

# USTAWA O OBLIGACJACH

Komentarz

Angelina Stokłosa, Szymon Syp

KOMENTARZE

# USTAWA O OBLIGACJACH

Komentarz

Angelina Stokłosa, Szymon Syp

---

---

KOMENTARZE

Zamów książkę w księgarni internetowej

**proinfo.pl**  
księgarnia internetowa

*Stan prawny na 1 stycznia 2020 r.*

Recenzent

*Dr hab. Artur Nowacki*

Wydawca

*Grzegorz Jarecki*

Redaktor prowadzący

*Małgorzata Jarecka*

Opracowanie redakcyjne

*Katarzyna Świerk-Bożek*

Projekt okładek serii

*Wojtek Kwiecień-Janikowski, Przemek Dębowski*

Łamanie

*Andrzej Gudowski*

Poszczególne części komentarza napisali:

Angelina Stokłosa: wprowadzenie; rozdziały: 4, 5, 6, 8, 9 u. obl.;  
art. 44 nowelizacji z 9.11.2018 r.

Szymon Syp: wprowadzenie; rozdziały: 1, 2, 3, 7 u. obl.

© Copyright by

Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., 2020

ISBN 978-83-8160-739-1

Dział Praw Autorskich

01-208 Warszawa, ul. Przyokopowa 33

tel. 22 535 82 19

e-mail: [ksiazki@wolterskluwer.pl](mailto:ksiazki@wolterskluwer.pl)

[www.wolterskluwer.pl](http://www.wolterskluwer.pl)

księgarnia internetowa [www.profinfo.pl](http://www.profinfo.pl)

## Przedmowa

Kilka lat temu polski ustawodawca zdiagnozował, że rodzimy rynek obligacji nieskarbowych nie rozwija się w sposób zadowalający. Diagnoza ta doprowadziła do uchylenia w 2015 r. dotychczasowej ustawy z 29.06.1995 r. o obligacjach oraz zastąpienia jej regulacją bardziej przejrzystą, bardziej nowoczesną, lepiej „rozpoznającą” potrzeby uczestników obrotu.

Ustawa o obligacjach z 15.01.2015 r. została poddana w ostatnim czasie istotnym zmianom. Nie są one liczne, niemniej bez wątplenia cechują się znaczną doniosłością praktyczną. W szczególności zmiany polskiego prawa o obligacjach wynikające z ustawy z 9.11.2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku mają sprzyjać – w założeniu ustawodawcy – uatrakcyjnieniu obligacji jako instrumentu finansowego i tym samym przyczynić się do zwiększenia popularności obligacji w warunkach polskich. Zmiany te weszły w życie 1.07.2019 r., a kilka kolejnych – 30.11.2019 r. Trudno dzisiaj jednoznacznie stwierdzić, czy faktycznie przyczynią się one do realizacji zamierzenia ustawodawcy, zwłaszcza wobec faktu, że ostatnie zmiany ustawy o obligacjach mogą jednocześnie implikować wzrost stopnia skomplikowania nawet małych emisji obligacji oraz wzrost kosztów przeprowadzania emisji obligacji zarówno publicznych, jak i prywatnych. Mimo to jednak wydaje się, że co do zasady zmiany te należy ocenić jako krok ustawodawcy w dobrym kierunku, wymuszony wszak wzrastającą dynamiką obrotu, stopniem jego złożoności oraz oczekiwaniami samych uczestników obrotu.

Przepisom ustawy o obligacjach z 2015 r. nie poświęcono dotychczas w piśmiennictwie prawniczym wiele uwagi. Niniejsza publikacja ma być opracowaniem, które uzupełni obecny dorobek piśmienniczy w obszarze polskiego prawa obligacji i w kompleksowy sposób obejmie problematykę stanowiącą przedmiot aktualnej regulacji ustawy o obligacjach.

Oddawany do rąk Czytelników *Komentarz* jest dziełem dwojga autorów specjalizujących się w prawie rynku kapitałowego. Za treści wyrażone w poszczególnych częściach opracowania odpowiadają ich autorzy.

*Komentarz* jest opracowaniem naukowym, ale w zamyśle autorów ma stanowić użyteczne narzędzie, pomocne w praktyce stosowania ustawy o obligacjach. Ambicją autorów jest bowiem stworzenie publikacji wyróżniającej się na rynku skondensowaniem treści przy jednoczesnym utrzymaniu jej wartości merytorycznej, tradycyjnie kojarzonej z opracowaniem naukowym.

Warszawa, listopad 2019 r.

