

1. Ustawa o obligacjach

z dnia 15 stycznia 2015 r. (Dz.U. 2015, poz. 238)

Tekst jednolity z dnia 9 lutego 2018 r. (Dz.U. 2018, poz. 483)

(zm.: Dz.U. 2018, poz. 2243)

Rozdział 1. Przepisy ogólne

Art. 1. [Zakres regulacji]

Ustawa określa zasady emisji, zmiany warunków emisji, zbywania, nabywania i wykupu obligacji.

Spis treści

	Nb
1. Wstęp	1
2. Przedmiot regulacji	2
3. Systematyka ustawy	3
4. Emisja, zmiana warunków emisji, zbywanie, nabywanie i wykup	4

1. **Wstęp.** Przepis art. 1 ObligU zasadniczo powiela treść art. 1 1 poprzedniej ustawy, z tą różnicą, że przepis art. 1 ObligU z 1995 r. nie wskazywał na zmianę warunków emisji jako na przedmiot regulacji ustawy. W związku z tym, że do ObligU wprowadzono szczegółowe przepisy dotyczące treści i zasad zmiany warunków emisji, ustawodawca odzwierciedlił ten fakt w treści art. 1 ObligU.

Ustawa o obligacjach jest aktem prawnym mającym podstawowe znaczenie dla ustalenia sposobu kreacji wszystkich – z zastrzeżeniem obligacji, o których mowa w art. 3 ObligU – rodzajów obligacji. Szczegółowe parametry emisji są przy tym określane w akcie stanowiącym prawną podstawę konkretnej emisji. W związku z tym, że mogą to być akty różnego rodzaju, ustawodawca nazywa je „decyzjami o emisji” (zob. szerzej komentarz do art. 6 ObligU).

Choć tak, jak wskazano wyżej, ObligU ma podstawowe znaczenie dla wszystkich emisji obligacji, z uwagi na charakter obligacji jako dłużnego papieru wartościowego do emisji znajduj

zastosowanie przepisy innych ustaw, w szczególności KC, KSH, PrUp, FinPubU, RachunkU, KWU i ZastRejU. Nie można przy tym zapominać o ustawie z 9.11.2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. z 2018 r. poz. 2243 ze zm.), która od 1.7.2019 r. zmienia zasady emisji obligacji. Ustawa ta wprowadza obligatoryjną dematerializację obligacji, przez co zastosowanie w przypadku wszystkich emisji znajdują przepisy ObrInstrFinU, które regulują zasady dematerializacji papierów wartościowych, w tym przepisy odnoszące się do instytucji agenta emisji (zob. szerzej komentarz do art. 8 ObligU). Ponadto ww. ustawa określa obowiązki emitentów obligacji wyemitowanych i niewykupionych przed dniem 1.7.2019 r. – w takim zakresie stanowi akt komplementarny względem ObligU. W przypadku obligacji oferowanych w trybie oferty publicznej stosowane będą przepisy regulujące zasady obrotu i nadzoru nad rynkiem kapitałowym, czyli OfertaPublU, ObrInstrFinU, NadzRynKapU, a także – w zakresie obligacji dopuszczonych do obrotu na Catalyst – regulaminy ASO. Ponadto w odniesieniu do emisji obligacji komunalnych zajdzie konieczność stosowania przepisów regulujących ustrój oraz finanse samorządu.

- 2 2. Przedmiot regulacji.** Jak wynika z treści art. 1 przedmiotem regulacji ObligU są zasady emisji, zmiany warunków emisji, zbywania, nabywania i wykupu obligacji. Ustawa o obligacjach w niewielkim stopniu różni się systematyką od ObligU z 1995 r. Część przepisów znajduje swoje odpowiedniki w regulacjach ObligU z 1995 r., część zawiera regulacje dotyczące nowych instytucji – obligatoryjnych dla każdej emisji warunków emisji czy możliwości administratora zastawu. Jednocześnie przy okazji nowelizacji wynikającej z uchwalenia WzmNadzRynU wprowadzono agenta emisji, będącego nową instytucją zarówno względem ObligU z 1995 r., jak i obowiązującej ustawy. Agent emisji został jednak wprowadzony nie w ObligU, a w ObrInstrFinU.
- 3 3. Systematyka ustawy.** Ustawa o obligacjach jest znacznie obszerniejsza od ObligU z 1995 r. Pierwotnie składała się łącznie z 112 artykułów zaszeregowanych w 9 rozdziałach. W rozdziale 1

zawarto przepisy ogólne (art. 1–16), przy czym z dniem 1.7.2019 r. uchylone zostają art. 9–11 ObligU. Rozdział 2 dotyczy rodzajów obligacji (art. 17–27). Zawiera przy tym regulacje odnoszące się do nowych – względem regulacji ObligU z 1995 r. rodzajów obligacji. W rozdziale 3 ustanowiono zasady zabezpieczania obligacji (art. 28–31), zaś zasady dotyczące procesu emisyjnego zawarto w rozdziale 4 (art. 32–45) z tym, że już jak wskazano wyżej, po 1.7.2019 r. konieczne jest w tym zakresie sięgnięcie także do przepisów ObrInstrFinU. W związku z wprowadzeniem do ObligU nowej instytucji – zgromadzenia obligatariuszy, całość regulacji jej dotyczących ujęto w rozdziale 5 (art. 46–73). Rozdział 6 zawiera przepisy odnoszące się do realizacji zobowiązań z obligacji (do 1.7.2019 r. art. 74–77, z dniem 1.7.2019 r. art. 77 zostaje uchylony). W rozdziale 7 uregulowano kwestię uczestnictwa w procesie emisyjnym banku – reprezentanta (art. 78–86), zaś w rozdziale 8 zawarto przepisy dotyczące odpowiedzialności karnej (art. 87–98). Ostatni rozdział 9 zawiera przepisy zmieniające, jeden przepis przejściowy i przepisy końcowe.

