podporządkowania) pomiędzy tymi podmiotami. **Podmiot zależny jest zatem w tym ujęciu nieodłącznie powiązany z podmiotem dominującym.**

Pojęcie podmiotu zależnego jest zatem pojęciem komplementarnym w relacji do pojęcia podmiotu dominującego.

3. **Dominacja i zależność.** Relacja dominacji i zależności pomiędzy podmiotem dominującym i podmiotem zależnym **pozwała na wywieranie różnych wpływów przed podmiot dominujący na działalność podejmowaną i prowadzoną przez podmiot zależny.** Podmiot zależny realizuje zatem w określonym stopniu **interesy podmiotu dominującego.**

4. **Zależność podmiotu zależnego względem kilku podmiotów dominujących.** W stosunku do danego podmiotu zależnego w roli podmiotu dominującego **może występować równolegle kilka podmiotów dominujących.** Podmioty dominujące nie muszą być przy tym połączone stosunkiem dominacji.

5. **Konsekwencje występowania zależności względem danego podmiotu zależnego.** Wszystkie podmioty zależne od danego podmiotu zależnego uważa się również za **podmioty zależne od danego podmiotu dominującego.**

6. **Wewnętrzny charakter definicji legalnej.** Definicja podmiotu zależnego z art. 4 pkt 15 OfertaPublU **ma charakter definicji wewnętrznej.** Jej zakres zastosowania jest zatem **ograniczony wyłącznie do materii będącej przedmiotem regulacji OfertaPublU.** Wypada przy tym podkreślić, że na gruncie ObrIFinU i OfertaPublU (art. 3 pkt 17 ObrIFinU i art. 4 pkt 15 OfertaPublU) prawodawca wprowadził autonomiczne definicje pojęcia podmiotu zależnego. Jakkolwiek definicje te wykazują daleko idące podobieństwo, to zabieg taki z pewnością nie służy jakości regulacji i koherentności systemu prawa.

XVI. Grupa kapitałowa – definicja legalna

1. **Grupa kapitałowa.** Pojęcie grupy kapitałowej z art. 4 pkt 16 OfertaPublU występuje w ścisłym związku z pojęciami podmiotu dominującego (art. 4 pkt 14 OfertaPublU) i podmiotu zależnego (art. 4 pkt 15 OfertaPublU). Pojęcie to obejmuje bowiem swoim zakresem **podmiot dominujący wraz z podmiotami zależnymi od tego podmiotu dominującego.**

2. **Występowanie w kilku grupach kapitałowych.** Z uwagi na przyjęte rozważanie, zgodnie z którym podmiot zależny może być równolegle podmiotem zależnym względem kilku podmiotów dominujących, prawodawca na gruncie OfertaPublU dopuścił sytuację, w której **jeden podmiot zależny występuje i funkcjonuje równocześnie w ramach kilku grup kapitałowych.**

XVII. Ogólna liczba głosów – definicja legalna

1. **Ogólna liczba głosów.** W treści przepisu art. 4 pkt 17 OfertaPublU znajduje się definicja legalna pojęcia ogólnej liczby głosów. Przez to pojęcie należy rozumieć **sumę głosów przypadającą na wszystkie akcje spółki.**

2. **Ratio legis** implementowania definicji ogólnej liczby głosów do OfertaPublU była **wola prawodawcy odnośnie do usunięcia ewentualnych wątpliwości dotyczących sposobu określania liczby głosów, z którymi to związane są różnego rodzaju obowiązki wynikające z przepisów prawa.** Ma to szczególnie wymiar w przypadku przepisów dotyczących znacznych pakietów akcji.

3. **Szeroki zakres definicji.** Definicja ogólnej liczby głosów jest definicją **o bardzo szerokim zakresie.** W skład ogólnej liczby głosów wchodzi bowiem wszystkie głosy, jakie przypadają na wyemitowane przez daną spółkę akcje. Bez znaczenia pozostaje przy tym to, czy głosy te mogą być faktycznie wykonywane, czy też istnieją jakiegokolwiek ograniczenia w zakresie ich wykonywania. Nie dotyczy to jednakże akcji niemych, które *ex lege* pozbawione są prawa głosu (art. 353 § 3–5 KSH).