# Wprowadzenie

## 1. Uwagi ogólne

Ustawa o obligacjach stanowi podstawowy akt prawny regulujący **obligacje, tj. papiery wartościowe dłużne emitowane w serii, w których emitent stwierdza, że jest dłużnikiem obligatariusza i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia świadczenia o charakterze pieniężnym lub niepieniężnym**. Pobieżna analiza przepisów ustawy o obligacjach skłania ku refleksji, że przedmiotowy akt prawny, mimo że o podstawowym charakterze, szczątkowo reguluje niektóre zagadnienia dotyczące emisji, zmiany warunków emisji (w szczególności nowej instytucji prawnej – zgromadzenia obligatariuszy), zbywania, nabywania czy wykupu obligacji. Te dodatkowe zagadnienia wymagają wszechstronnej znajomości nie tylko przepisów ustawy o obligacjach, ale także innych aktów prawnych o wtórnym, a jednak zasadniczym znaczeniu dla zrozumienia normatywnej treści prawa o obligacjach. **Prawo o obligacjach stanowi jedynie drogowskaz dla praktyki funkcjonowania emisji i obrotu obligacjami**. *Gros* problemów praktycznych związanych z prawem o obligacjach jest dostrzeganych przez doktrynę prawa, stąd prawu o obligacjach poświęcono wiele prac naukowych. Rodzi to oczywiście pytanie o cel niniejszego *Komentarza*, rzecz jasna nie jedynego na rynku wydawniczym w Polsce. W trakcie prac nad nim przyjęliśmy stanowisko, zgodnie z którym ma to być opracowanie, które nie tylko

uzupełni obecny dorobek piśmienniczy<sup>1</sup> w obszarze polskiego prawa o obligacjach i w kompleksowy sposób obejmie problematykę stanowiącą przedmiot aktualnej regulacji ustawy o obligacjach, ale również **wniesie istotny wkład w doktrynę i praktykę prawa o obligacjach w Polsce**. Nie poprzestajemy w *Komentarzu* na odniesieniach do poglądów doktryny, lecz staramy się rzetelnie wskazywać na potencjalne skutki interpretacji przepisów w jednym bądź drugim kierunku. Tam, gdzie pojawiają się problemy w zakresie wykładni przepisów, nie kończy się niniejszy *Komentarz*. Trzeba bowiem wskazać, że rynek obligacji jest niestety wciąż jednym z najsłabiej rozwiniętych segmentów rynku kapitałowego w Polsce. Znaczna część przedsiębiorstw czy innych podmiotów prawa korzysta bowiem z finansowania dłużnego w postaci kredytów bankowych lub pożyczek. Często również alternatywą dla emisji obligacji jest emisja instrumentów udziałowych (udziałów czy akcji). Wobec tego nadal istnieje „niewidzialna bariera” w zakresie korzystania z „plastycznego” papieru wartościowego, jakim jest obligacja, przez aktorów rynku kapitałowego w Polsce. Wydaje się, że elementami tej „niewidzialnej bariery” są także przepisy ustawy o obligacjach, często niejednoznaczne, wymagające celowościowej interpretacji dokonywanej przez doktrynę. *Komentarz* uwzględnia wszystkie dotychczas uchwalone zmiany ustawy o obligacjach, w szczególności zmiany wprowadzone nowelizacją z 9.11.2018 r. oraz nowelizacją z 16.10.2019 r. Kluczowym *novum* wynikającym z nowelizacji jest **obowiązkowa dematerializacja wszystkich obligacji emitowanych od 1.07.2019 r.** oraz ich rejestracja w depozycie papierów wartościowych prowadzonym przez KDPW (w tym za pośrednictwem instytucji tzw. agenta emisji), na zasadach obowiązujących dotychczas dla publicznych papierów wartościowych i obligacji skarbowych. Na podstawie nowelizacji wprowadzono nie tyl-

---

<sup>1</sup> W szczególności R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2015; J. Krzyżkowska, A. Piskorz, B. Stępień, P. Szyptka, *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, Warszawa 2015; *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, Warszawa 2019. W zakresie ustawy o obligacjach z 1995 r. wciąż częściowo aktualne poglądy zawarte są przykładowo w następujących pozycjach: J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010; L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010. Nowszą pozycją traktującą o obligacjach zob. T. Sójka, *Uprawnienia organizacyjne obligatariuszy. Studium cywilnoprawne ze szczególnym uwzględnieniem pozasądowej restrukturyzacji zobowiązań z obligacji*, Warszawa 2018.

ko zmiany w ustawie o obligacjach, ale także m.in. w innych regulacjach stanowiących trzon prawa rynku kapitałowego w Polsce (w szczególności u.o.p.). Celem tych zmian jest **dążenie do wzrostu transparentności emisji obligacji oraz zwiększenie bezpieczeństwa dla inwestorów**. Zmiany te przyczynią się jednak równocześnie do wzrostu kosztów emisji oraz wzrostu stopnia sformalizowania dokumentacji emisyjnej bez względu na wielkość oferty obligacji, zwiększeniu uległ bowiem m.in. zakres obowiązków emitentów obligacji.