4. Emisja, zmiana warunków emisji, zbywanie, nabywanie i wykup. Ustawodawca, tak samo jak w przypadku ObligU z 1995 r., nie wskazał, co należy rozumieć pod pojęciem emisji. W doktrynie nie ma zgody jednak co do tego, jaki jest zakres przedmiotowy tego pojęcia – na gruncie teorii prawa papierów wartościowych prezentowane są przede wszystkim dwie teorie – kreacyjna i emisyjna (por. *L. Sobolewski*, Ustawa, 1997, s. 19). Zgodnie z pierwszą z nich, teorią kreacyjną, emisja oznacza czynność wystawienia dokumentu. Teoria emisyjna opiera się na stwierdzeniu, że emisja to akt puszczania papieru w obieg (*M. Michalski*, w: System Prawa Prywatnego, t. 19, 2006, s. 485). Zdaniem *M. Romanowskiego* emisja papieru wartościowego jest to czynność polegająca na wydaniu papieru wartościowego wystawionego zgodnie z właściwymi przepisami przez dłużnika osobie uprawnionej. Jednocześnie w ocenie autora emisji papieru wartościowego nie należy mylić z wystawieniem papieru wartościowego, jak również utożsamiać z ogółem czynności, które przedsiębrane są przez dany podmiot i zostają nakierowane na skuteczne

wykreowanie papierów wartościowych (*M. Romanowski*, w: System Prawa Prywatnego, t. 18, 2010, s. 99 i n.). Natomiast *M. Michalski* definiuje emisję jako ogół czynności, które przedsięwzięte są przez dany podmiot w celu skutecznego wykreowania papierów wartościowych, w efekcie czego papiery wartościowe zaistnieją jako przedmiot obrotu prawnego (*M. Michalski*, w: System Prawa Prywatnego, t. 19, 2006, s. 486). Nie przesądzając o słuszności lub nie którejkolwiek z koncepcji, w ocenie autorów należy przyjąć, że o wyemitowanych obligacjach mówimy z chwilą wydania dokumentów ucieleśniających prawa obligacyjne lub z chwilą zapisania tych dokumentów na rachunku, a po 1.7.2019 r. wyłącznie z chwilą zapisania na rachunku.

Ponadto ustawa reguluje zasady nabywania obligacji (w tym w obrocie pierwotnym) i ich zbywania (w szczególności uregulowane w Rozdziale 4 odnoszącym się także do emisji). Zasady wykupu są określone przede wszystkim w art. 74. Ponadto przedmiotem regulacji ObligU są zasady dokonywania zmiany warunków emisji obligacji (zob. szerzej komentarz do art. 7 ObligU).

Art. 2. [Emitenci]

Obligacje mogą emitować:

- 1) osoby prawne, w tym osoby prawne mające siedzibę poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej:
 - a) prowadzące działalność gospodarczą lub
 - b) utworzone wyłącznie w celu przeprowadzenia emisji obligacji,
- 2) osoby prawne upoważnione do emisji obligacji na podstawie odrębnych ustaw,
- 3) spółki komandytowo-akcyjne,
- 4) spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe oraz Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa,
- 5) gminy, powiaty oraz województwa, zwane dalej „jednostkami samorządu terytorialnego”, a także związki tych jednostek oraz jednostki władz regionalnych lub lokalnych

innego niż Rzeczpospolita Polska państwa członkowskiego Unii Europejskiej,

- 6) instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub Narodowy Bank Polski, lub przynajmniej jedno z państw należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), lub bank centralny takiego państwa, lub instytucje, z którymi Rzeczpospolita Polska zawarła umowy regulujące działalność takich instytucji na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i zawierające stosowne postanowienia dotyczące emisji obligacji
– zwane dalej „emitentami”.

Spis treści

	Nb
1. Zdolność emisyjna	1
2. Osoby prawne prowadzące działalność gospodarczą . . .	2
3. Spółki celowe	3
4. Osoby prawne upoważnione do emisji obligacji na podstawie odrębnych ustaw	4
5. Spółki komandytowo-akcyjne	5
6. Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe i Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa . .	6
7. Jednostki samorządu terytorialnego	7
8. Instytucje finansowe	8
9. Prawne skutki naruszenia przesłanek zdolności emisyjnej	9

1. **Zdolność emisyjna.** Komentowany artykuł wskazuje kategorie podmiotów posiadających zdolność emisyjną. Katalog zawarty w art. 2 ObligU jest katalogiem zamkniętym w zakresie, w jakim dotyczy emisji obligacji na podstawie ObligU. Różni się przy tym od katalogu zawartego w przepisach ObligU z 1995 r. Pod pojęciem zdolności emisyjnej należy rozumieć prawną możliwość bycia emitentem obligacji. Emitentem jest podmiot, który przeprowadza proces wyemitowania obligacji, w wyniku czego staje się dłużnikiem zobowiązanym do wykonania świadczeń oznaczonych w obligacji (tak *I. Weiss*, w: System Prawa Prywatnego, t. 19, 2006, s. 385).

- 2 2. Osoby prawne prowadzące działalność gospodarczą.** Prawo do emitowania obligacji, podobnie jak na gruncie przepisów ObligU z 1995 r., zostało zasadniczo ściśle związane z prowadzeniem działalności gospodarczej. Zgodnie z art. 2 pkt 1 ObligU emitentami obligacji mogą być osoby prawne, w tym osoby prawne mające siedzibę poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, prowadzące działalność gospodarczą lub utworzone wyłącznie w celu przeprowadzenia emisji obligacji. Co do osobowości prawnej należy wskazać, że określa się ją zgodnie z przepisem art. 33 KC według przepisów szczególnych nadających jednostkom taką osobowość. Działalnością gospodarczą jest zaś zgodnie z art. 3 PrPrzed zorganizowana działalność zarobkowa, wykonywana we własnym imieniu i w sposób ciągły.
- 3 3. Spółki celowe.** Wskazać należy, że z uwagi na dwie szczególne cechy działalności gospodarczej, tj. wykonywanie jej w sposób zorganizowany i ciągły, na gruncie obowiązywania ObligU z 1995 r. pojawiła się wątpliwość co do możliwości emitowania obligacji przez spółki celowe (SPV, ang. *special purpose vehicle*), utworzone wyłącznie w celu emisji obligacji (zob. A. Witosz, Kapitałowa spółka handlowa, s. 2). Jak wskazano w uzasadnieniu do projektu ObligU wątpliwości dotyczyły zakwalifikowania ich działalności jako gospodarczej, a przede wszystkim uznania tej działalności za zorganizowaną i ciągłą. W związku z powyższym w przepisie art. 2 pkt 1 lit. b ObligU ustawodawca wprost dopuścił możliwość emitowania obligacji przez spółki celowe, które zostały utworzone wyłącznie na potrzeby przeprowadzenia emisji obligacji.
- 4 4. Osoby prawne upoważnione do emisji obligacji na podstawie odrębnych ustaw.** Przepis art. 2 pkt 2 ObligU wskazuje na możliwość emitowania obligacji przez osoby prawne niewymienione w pozostałych punktach, które zdolność emisyjną uzyskują na podstawie innych ustaw. Przykładem należy wskazać na fundusze celowe, w tym na Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej (oraz odpowiednio Wojewódzkie Fundusze Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej).

5. **Spółki komandytowo-akcyjne.** W związku z tym, że spółka komandytowo-akcyjna jako spółka osobowa nie posiada osobowości prawnej, a zatem nie spełnia wymogów określonych w przepisie art. 2 pkt 1 ObligU konieczne było wpisanie jej odrębnie do katalogu podmiotów mogących emitować obligacje. Spółki komandytowo-akcyjne na gruncie przepisów ObligU z 1995 r. nie były pierwotnie do tego uprawnione. Dopiero w wyniku nowelizacji ObligU z 1995 r., która miała miejsce w 2000 r., dokonano zmiany w katalogu podmiotów mogących emitować obligacje.

6. **Spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe i Krajowa Spółdzielcza Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa** działają na podstawie przepisów SpKasyU. Spółdzielcza kasa oszczędnościowo-kredytowa jest spółdzielnią powołaną w celu gromadzenia środków pieniężnych wyłącznie swoich członków, udzielania im pożyczek i kredytów, przeprowadzania na ich zlecenie rozliczeń finansowych oraz pośredniczenia przy zawieraniu umów ubezpieczenia na zasadach określonych w ustawie z 22.5.2003 r. o pośrednictwie ubezpieczeniowym (t.j. Dz.U. z 2014 r. poz. 1450 ze zm., utraciła moc 1.10.2018 r. na podstawie art. 111 ustawy z 15.12.2017 r. o dystrybucji ubezpieczeń, Dz.U. z 2017 r. poz. 2486). Przepisy SpKasyU nie zawierają postanowień dotyczących emitowania obligacji przez kasy. Wskazać jedynie należy, że zgodnie z art. 67 pkt 3 SpKasyU Komisja Nadzoru Finansowego w ramach nadzoru nad działalnością kas dokonuje badania zgodności emitowanych papierów wartościowych, a zatem również obligacji, z obowiązującymi w tym zakresie przepisami. Ponadto Krajowa Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa jest zobowiązana do przekazywania Komisji Nadzoru Finansowego informacji sprawozdawczych obejmujących dane o zobowiązaniach z tytułu emitowanych przez Krajową Kasę papierów wartościowych.

7. **Jednostki samorządu terytorialnego.** Podobnie, jak w przypadku ObligU z 1995 r., nowa ustawa przyznaje zdolność emisyjną jednostkom samorządu terytorialnego oraz związkom tych jednostek. Jednocześnie w nowej ustawie dopuszczono możliwość emitowania obligacji przez jednostki władz regionalnych lub lokalnych innych państw członkowskich. Jest to uzasadnione tym,

Art. 3

1. Ustawa o obligacjach

że działalność wskazanych podmiotów, o ile kwalifikuje się jako działalność gospodarcza, jest objęta traktatowymi swobodami. W takim zakresie zatem analogicznie do rozwiązań dotyczących przedsiębiorców posiadających siedzibę poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej uzasadnione jest nadanie im zdolności emisyjnej.