**Po pierwsze zatem, wprowadzono obligatoryjną dematerializację obligacji oraz obowiązek zarejestrowania obligacji w depozycie papierów wartościowych. Wszystkie obligacje emitowane od 1.07.2019 r. nie mogą mieć formy dokumentu i jako takie są rejestrowane w depozycie papierów wartościowych prowadzonym zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Po drugie, wprowadzono obowiązek zaangażowania agenta emisji w przypadku emisji obligacji bez zamiaru ubiegania się o ich dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub o wprowadzenie do ASO. Od 1.07.2019 r. każdy emitent planujący taką emisję obligacji jest obowiązany jeszcze przed rozpoczęciem oferty do zawarcia umowy z agentem emisji. Agentem emisji może być wyłącznie firma inwestycyjna uprawniona do prowadzenia rachunku papierów wartościowych albo bank powierniczy. Powyższy obowiązek nie dotyczy podmiotów planujących emisję obligacji w ramach oferty publicznej, które będą dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do ASO (przy czym w takich przypadkach możliwe jest zaangażowanie agenta emisji, o ile emitent obligacji uzna to za stosowne). Do obowiązków agenta emisji należy m.in. weryfikowanie spełnienia przez emitenta wymogów prawnych dotyczących emisji obligacji, weryfikowanie zgodności dokumentacji ofertowej oraz oświadczeń emitenta z prawnymi wymogami dotyczącymi oferowania obligacji, weryfikowanie spełniania wymogów regulaminowych zapewniających możliwość zarejestrowania obligacji w depozycie, tworzenie ewidencji osób uprawnionych z obligacji, zawieranie w imieniu emitenta umowy o rejestrację obligacji wraz z pomocą w zakresie przygotowania niezbędnej dokumentacji. Agent emisji odpowiada za szkody spowodowane niewykonaniem lub nienależytym**



wykonaniem wspomnianych obowiązków. **Po trzecie, wprowadzono repozytorium informacji o obligacjach oraz o emitentach i ich zobowiązaniach. Po czwarte, usankcjonowano przekazanie KDPW nieprawdziwych informacji lub zatajenie prawdziwych informacji dotyczących obligacji lub emitenta w toku procedury rejestracji przed KDPW, a które są istotne dla oceny dopuszczalności dokonania ich rejestracji; czyn ten jest zagrożony grzywną do 2 000 000 zł. Po piąte, emitent obligacji, który skorzystał z uprawnienia do rejestracji obligacji w innym systemie rejestracji niż depozyt papierów wartościowych, zgodnie z rozporządzeniem 909/2014, od 1.07.2019 r. jest obowiązany do przekazywania KDPW informacji o emitowanych obligacjach, tj. m.in. o liczbie obligacji wyemitowanych w ramach takiej emisji, o wysokości oprocentowania tych obligacji w stosunku rocznym oraz o terminach, w których emitent powinien spełnić świadczenia z tych obligacji. Po szóste, obligacje wyemitowane przed 1.07.2019 r., mające postać dokumentu lub takie, które zostały zapisane w ewidencji w firmie inwestycyjnej prowadzonej na podstawie dotychczasowych przepisów, i które nie zostały umorzone przed tą datą, po 1.07.2019 r. są nadal ważne i stosuje się do nich dotychczasowe przepisy. Emitent takich papierów wartościowych lub podmiot prowadzący ich ewidencję są jednak obowiązani do przekazania do KDPW, do 31.03.2020 r. danych o wszystkich wyemitowanych emisjach obligacji, według stanu na dzień 31.12.2019 r. – aż do momentu wygaśnięcia zobowiązań z tytułu obligacji. W celu wypełnienia przedmiotowych obowiązków emitenci obligacji lub podmioty prowadzące ewidencję obligacji zostali zobowiązani do posiadania kodu LEI. Po siódme, możliwe jest fakultatywne zarejestrowanie obligacji wyemitowanych przed 1.07.2019 r. w depozycie papierów wartościowych.**

## 2. Systematyka ustawy o obligacjach

Ustawa o obligacjach składa się ze 108 artykułów (mimo że zawiera formalnie 112 artykułów, to art. 9–11 oraz 77 zostały uchylone), podzielonych na dziewięć rozdziałów.

**Rozdział 1** obejmuje swoim zakresem przepisy ogólne dotyczące obligacji (art. 1–8 oraz 12–16 u. oblig.). Przedmiotowy rozdział wskazuje na przedmiot ustawy o obligacjach (art. 1 u. oblig.), określa podmioty posiadające zdolność emisyjną obligacji (emitentów obligacji – art. 2 u. oblig.), zawiera wyłączenie stosowania ustawy do pewnej kategorii emitentów (art. 3 u. oblig.), obejmuje definicję legalną obligacji (art. 4 u. oblig.), definiuje warunki emisji obligacji oraz ich treść (art. 5–6 u. oblig.), przewiduje możliwość zmiany warunków emisji obligacji (art. 7 u. oblig.), zawiera zasadę dematerializacji obligacji (art. 8 u. oblig.), wskazuje na reguły dotyczące oprocentowania obligacji (art. 12 u. oblig.), przesądza o zakresie odpowiedzialności emitenta (art. 13 u. oblig.), określa termin przedawnienia roszczeń wynikających z obligacji (art. 14 u. oblig.), rozstrzyga właściwość spraw wynikających z obligacji emitowanych przez podmioty mające siedzibę poza terytorium państw członkowskich Unii Europejskiej (art. 15 u. oblig.), a także reguluje sposób przekazywania i przechowywania dokumentów, informacji i komunikatów ze strony internetowej emitenta (art. 16 u. oblig.).