8 8. Instytucje finansowe. Przepisy ObligU nadają zdolność emisyjną także instytucjom finansowym, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub NBP, lub przynajmniej jedno z państw należących do OECD, lub bank centralny takiego państwa, a także instytucjom, z którymi Rzeczpospolita Polska zawarła umowy regulujące ich działalność na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i zawierające stosowne postanowienia dotyczące emisji obligacji. W znacznym zakresie uzyskanie statusu emitenta będzie możliwe w oparciu o stosunek umowy.

9 9. Prawne skutki naruszenia przesłanek zdolności emisyjnej. Skutki wyemitowania obligacji przez podmiot nieposiadający zdolności emisyjnej mają dwójaki charakter. Po pierwsze, wskazać należy, że przepis art. 87 ObligU przewiduje odpowiedzialność karną dla podmiotów przeprowadzających emisję obligacji nie będąc do tego uprawnionymi. Popęlnienie przestępstwa określonego w tym przepisie zagrożone jest karą grzywny do 5 000 000 zł i karą pozbawienia wolności od 6 miesięcy do lat 5 (zob. szerzej komentarz do art. 87 ObligU). Po drugie, skutkiem wyemitowania obligacji przez podmiot niebędący emitentem jest nieważność czynności prawnej na podstawie art. 58 KC.

Art. 3. [Wyłączenia]

Przepisy ustawy nie mają zastosowania do obligacji emitowanych przez:

- 1) Skarb Państwa;**
- 2) Narodowy Bank Polski.**

Spis treści

	Nb
1. Zakres regulacji	1
2. Państwowe papiery wartościowe	2
3. Obligacje emitowane przez Skarb Państwa	3
4. Obligacje emitowane przez Narodowy Bank Polski	4
5. Obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski	5

1. **Zakres regulacji.** Przepis art. 3 ObligU wyłącza spod 1 stosowania ObligU obligacje emitowane przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski – regulacje prawne dotyczące emisji obligacji skarbowych oraz obligacji Narodowego Banku Polskiego znalazły się w odrębnych aktach.

2. **Państwowe papiery wartościowe.** Zarówno obligacje emitowane przez Skarb Państwa, jak i obligacje emitowane przez Narodowy Bank Polski zalicza się do kategorii papierów wartościowych określanych w literaturze mianem państwowych papierów wartościowych – mają one inny charakter i z uwagi na cel emisji tego rodzaju obligacji podlegać powinny odrębnej regulacji. Wskazuje się bowiem, że emisja obligacji państwowych ma na celu pokrycie deficytu budżetowego przez uzyskane tą drogą środki finansowe, a przez to obligacje pełnią funkcję pożyczkowo-budżetową (*I. Weiss, Obligacje, s. 75*).

3. **Obligacje emitowane przez Skarb Państwa.** Podstawę 3 do emitowania przez Skarb Państwa obligacji stanowią przepisy FinPubU (szerzej zob. *Z. Ofiarski (red.), Ustawa; W. Misiąg (red.), Ustawa*). Zgodnie z art. 95 ust. 1 FinPubU skarbowy papier wartościowy jest papierem wartościowym, w którym Skarb Państwa stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela takiego papieru, i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia, które może mieć charakter pieniężny lub niepieniężny. Skarbowe papiery wartościowe opiewające na świadczenia pieniężne mogą być emitowane lub wystawiane wyłącznie przez Ministra Finansów. Jak wynika z art. 96 FinPubU, skarbowe papiery wartościowe mogą być emitowane lub wystawiane jako papiery wartościowe

o pierwotnym terminie wykupu nie dłuższym niż rok lub dłuższym niż rok. Do tej drugiej kategorii zalicza się w szczególności obligacje skarbowe.

- 4 4. Obligacje emitowane przez Narodowy Bank Polski.** Podstawą emitowania obligacji przez Narodowy Bank Polski jest art. 48 pkt 1 NBPU, zgodnie z którym Narodowy Bank Polski może emitować i sprzedawać papiery wartościowe, a co za tym idzie także obligacje. Ponadto przepis art. 48 pkt 3 NBPU daje Narodowemu Bankowi Polskiego uprawnienie do organizowania obrotu papierami wartościowymi, których jest emitentem, oraz papierami wartościowymi emitowanymi albo poręczanymi lub gwarantowanymi przez Skarb Państwa.
- 5 5. Obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski.** Podkreślić należy, że wyłączenie spod reżimu ObligU dotyczy obligacji emitowanych przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski, natomiast nie dotyczy obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa lub Narodowy Bank Polski.

Art. 4. [Pojęcie]

1. Obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji, zwanego dalej „obligatariuszem”, i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia.

2. Przez obligacje emitowane w serii rozumie się obligacje reprezentujące prawa majątkowe podzielone na określoną liczbę równych jednostek.

Spis treści

	Nb
1. Uwagi ogólne	1
2. Obligacja jako papier wartościowy	2
3. Obligacja jako papier wartościowy emitowany w serii . .	3
4. Obligacja jako przedmiot obrotu	4
5. Różnicowanie warunków zabezpieczenia obligacji tej samej serii	5
6. Obligacja jako dłużny papier wartościowy	6

1. **Uwagi ogólne.** Ustawodawca, podobnie jak w przypadku 1 ObligU z 1995 r. nie zdecydował się na wprowadzenie tzw. słowniczka zawierającego definicje legalne terminów użytych w ustawie. Z tego też względu poszczególne definicje są rozproszone w tekście ObligU. Taki zabieg należy ocenić negatywnie – utrudnia on bowiem prawidłowe czytanie ustawy. W przypadku pojęcia obligacji mamy do czynienia z sytuacją, w której zupełną definicję można wyprowadzić dopiero z kilku różnych przepisów. Niemniej jednak art. 4 ObligU należy uznać za kluczowy – określa on swoiste i charakterystyczne cechy obligacji. Zgodnie z tym przepisem obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Każdy element przytoczonej definicji ma istotne znaczenie dla określenia charakterystycznych cech obligacji.

2. **Obligacja jako papier wartościowy.** Ustawodawca wskazał 2 wprost, że obligacja jest papierem wartościowym. Jednocześnie wskazać należy, że brak jest w polskim porządku prawnym jednej definicji papieru wartościowego. Związane jest to niewątpliwie ze sporem doktrynalnym, zaś spór ten pozostaje nierozstrzygnięty od XIX w. i dotyczy przedstawionych w szczególności w nauce niemieckiej różnych koncepcji zapatrywania na pojęcie papieru wartościowego. Dla potrzeb niniejszego komentarza nie ma potrzeby przytaczania tych poglądów (zostały one szczegółowo przedstawione przez *M. Romanowskiego* (w: System Prawa Prywatnego, t. 18, 2010, s. 26 i n.) jak również *J. Jastrzębskiego* (w: Pojęcie papieru wartościowego, *passim*). Wskazać jedynie należy, że jako papier wartościowy obligacja „ucieleśnia określone w niej prawa majątkowe, tak ściśle z nią związane, że jest jedynym prawnie skutecznym sposobem legitymacji uprawnionego do uzyskania wynikających z niej świadczeń” (tak *I. Weiss*, w: System Prawa Prywatnego, t. 19, 2006, s. 374). Choć w prawie polskim nie ma uniwersalnej definicji papierów wartościowych, istnieją definicje opracowane na potrzeby poszczególnych dziedzin prawa. Jednocześnie KC zawiera ogólne unormowania dotyczące papierów wartościowych (choć ich nie definiuje). Z uwagi na to, że

ustawodawca wprost zalicza obligacje do papierów wartościowych, znajdując do nich zatem zastosowanie również przepisy zawarte w dziale II tytułu XXXVII księgi III KC dotyczące ogólnie papierów wartościowych.

3. 3. Obligacja jako papier wartościowy emitowany w serii.

Obligacja, zgodnie z komentowanym przepisem, jest papierem wartościowym emitowanym w serii. Seria jest natomiast zbiorem wyróżnionym według pewnego kryterium (tak *M. Romanowski*, w: System Prawa Prywatnego, t. 18, 2010, s. 101) – kryteriów może być kilka, lecz zasadniczo, z uwagi na treść art. 4 ust. 2 ObligU będzie to wartość nominalna. Mowa bowiem o podzieleniu praw majątkowych. Należy zwrócić uwagę, że przepis art. 4 ust. 1a ObligU z 1995 r. w brzmieniu ustalonym w drodze nowelizacji, która weszła w życie 27.8.2000 r. (ustawa z 29.6.2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. Nr 60, poz. 702) również wskazywał, że przez papiery wartościowe emitowane w serii rozumie się papiery wartościowe reprezentujące prawa majątkowe podzielone na określoną liczbę równych jednostek. Przed zmianą z 2000 r. reguła ta była pośrednio wyrażona w art. 17, który stanowił, że „obligacje z tej samej serii dają obligatariuszom jednakowe uprawnienia wynikające z obligacji”. Konsekwencją natury obligacji jako papieru emitowanego w serii zdaniem *I. Weissa* jest przyznanie każdemu obligatariuszowi jednakowych praw wynikających z każdej obligacji w ilości zależnej od ilości posiadanych przez danego obligatariusza obligacji (*I. Weiss*, w: System Prawa Prywatnego, t. 19, 2006, s. 375).

4. 4. Obligacja jako przedmiot obrotu.

W okresie obowiązywania art. 17 ObligU z 1995 r. *L. Sobolewski* wskazywał, że zasada zawarta w tym przepisie sprowadza się do tego, że „między obligacjami danej serii nie zachodzą różnice pod względem ich obiektywnej wartości jako przedmiotu obrotu” (*L. Sobolewski*, Obligacje i inne, s. 64). Zdaniem autora oznacza to, że „przedmiotem obrotu może być dowolna, a nie zindywidualizowana w jakikolwiek sposób przez strony transakcji, obligacja”.