Na **rozdział 2** składają się art. 17–27 u. oblig. Określono w nim wybrane rodzaje obligacji. Rozdział 2 zawiera podział na obligacje imienne oraz obligacje na okaziciela, istotny z uwagi na dopuszczenie możliwości ograniczenia zbywalności obligacji imiennych (w tym zakazu ich zbywania) (art. 17 u. oblig.), określa specyficzne unormowania w zakresie: obligacji partycypacyjnych (art. 18 u. oblig.), obligacji zamiennych (art. 19 u. oblig.), obligacji z prawem pierwszeństwa (art. 20 u. oblig.), wskazuje na wyłączenie prawa poboru nowych akcji w zakresie niezbędnym do wykonania uprawnień obligatariuszy obligacji zamiennych lub obligacji z prawem pierwszeństwa (art. 21 u. oblig.), kolejno definiuje: obligacje podporządkowane (art. 22 u. oblig.), obligacje wieczyste (art. 23 u. oblig.), obligacje przychodowe (art. 24 u. oblig.), określa sposób emisji obligacji przychodowych (art. 25 u. oblig.), rozdysponowanie przychodów emitenta obligacji przychodowych (art. 26 u. oblig.) oraz wskazuje specyficzne regulacje dotyczące sytuacji upadłości lub emitenta obligacji przychodowych (art. 27 u. oblig.).

**Rozdział 3** zawiera szcztątkowe oraz specyficzne regulacje dotyczące zabezpieczenia obligacji. Określa on fakultatywność ustanowienia przez emitenta zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji, a także wskazuje na moment ustanowienia zabezpieczenia obligacji w relacji do wydawania obligacji (art. 28 u. oblig.), obowiązek przeprowadzenia wyceny przedmiotu zabezpieczenia w sytuacji ustanowienia zastawu lub hipoteki jako zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji, zasady dotyczące udostępniania wyceny obligatariuszom, jak również możliwość zobowiązania emitenta do okresowej aktualizacji wyceny i sposobu jej udostępniania obligatariuszom (art. 30 u. oblig.). Ponadto w rozdziale 3 uregulowano kwestię umowy z administratorem zabezpieczeń w przypadku ustanowienia zabezpieczenia innego niż hipoteka lub zastaw rejestrowy, przesłanki dotyczące administratora zabezpieczeń (art. 29 u. oblig.), a także sposób ustanowienia i wykreślenia hipoteki jako zabezpieczenia wierzytelności z obligacji (art. 31 u. oblig.).

W **rozdziale 4** znajdują się podstawowe zagadnienia związane z procesem emisyjnym obligacji. Obejmuje on problematykę celu emisji (art. 32 u. oblig.), dopuszczalnych trybów emisji obligacji (art. 33 u. oblig.), propozycji nabycia obligacji przygotowywanej co do zasady na potrzeby niepublicznej emisji obligacji (art. 34–36 u. oblig.), elementów składowych propozycji nabycia (art. 37–41 u. oblig.), składania zapisów na obligacje (art. 42–44 u. oblig.) oraz instytucji prognozy emisji (art. 45 u. oblig.).

**Rozdział 5** dotyczy instytucji zgromadzenia obligatariuszy – przede wszystkim zasad jego zwoływania, podejmowanych przez nie uchwał, zasad odbywania zgromadzenia obligatariuszy, podmiotów uprawnionych do uczestniczenia w nim (art. 46 i n. u. oblig.), zasad zaskarżania uchwał zgromadzenia obligatariuszy (art. 70–71 u. oblig.), wyrażania przez emitenta zgody na uchwały zgromadzenia zmieniające warunki emisji (art. 67 u. oblig.), zasad wykonywania uprawnień obligatariuszy na zgromadzeniu przez zastawnika i użytkownika obligacji (art. 73 u. oblig.).

**Rozdział 6** odnosi się do instytucji wykupu obligacji (art. 74–75 u. oblig.), w tym wymagalności obligacji wieczystych (art. 75 u. oblig.),

zasad nabywania obligacji własnych przez ich emitenta (art. 76 u. oblig.) oraz zasad odtwarzania utraconych obligacji imiennych (uchylony art. 77 u. oblig.).

**Rozdział 7** zawiera szcątkowe regulacje dotyczące instytucji prawnej banku-reprezentanta (art. 78–86 u. oblig.). Określa, jaki podmiot może pełnić funkcję banku-reprezentanta (art. 80 u. oblig.) oraz wynikające z pełnionej funkcji zadania (art. 79 u. oblig.). Nadto w rozdziale tym zawarte są unormowania dotyczące szczególnego stosunku prawnego, tj. umowy o reprezentację, na podstawie której następuje ukonstytuowanie się banku-reprezentanta (art. 78 i 81 u. oblig.). Kolejno w rozdziale zamieszczono przepisy dotyczące obowiązków emitenta wobec banku-reprezentanta (art. 82 u. oblig.), obowiązków banku-reprezentanta wobec obligatariuszy (art. 83 u. oblig.), w tym szczególne obowiązki informacyjne względem obligatariuszy i sposób ich realizacji (art. 85 u. oblig.). Wreszcie zawarto w nim obowiązki banku-reprezentanta w sytuacji stwierdzenia naruszenia przez emitenta obowiązków wynikających z warunków emisji obligacji oraz wskazano na środki służące realizacji tych obowiązków (art. 84 u. oblig.). Finalnie w rozdziale 7 zawarto specyficzną regulację dotyczącą sposobu zaspokajania wierzytelności banku-reprezentanta wobec emitenta (art. 86 u. oblig.).