Pogląd ten pozostaje aktualny pod rządami przepisów ObligU. W istocie bowiem obligacje tej samej serii inkorporują iden-

tyczne prawa. Choć zgodnie z art. 9 ust. 2 ObligU (uchylonym 1.7.2019 r.) dokument obligacji powinien wskazywać jej kolejny numer również i obecnie możliwe jest dokonywanie transakcji co do dowolnych obligacji danej serii, bez potrzeby indywidualizacji. Od 1.7.2019 r. wszystkie obligacje emitowane od tego dnia nie będą miały formy dokumentu, a zatem indywidualizacja za pomocą kolejnego numeru nie będzie w ogóle możliwa. W praktyce jednak w przypadku zawierania umów dotyczących transakcji na obligacjach posiadających formę dokumentu mamy do czynienia z indywidualizacją, tj. wskazaniem numerów obligacji będących przedmiotem transakcji. Nie oznacza to jednak, że w przypadku nieokreślenia w umowie numeru obligacji, czynność nie dojdzie do skutku. Przeciwnie – zasada, zgodnie z którą obligacje tej samej serii przyznają te same uprawnienia pozwala na dokonywanie obrotu bez oznaczania indywidualnej cechy. Co więcej w doktrynie można spotkać się ze stanowiskiem, zgodnie z którym oznaczenie papierów danej serii przez emitenta numerami jest jedynie „sposobem wskazania liczby wyemitowanych papierów wartościowych, a nie ich zewnętrznych cech indywidualnych” (tak *L. Sobolewski*, Ustawa, 1997, s. 143).

5. Różnicowanie warunków zabezpieczenia obligacji tej samej serii. Z uwagi na to, że obligacje danej serii reprezentują identyczne prawa majątkowe, wydaje się również, że nie jest możliwe zróżnicowanie warunków zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji tej samej serii (tak również *L. Sobolewski*, Ustawa, 1997, s. 145). Hipotetycznie można założyć istnienie sytuacji, w której obligacje o jednakowej jednostkowej wartości nominalnej i cenie emisyjnej będą zabezpieczone w różny sposób. W takim wypadku mamy jednak do czynienia z sytuacją, w której dwie obligacje będą przedstawiać tę samą wartość majątkową, a jednocześnie z uwagi na różny rodzaj zabezpieczenia, uprawnienia majątkowe będą w różnym stopniu „chronione”. Z uwagi na to, że takie rozróżnienie ma istotne znaczenie, gdyż potencjalnie stawia w gorszej pozycji właściciela obligacji, która została w niedostateczny sposób zabezpieczona (co również ma charakter ocenny),

wykluczyć należy możliwość różnicowania warunków zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji tej samej serii.

- 6 6. Obligacja jako dłużny papier wartościowy.** Obligacja inkorporuje w sobie prawa będące wierzytelnościami. Z tego też względu zalicza się je do papierów dłużnych. W literaturze wskazuje się, że ogólny podział na papiery wartościowe dłużne i inne papiery wartościowe wynika z art. 921¹⁶ KC (tak *I. Weiss*, w: System Prawa Prywatnego, t. 19, 2006, s. 375, przypis 4). W obligacji zawarty jest stosunek zobowiązaniowy, w którym emitent (co do zdolności emisyjnej zob. komentarz do art. 2 ObligU) jest dłużnikiem, zaś właściciel obligacji – nazywany przez ustawodawcę obligatariuszem – wierzycielem. Wierzyciel nie może przy tym przenieść swojego zobowiązania na inny podmiot – za wszystkie swoje zobowiązania wynikające z obligacji odpowiada przy tym całym majątkiem, co bezpośrednio wynika z przepisu art. 13 ObligU. Zgodnie z wyrokiem WSA w Warszawie z 24.5.2017 r., III SA/Wa 1240/16 (Legalis), wierzytelność inkorporowana w obligacji jest wierzytelnością pożyczkową. Świadczenie emitenta może mieć charakter zarówno pieniężny, jak i niepieniężny (np. obligacje zamienne na akcje), jak również mieszany. Odpowiednikiem zobowiązania emitenta jest roszczenie wierzyciela o spełnienie wynikających z obligacji świadczeń, przy czym w ObligU zawarto ograniczenie czasowe co do tych roszczeń. Zgodnie z art. 14 ObligU roszczenia wynikające z obligacji przedawniają się z upływem 10 lat.

Art. 5. [Warunki emisji]

1. Świadczenia wynikające z obligacji, sposób ich realizacji oraz związane z nimi prawa i obowiązki emitenta i obligatariuszy określają warunki emisji.

2. Warunki emisji sporządza się w języku polskim w formie jednolitego dokumentu. W przypadku obligacji o wartości nominalnej stanowiącej równowartość co najmniej 100 000 euro, wyrażoną w walucie polskiej lub innej, ustaloną przy za-

stosowaniu średniego kursu euro lub średniego kursu tej waluty ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski w dniu podjęcia decyzji emitenta o emisji, warunki emisji mogą zostać sporządzone w języku angielskim.

Spis treści

	Nb
1. Uwagi wstępne	1
2. Obowiązek sporządzenia warunków emisji	2
3. Definicja legalna	3
4. Forma warunków emisji	4
5. Języki, w jakich sporządza się warunki emisji	5

1. Uwagi wstępne. Wprowadzenie regulacji art. 5 ObligU, który **1** nie znajduje swojego odpowiednika w ObligU z 1995 r., do nowej ustawy jest konsekwencją ustanowienia wymogu sporządzenia warunków emisji w przypadku każdej emisji, niezależnie od tego, czy obligacje będą miały formę dokumentu (do 1.7.2019 r.), czy nie.