**Rozdział 8** obejmuje regulację prawnokarną ustawy o obligacjach. W zawartych w nim przepisach stypizowano przestępstwa polegające na dokonywaniu bezprawnej emisji obligacji (art. 87 u. oblig.), nieprzekazywaniu lub nieprzechowywaniu wydruków ze strony internetowej emitenta (art. 88 u. oblig.), nieudostępnianiu lub nieaktualizowaniu wycen (art. 89 u. oblig.), podawaniu nieprawdziwych danych podczas emisji obligacji (art. 90 u. oblig.), nieudostępnianiu sprawozdań finansowych (art. 91 u. oblig.), naruszaniu zasad dysponowania przychodem z przedsięwzięcia przez emitenta obligacji przychodowych (art. 92 u. oblig.), nieprzekazaniu środków uzyskanych z emisji obligacji na wskazany cel emisji (art. 93 u. oblig.), umożliwieniu bezprawnego głosowania na zgromadzeniu obligatariuszy (art. 94 u. oblig.), bezprawnym głosowaniu na zgromadzeniu obligatariuszy (art. 95 u. oblig.), zbywaniu przez emitenta wykupionych obligacji własnych (art. 96 u. oblig.), bezpraw-

nym nabywaniu obligacji własnych (art. 97 u. oblig.), niedopełnieniu obowiązków ustawowych przez bank-reprezentanta (art. 98 u. oblig.).

W **rozdziale 9** znajdują się przepisy zmieniające, przepis przejściowy oraz przepisy końcowe (art. 109–112 u. oblig.).

# USTAWA

z 15.01.2015 r.

## **o obligacjach**

(Dz.U. z 2018 r. poz. 483; zm.: Dz.U. z 2018 r. poz. 2243; z 2019 r. poz. 1572, *poz. 1655,*  
*poz. 1798,* poz. 2217)

# Rozdział 1

## Przepisy ogólne

### Art. 1. [Przedmiot ustawy]

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

Spis treści	
1. Uwagi wstępne .....	30
2. Papier wartościowy uregulowany ustawą o obligacjach.....	30
3. Przedmiot i zakres regulacji ustawy o obligacjach.....	31
4. Akty normatywne uzupełniające zakres regulacji ustawy o obligacjach.....	32
5. Akty normatywne regulujące specyficzne rodzaje obligacji .....	35
6. Zasady emisji obligacji a moment powstania obligacji .....	35
7. Zasady zmiany warunków emisji obligacji .....	39
8. Zasady zbywania i nabywania obligacji .....	40
9. Zasady wykupu obligacji .....	40
10. Emisja obligacji pod prawem obcym.....	42

## 1. Uwagi wstępne

Ustawa o obligacjach reguluje w sposób rudymentarny problematykę obligacji i zastąpiła w tym względzie ustawę o obligacjach z 1995 r. W szczególności rzezona ustawa obejmuje swoim zakresem przedmiotowym następujące kwestie: zdolność emisyjną emitentów obligacji, definicję obligacji i konstytutywne cechy obligacji, reguły odpowiedzialności emitenta za zobowiązania wynikające z obligacji, rodzaje obligacji, emisję obligacji w ramach obrotu pierwotnego, specyficzne zasady obrotu wtórnego obligacji, realizację świadczeń pieniężnych lub niepieniężnych, szczerkowo także zabezpieczenie wierzitelności wynikających z obligacji, prawa i obowiązki obligatariuszy (w tym funkcjonowanie zgromadzenia obligatariuszy), udział banku-reprezentacja w obrocie obligacjami. Nowelizacja z 9.11.2018 r., która weszła w życie 1.07.2019 r. zmieniała zasady dotyczące emisji obligacji, wprowadzając m.in. obowiązkową dematerializację obligacji (szerzej zob. komentarz do art. 8). Przedmiotowa nowelizacja określa również m.in. obowiązki emitentów obligacji niewykupionych i wyemitowanych przed dniem jej wejścia w życie – w takim więc zakresie stanowi akt normatywny uzupełniający względem przepisów ustawy o obligacjach.

## 2. Papier wartościowy uregulowany ustawą o obligacjach

W ustawie o obligacjach uregulowano zasadnicze kwestie dotyczące obligacji<sup>2</sup>, tj. **papierów wartościowych<sup>3</sup> emitowanych w serii** (co oznacza, że obligacje reprezentują prawa majątkowe podzielone na określoną liczbę

<sup>2</sup> Słowo „obligacja” pochodzi od łac. *obligatio* oznaczającego „zobowiązanie”. Por. *Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych*, red. W. Kopaliński, Warszawa 1990, s. 360.