2. Obowiązek sporządzenia warunków emisji. W ObligU **2** z 1995 r. obowiązek sporządzenia warunków emisji aktualizował się jedynie w przypadku emisji obligacji na podstawie art. 5a ObligU z 1995 r., a zatem obligacji niemających formy dokumentu. W tym wypadku warunki emisji zawierały podstawowe informacje, które w przypadku obligacji mających formę dokumentu zawarte były w dokumencie obligacji. Na gruncie ObligU ustawodawca zdecydował się wprowadzić obowiązek sporządzenia i udostępnienia warunków emisji niezależnie od tego, jaką formę mają obligacje. Obowiązek ten został zachowany także w odniesieniu do obligacji emitowanych po 1.7.2019 r., które nie będą miały formy dokumentu, co jest naturalną pochodną tego, że pierwotnie warunki emisji sporządzało się praktycznie wyłącznie dla obligacji nieposiadających formy dokumentu (zob. *T. Sójka*, w: System Prawa Handlowego, t. 4, 2016, s. 256). Warunki emisji określają świadczenia wynikające z obligacji, sposób ich realizacji oraz związane z nimi prawa i obowiązki emitenta i obligatariuszy. Szcze-

główne wymagania dotyczące zakresu tych informacji określono jednak w art. 6 ObligU.

3 3. Definicja legalna. Choć ustawodawca nie wprowadził słowniczka zawierającego definicje legalne pojęć użytych przez ObligU, w tym warunków emisji, w tym wypadku można wyprowadzić taką definicję z treści komentowanego przepisu oraz z art. 6 ObligU. W literaturze wskazano, że z analizy komentowanego przepisu wynika, że warunki emisji „stanowią dokument, określający świadczenia wynikające z obligacji, sposób realizacji takich świadczeń oraz związane z nimi prawa i obowiązki emitenta i obligatariuszy” (*R. Woźniak*, Ustawa, komentarz do art. 5, s. 27). Wydaje się jednak, że w tym wypadku należałoby podkreślić, że warunki emisji są dokumentem sporządzanym w formie jednolitej, jak również wskazać, że określają nie tylko świadczenia wynikające z obligacji, ale także zawierają podstawowe dane o emisji oraz emitencie. Przyjąć zatem należy, że warunki emisji są jednolitym dokumentem sporządzanym i udostępnianym w związku z emisją obligacji, zawierającym oświadczenia woli i wiedzy emitenta, określającym minimalne dane dotyczące emitowanych obligacji i emitenta, świadczenia wynikające z obligacji, sposób ich realizacji oraz związane z nimi prawa i obowiązki emitenta i obligatariuszy. Stanowią one podstawę do ustalenia treści stosunku zobowiązaniowego łączącego emitenta i obligatariusza. Nie ma przy tym przeszkód by warunki emisji obligacji zawierały także inne, dodatkowe postanowienia – zastosowanie znajdzie bowiem także przepis art. 353¹ KC wyrażający zasadę swobody umów (por. *A. Chłopecki*, Obligacje a zasada).

4 4. Forma warunków emisji. Warunki emisji sporządzane są w formie jednolitego dokumentu. Nie jest przy tym jasne czy warunki emisji powinny mieć formę papierową czy także dopuszczalne jest sporządzenie ich w formie dokumentu elektronicznego. W związku z tym, że pierwotnie zgodnie z art. 9 ust. 1 ObligU dokument obligacji powinien zawierać informację o miejscu udostępnienia warunków emisji, wydawało się, że warunki emisji obligacji powinny być sporządzone w formie papierowej. Przepis art. 9 ObligU został uchylony z dniem 1.7.2019 r. Dodatkowo do

KC w art. 77³ wprowadzono definicję dokumentu, zgodnie z którą jest nim nośnik informacji umożliwiający zapoznanie się z jej treścią. Wydaje się zatem, że warunki emisji mogą być sporządzone zarówno w formie papierowej, jak i w formie elektronicznej (z tym że i tak wydruk dokumentu powinien zostać przekazany do jednego z podmiotów wskazanych w art. 16 ObligU), przy czym w wypadku obligacji partycypacyjnych powinny być sporządzone w formie papierowej z uwagi na to, że zgodnie z art. 18 ust. 1 ObligU warunki emisji obligacji partycypacyjnych powinny być złożone w sądzie rejestrowym właściwym dla emitenta. Artykuł 5 ust. 2 ObligU wyraźnie przy tym wskazuje, że warunki emisji powinny być sporządzone w formie jednolitego dokumentu, co oznacza przede wszystkim, że w zakresie minimalnej treści określonej przez wymogi art. 6 ObligU nie powinny zawierać odniesień do innych dokumentów (por. *T. Sójka*, *Uprawnienia organizacyjne obligatariuszy*, s. 63). W przepisach ObligU z 1995 r. nie było zastrzeżenia dotyczącego tego, że warunki emisji powinny mieć formę jednolitego dokumentu. Z tego też względu w przypadku programów emisji obligacji praktykowano sporządzanie warunków emisji obligacji dla całego programu przy jednoczesnym określaniu parametrów poszczególnych emisji w suplementach załączanych do uchwał emisyjnych. Ponadto warunki emisji posiadały liczne załączniki. Obecna regulacja art. 5 ust. 1 ObligU budzi jednak wiele pytań. Po pierwsze, nie jest jasne, czy w związku z brzmieniem komentowanego przepisu wyłączeniu ulega możliwość konstruowania programów emisji zakładających sporządzenie jednych ogólnych warunków dla wszystkich emisji objętych programem oraz suplementów zawierających szczególne warunki dotyczące poszczególnych emisji w ramach programu. Nie jest również jasne, czy warunki emisji mogą mieć załączniki, a jeśli tak, czy dla zmiany ich treści konieczne jest zachowanie wymogów takich, jak dla zmiany warunków emisji. Brak jest również postanowień dotyczących tego, czy dokonanie zmiany warunków emisji wymaga sporządzenia tekstu jednolitego warunków emisji implementującego postanowienia aneksu. Odpowiedzi na te pytania nie znajdujemy także w uzasadnieniu do ObligU. Wydawało