<sup>3</sup> W ogólności o papierach wartościowych zob. K. Zawada [w:] *Prawo papierów wartościowych*, red. S. Włodyka, Kraków 1995, s. 15–44. O ewolucji pojęcia papier wartościowy w prawie polskim zob. M. Lemonnier, J.J. Zięty, M. Mariański, *Ewolucja koncepcji papieru wartościowego w prawie polskim i francuskim*, PPH 2011/8. O teoriach powstania papieru wartościowego oraz o zasadzie *numerus clausus* papierów wartościowych w ogólności zob. m.in. A. Chłopecki, *Czy w prawie polskim obowiązuje zasada numerus clausus papierów wartościowych?*, PS 1994/2, s. 32 i n.; T. Komosa, *Papiery wartościowe*, PPH 1995/4 (wkładka), s. 3; P. Machnikowski, *Numerus clausus papierów wartościowych inkorporujących wierzitelności*, PiP 2000/8, s. 53 i n.



równych jednostek<sup>4</sup>), **nieposiadających formy dokumentu** (por. komentarz do art. 8), **w których emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela (właścicieli) obligacji (tj. obligatariusza, obligatariuszy) i zobowiązuje się wobec niego (nich) do spełnienia określonego świadczenia mającego charakter pieniężny lub niepieniężny** (por. art. 4 u. oblig.). Poza zakresem ustawy uregulowano problematykę innych papierów wartościowych (np. warrantów subskrypcyjnych, praw do akcji, bankowych papierów wartościowych czy kwitów depozytowych).

### 3. Przedmiot i zakres regulacji ustawy o obligacjach

Przedmiot ustawy o obligacjach jest **jedynie na pozór czytelny**. O ile komentowany artykuł wydaje się *a prima vista* enumeratywnie określać ramy normatywne ustawy – obejmując takie zagadnienia, jak: emisja, zmiana warunków emisji, zbywanie, nabywanie i wykup obligacji, to **kompleksowa analiza ustawy o obligacjach wskazuje, że przedmiotowy akt normatywny obejmuje swoim zakresem także**: określenie rodzajów obligacji (art. 17–27 u. oblig.), specyficzne kwestie dotyczące zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji (art. 28–31 u. oblig.), instytucję prawną zgromadzenia obligatariuszy (art. 46–73 u. oblig.), instytucję prawną banku-reprezentanta (art. 78–86 u. oblig.), przepisy karne związane z naruszeniem ustawy (art. 87–98 u. oblig.) oraz przepisy zmieniające, przepis przejściowy i przepisy końcowe (art. 99–112 u. oblig.)<sup>6</sup>. Niepoprawne zatem pozostaje twierdzenie, że komentowany artykuł określa granice regulacji ustawowej<sup>7</sup>. Warto również zaznaczyć, że ustawa o obli-

<sup>4</sup> Przez „równość jednostek” należy rozumieć „równość praw” z każdej obligacji. Tym samym obligacje emitowane w jednej serii mają takie same prawa majątkowe i jednakową wartość nominalną, nie można więc obligacji emitowanych w jednej serii różnicować w zakresie przyznanych obligatariuszom uprawnień (oraz zobowiązań emitenta wobec poszczególnych obligatariuszy). Ponadto poszczególne obligacje w ramach jednej serii nie mogą być dzielone na części, możliwe jest jednak dokonanie podziału obejmującego wszystkie obligacje danej serii (*split*). Por. szerzej komentarz do art. 4.

<sup>5</sup> Por. art. 4 u. oblig. Stąd też wynika wymóg *sine qua non* emisji przez emitenta co najmniej dwóch obligacji, tj. papierów wartościowych o jednakowych uprawnieniach przyznanych właścicielom obligacji. Tak też aktualnie na gruncie ustawy o obligacjach L. Koziorowski, M. Stępniewski, *Ustawa o obligacjach po nowelizacji*, PPW 2000/9, s. 20.

<sup>6</sup> Co słusznie zauważył J. Kropiwnicki, *Ustawa...*, s. 10.

<sup>7</sup> Por. jednak R. Woźniak, *Ustawa...*, nb 1, s. 2.

gacjach nie zawiera tzw. słowniczka, tj. artykułu, który definiowałby pojęcia używane w tym akcie prawnym (mimo że niektóre artykuły faktycznie takie pojęcia definiują; zob. przykładowo art. 19 i 20 u. oblig.). Taki zabieg legislacyjny należy określić jako niespełniający standardów prawidłowej legislacji (por. § 146 z.t.p.).

#### 4. Akty normatywne uzupełniające zakres regulacji ustawy o obligacjach

Należy zasygnalizować, że ustawa o obligacjach, jakkolwiek stanowi zasadniczy akt prawny normujący problematykę prawną obligacji<sup>8</sup>, to nie jest aktem o charakterze wyczerpującym. W zakresie dotyczącym obligacji **zastosowanie znajdują inne akty normatywne**. W uzupełnieniu ustawy o obligacjach w pierwszej kolejności **należy wskazać na następujące akty prawne, będące uzupełnieniem podstawowego trzonu regulacji prawa o obligacjach: Kodeks cywilny**, w szczególności tytuł XXXVII „Przekaz i papiery wartościowe” dział II „Papiery wartościowe” (art. 921<sup>6</sup>–921<sup>16</sup>)<sup>9</sup>, **Kodeks postępowania cywilnego**, a zwłaszcza przepisy regulujące tryb dochodzenia roszczeń wynikających z obligacji (art. 484<sup>1</sup> i n.)<sup>10</sup>, **Prawo upadłościowe**, które reguluje w art. 483–491 postępowanie upadłościowe wobec emitentów obligacji w przypadku ustanowienia zabezpieczeń wierzytelności obligatariuszy na majątku emitenta<sup>11</sup>, jak również **Kodeks spółek handlowych** w zakresie traktującym o spółkach kapitałowych oraz spółce komandytowo-

<sup>8</sup> Trzeba nadmienić, że chociaż wśród źródeł regulacji obligacji czy, szerzej, regulacji rynku kapitałowego nie wymienia się zwykle Konstytucji RP, to stanowi ona fundament „oceny pewnych zjawisk normatywnych kształtujących ramy funkcjonowania rynku kapitałowego”, jak słusznie wskazał M. Dyl. Zob. M. Dyl, *Środki nadzoru na rynku kapitałowym*, Warszawa 2012, s. 27, przypis 78.

<sup>9</sup> Szerzej np. S. Grzybowski, *Papiery wartościowe – zagadnienia ogólne* [w:] *System Prawa Cywilnego*, t. 3, cz. 2. *Prawo zobowiązań – część szczegółowa*, red. S. Grzybowski, Wrocław–Warszawa–Kraków–Gdańsk 1976, s. 985 i n.

<sup>10</sup> Przykładowo zob. K. Flaga-Gieruszyńska [w:] *Kodeks postępowania cywilnego. Komentarz*, red. A. Zieliński, Warszawa 2019, s. 1061 i n.

<sup>11</sup> Szerzej S. Gurgul, *Prawo upadłościowe. Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*, Warszawa 2017, s. 934 i n.

-akcyjnej jako emitentach obligacji<sup>12</sup>. Kolejną grupą przepisów prawa, która znajduje zastosowanie do emisji i plasowania obligacji, są regulacje dotyczące oferty publicznej obligacji i obrotu zorganizowanego obligacjami. Możliwość wspomnianego trybu emisji obligacji wynika bezpośrednio z art. 33 pkt 1 u. oblig. Wówczas oprócz wspomnianych wyżej podstawowych aktów prawnych zastosowanie znajdują: **ustawa o ofercie publicznej**<sup>13</sup>, **ustawa o obrocie instrumentami finansowymi**<sup>14</sup>, **ustawa z 29.07.2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym**<sup>15</sup>,

<sup>12</sup> Zob. szerzej A. Kidyba, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, t. I i II, Warszawa 2018; M. Rodzyńkiewicz, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2018 (w zakresie dotyczącym spółek kapitałowych oraz spółki komandytowo-akcyjnej).

<sup>13</sup> Zgodnie z art. 1 u.o.p. ustawa ta 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, w zakresie nieuregulowanym przepisami rozporządzenia 2017/1129; 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. Szerzej M. Wierzbowski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie publicznej [w:] Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2019, s. 3 i n.

<sup>14</sup> Zgodnie z art. 1 u.o.i.f. ustawa reguluje zasady, tryb i warunki podejmowania i prowadzenia działalności w zakresie obrotu instrumentami finansowymi (w tym obligacjami), prawa i obowiązki podmiotów uczestniczących w tym obrocie oraz wykonywanie nadzoru w tym zakresie. Szerzej M. Wierzbowski, P. Wajda, *Ustawa o ofercie...*, s. 402 i n.

<sup>15</sup> Dz.U. z 2019 r. poz. 1871 ze zm. Zgodnie z art. 1 ustawa określa organizację oraz tryb wykonywania nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Przy czym rynek kapitałowy został zdefiniowany w art. 2 pkt 6 ustawy i jest nim: a) rynek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych – w zakresie, w jakim do tych papierów wartościowych i instrumentów finansowych stosuje się przepisy ustawy o ofercie publicznej, rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z 14.03.2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego (Dz.Urz. UE L 86, s. 1, ze zm.) oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z 4.07.2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz.Urz. UE L 201, s. 1, ze zm.); 2) rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje wspólnego inwestowania – w zakresie, w jakim do tych usług i podmiotów stosuje się przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych, rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 345/2013 z 17.04.2013 r. w sprawie europejskich funduszy venture capital (Dz.Urz. UE L 115, s. 1, ze zm.) oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 346/2013 z 17.04.2013 r. w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej (Dz.Urz. UE L 115, s. 18, ze zm.); 3) rynek towarów giełdowych w rozumieniu ustawy z 26.10.2000 r. o giełdach towarowych (Dz.U. z 2019 r. poz. 312);