się, że odpowiedzi na nie przyniesie praktyka, jednak rynek obligacji stopniowo się kurczy. W literaturze jak dotąd wskazuje się raczej na konieczność sporządzania jednolitego dokumentu, w tym implementującego ewentualne zmiany warunków emisji dokonane w ramach kolejnych aneksów (tak *I. Gębusia*, Zmiana warunków, s. 65).

- 5 5. Języki, w jakich sporządza się warunki emisji.** Artykuł 5 ust. 2 ObligU stanowi przepis szczególny względem przepisu art. 7 ust. 1 ustawy z 7.10.1999 r. o języku polskim (t.j. Dz.U. z 2018 r. Nr 4 poz. 931 ze zm.), zgodnie z którym na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w obrocie z udziałem konsumentów oraz przy wykonywaniu przepisów z zakresu prawa pracy używa się języka polskiego, jeżeli konsument lub osoba świadcząca pracę ma miejsce zamieszkania na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w chwili zawarcia umowy oraz umowa ma być wykonana lub wykonywana na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. W świetle brzmienia przepisu art. 22¹ KC, który wskazuje, że za konsumenta uważa się osobę fizyczną dokonującą z przedsiębiorcą czynności prawnej niezwiązanej bezpośrednio z jej działalnością gospodarczą lub zawodową, przyjęć można, że obligatariusz nabywający obligacje komercyjne będzie konsumentem. Tym samym zasadniczo w takim wypadku wszystkie dokumenty związane z emisją obligacji, w tym warunki emisji, powinny być sporządzone w języku polskim. Niemniej jednak ustawodawca w przepisie art. 5 ust. 2 ObligU czyni wyłom względem tej zasady, podyktowany przede wszystkim potrzebą wprowadzenia ułatwienia dla oferowania obligacji podmiotom zagranicznym.

Dotyczy to obligacji o wartości nominalnej stanowiącej równowartość co najmniej 100 000 euro, wyrażoną w walucie polskiej lub innej, ustaloną przy zastosowaniu średniego kursu euro lub średniego kursu tej waluty ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski w dniu podjęcia decyzji emitenta o emisji. Jednocześnie ObligU ogranicza wybór do języka angielskiego, który to jest obecnie językiem używanym powszechnie na rynkach finansowych. Powyższy wyjątek można uzasadnić tym, że zasadniczo nabywcami obligacji o wartości ponad 100 000 euro będą zainteresowani

inwestorzy profesjonalni (niebędący konsumentami). Tym samym możliwość sporządzenia warunków emisji w języku angielskim będzie pozwalała na sięgnięcie po zagraniczny kapitał przy jednoczesnym ograniczeniu kosztów tłumaczenia warunków emisji z języka polskiego na język angielski.

Art. 6. [Treść warunków emisji]

1. Warunki emisji zawierają w szczególności:

- 1) rodzaj obligacji;**
- 2) oznaczenie emitenta, w tym jego nazwę (firmę) i siedzibę, a w przypadku emitenta podlegającego obowiązkowi wpisu do rejestru dodatkowo numer wpisu do rejestru;**
- 3) wskazanie adresu strony internetowej emitenta;**
- 4) wskazanie decyzji emitenta o emisji, a w przypadku emitenta mającego siedzibę poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej dodatkowo oświadczenie o posiadaniu uprawnień do emitowania obligacji zgodnie z właściwym dla niego prawem;**
- 5) wartość nominalną i maksymalną liczbę obligacji proponowanych do nabycia;**
- 6) opis świadczeń emitenta wynikających z obligacji, wysokość tych świadczeń lub sposób, w jaki będzie ustalana, oraz termin, miejsce i sposób ich spełniania, a w przypadku obligacji niemających postaci dokumentu dodatkowo określenie dni, według których ustala się uprawnionych do świadczeń;**
- 6)¹ opis świadczeń emitenta wynikających z obligacji, wysokość tych świadczeń lub sposób, w jaki będzie ona ustalana, oraz termin, miejsce i sposób ich spełniania, a także określenie dni, według których ustala się uprawnionych do świadczeń;**
- 7) informację o ustanowionych lub planowanych do ustanowienia zabezpieczeniach wiarytelności wynikających z obligacji albo braku zabezpieczenia;**

¹ Art. 6 ust. 1 pkt 6 w brzmieniu ustawy z dnia 9.11.2018 r. (Dz.U. z 2018 r. poz. 2243), która wchodzi w życie 1.07.2019 r.