**ustawa z 21.07.2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym**<sup>16</sup>, a także przepisy następujących aktów unijnych: **rozporządzenia MAR**<sup>17</sup> oraz **rozporządzenia 2017/1129**<sup>18</sup>. Należy wreszcie wspomnieć o **ustawie o księgach wieczystych i hipotece, ustawie o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów** (w zakresie ustanawiania zabezpieczeń), **ustawie o rachunkowości**, jak również **Prawie bankowym** (regulującym w pewnym zakresie obligacje emitowane przez banki). W kontekście realizacji praw przez obligatariuszy szczególnych rodzajów obligacji (np. obligacji z prawem pierwszeństwa i obligacji zamiennych) znacze-

4) rynek dwudniowych kontraktów na rynku kasowym, o którym mowa w art. 3 ust. 1 pkt 3 rozporządzenia Komisji (UE) nr 1031/2010 z 12.11.2010 r. w sprawie harmonogramu, kwestii administracyjnych oraz pozostałych aspektów sprzedaży na aukcji uprawnień do emisji gazów cieplarnianych na mocy dyrektywy 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiającej system handlu przydziałami emisji gazów cieplarnianych we Wspólnocie (Dz.Urz. UE L 302, s. 1, ze zm.) – w zakresie, w jakim do obrotu tymi uprawnieniami do emisji stosuje się przepisy tego rozporządzenia. Szerzej M. Wędrychowski, *Ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym* [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2019, s. 1771 i n.

<sup>16</sup> Dz.U. z 2019 r. poz. 298 ze zm. Zgodnie z art. 1 ustawa określa organizację, zakres i cel sprawowania nadzoru nad rynkiem finansowym. Przy tym nadzór nad rynkiem finansowym obejmuje: nadzór bankowy, nadzór emerytalny, nadzór ubezpieczeniowy, nadzór nad rynkiem kapitałowym, nadzór nad instytucjami płatniczymi, nadzór nad agencjami ratingowymi, nadzór uzupełniający, nadzór nad spółdzielczymi kasami oszczędnościowo-kredytowymi i Krajową Spółdzielczą Kasą Oszczędnościowo-Kredytową, nadzór nad pośrednikami kredytu hipotecznego oraz ich agentami, nadzór w zakresie przewidzianym przepisami rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 2016/1011 z 8.06.2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniającego dyrektywę 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014 (Dz.Urz. UE L 171, s. 1, ze zm.) oraz nadzór w zakresie przewidzianym przepisami rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 z 12.12.2017 r. w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniającego dyrektywę 2009/65/WE, 2009/138/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012 (Dz.Urz. UE L 34, s. 35). Szerzej B. Wojno, *Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym* [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2019, s. 1647 i n.

<sup>17</sup> Zob. A. Stokłosa, S. Syp, *MAR. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie nadużyć na rynku. Komentarz*, Warszawa 2017.

<sup>18</sup> Szerzej I. Pieczyńska-Czerny, *Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE* [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2019, s. 2061.

**Angelina Stokłosa** – doktor nauk prawnych; adwokat specjalizujący się w prawie spółek i w prawie rynku kapitałowego; autorka wielu publikacji, w tym komentarza do rozporządzenia MAR.

**Szymon Syp** – doktor nauk prawnych; adwokat specjalizujący się w fuzjach i przejęciach, prawie rynku kapitałowego oraz w prawie administracyjnym; autor wielu publikacji, w tym komentarza do rozporządzenia MAR.

W książce przybliżono najważniejsze zagadnienia związane ze stosowaniem ustawy o obligacjach. W szczególności przedstawiono problemy praktyczne dotyczące m.in.:

- zabezpieczenia obligacji,
- procesu emisyjnego obligacji,
- zgromadzenia obligatariuszy,
- wykupu obligacji,
- instytucji prawnej banku-reprezentanta.

Autorzy szczególną uwagę zwracają na nowelizację z 9.11.2018 r. wprowadzającą m.in.:

- obowiązkową dematerializację wszystkich obligacji emitowanych od 1.07.2019 r.,
- rejestrację w depozycie papierów wartościowych prowadzonym przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, na zasadach obowiązujących dotychczas dla papierów wartościowych znajdujących się w publicznym obrocie oraz dla obligacji skarbowych,
- fakultatywne zarejestrowanie obligacji wyemitowanych przed 1.07.2019 r. w depozycie papierów wartościowych.

Celem wprowadzanych zmian jest dążenie do wzrostu transparentności emisji obligacji oraz zwiększenie bezpieczeństwa dla inwestorów. Zmiany te przyczynią się jednak równocześnie do wzrostu kosztów emisji oraz do wzrostu stopnia sformalizowania dokumentacji emisyjnej bez względu na wielkość oferty obligacji, zwiększeniu ulegnie bowiem m.in. zakres obowiązków emitentów obligacji.

Publikacja przeznaczona jest dla adwokatów, radców prawnych, sędziów oraz notariuszy. Zainteresuje również pracowników administracji, przedsiębiorców, a także księgowych.



**ZAMÓWIENIA:**

INFOLINIA 801 04 45 45

ZAMOWIENIA@WOLTERSKLUWER.PL

WWW.PROFINFO.PL

