

Przegląd Prawno-Ekonomiczny

REVIEW OF LAW, BUSINESS & ECONOMICS

lipiec-sierpień-wrzesień

Nr 48
(3/2019)



WYDZIAŁ ZAMIEJSCOWY
PRAWA I NAUK
O SPOŁECZEŃSTWIE | **KUL**

WYDAWCA

Katolicki Uniwersytet Lubelski Jana Pawła II | Wydział Zamiejscowy Prawa i Nauk o Społeczeństwie
w Stalowej Woli

ADRES REDAKCJI

Redakcja „Przeglądu Prawno-Ekonomicznego” | 37-450 Stalowa Wola, ul. Ofiar Katynia 6a |
e-mail: ppe@kul.pl

ZESPÓŁ REDAKCYJNY

dr Artur Lis – redaktor naczelny (editor-in-chief) | dr David W. Lutz (Holy Cross College w Notre Dame, USA) | dr Dariusz Żak – zastępcy redaktora naczelnego (associate editors) | dr hab. Grzegorz Wolak – sekretarz redakcji (administrative editor) | dr hab. Piotr T. Nowakowski – redaktor ds. międzynarodowych (international editor) | dr hab. Filip Ciepły, dr Isaac Desta (Holy Cross College w Notre Dame, USA), dr Dorota Tokarska, dr Dominik Tyrawa, dr Timothy Wright (Holy Cross College w Notre Dame, USA) – redaktorzy tematyczni (subject editors) | dr Piotr Pomorski – redaktor statystyczny (statistical editor) | mgr Agnieszka Lis – redaktor językowy polskojęzyczny (Polish-language editor) | mgr Tomasz Deptuła (USA) – redaktor językowy anglojęzyczny (English-language editor) | prof. dr hab. Nikoła Gołowaty (UKRAINA) – redaktor językowy rosyjskojęzyczny | dr Judyta Przyłuska-Schmitt – redaktor konsultant (consulting editor) | mgr Rafał Podleśny – redaktor techniczny (layout editor)

RADA NAUKOWA

ks. prof. dr hab. Antoni DĘBIŃSKI (Rektor KUL Lublin) | prof. dr hab. Thomas BURZYCKI (Holy Cross College w Notre Dame, USA) | prof. dr hab. Wiktor CZEPUKO (Ukraina) | dr hab. Leszek CWIĘKA (KUL Stalowa Wola) | prof. dr hab. Czesław DEPTUŁA (KUL Lublin) | dr hab. Marzena DYJAKOWSKA (KUL Lublin) | abp. prof. dr hab. Andrzej DZIĘGA (Szczecin) | dr hab. Krzysztof GRZEGORCZYK (Wyższa Szkoła Humanistyczno-Przyrodnicza w Sandomierzu) | nadkom. dr Dominik HRYSZKIEWICZ (Wyższa Szkoła Policji w Szczytnie) | prof. dr hab. Aleks JULDASZEW (Interregional Academy of Personnel Management, Ukraina) | prof. dr hab. Marian KOZACZKA (KUL Stalowa Wola) | prof. dr hab. Andrzej KUCZUMOW (KUL Stalowa Wola) | prof. dr hab. Pantelis KYRMIZOĞLU (Alexander TEI of Thessaloniki, Greece) | dr hab. Antoni MAGDOŃ (KUL Stalowa Wola) | ks. prof. dr hab. Henryk MISZTAŁ (KUL Lublin) | prof. dr hab. Wojciech NASIEROWSKI (University of New Brunswick) | prof. dr hab. Jurij PACZKOWSKI (Ukraina) | prof. dr hab. Pylyp PYLYPENKO (Ukraina) | prof. dr hab. Anton STASCH (European Akademy of Technology & Management, Oedheim Niemcy) | prof. dr hab. Tomasz WIELICKI (California State University, Fresno) | ks. dr hab. Krzysztof WARCHAŁOWSKI (Uniwersytet Kardynała Stefana Wyszyńskiego)

RECENZENCI ZEWNĘTRZNI

dr hab. Leszek BIELECKI (Wyższa Szkoła Ekonomii, Prawa i Nauk Medycznych w Kielcach) | dr Walentyn GOŁOWCZENKO (Interregional Academy of Personnel Management, Ukraina) | dr hab. Mirosław KARPIUK (Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie) | dr Barbara Lubas (Nadbużańska Szkoła Wyższa w Siemiatyczach) | prof. dr hab. Oleksander MEREŻKO (Ukraina) | dr Kiril MURAWIEW (Interregional Academy of Personnel Management, Ukraina) | dr Łukasz Jerzy PIKULA (Uniwersytet Jana Kochanowskiego w Kielcach) | ks. dr hab. Tomasz RAKOCZY (Uniwersytet Zielonogórski) | dr hab. Krystyna ROSŁANOWSKA-PLICHCIŃSKA (Wyższa Szkoła Zarządzania i Ekologii w Warszawie) | dr hab. Piotr RYGUŁA (Uniwersytet Kardynała Stefana Wyszyńskiego) | dr hab. Romuald SZEREMIETIEW (Akademia Obrony Narodowej) | prof. dr hab. Jerzy Tomasz SZKUTNIK (Politechnika Częstochowska) | prof. dr hab. Dariusz SZPOPER (Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie) | dr hab. Andrzej SZYMAŃSKI (Uniwersytet Opolski) | dr Agnieszka OGRODNIK-KALITA (Uniwersytet Pedagogiczny im. KEN w Krakowie)

DRUK I OPRAWA

VOLUMINA.PL DANIEL KRZANOWSKI | ul. Ks. Witolda 7-9, 71-063 Szczecin | tel. 91 812 09 08 |
e-mail: druk@volumina.pl

ISSN 1898-2166 | Nakład 300 egz.

Spis treści

Artykuły

AGNIESZKA SADOWSKA-DZIWINA *Stosunek adwokackiej spółki partnerskiej do osób trzecich w zakresie odpowiedzialności partnerów za zobowiązania* | 12

KLAUDIA KIJĄŃSKA *Uprawnienie Zastępcy Prokuratora Generalnego do Spraw do Wojskowych do wnoszenia kasacji w sprawach karnych oraz wykroczeniach* | 27

KRYSTIAN WASILEWSKI *Status prawny komisarza wyborczego* | 38

IWO JAROSZ *Monistyczny system organów spółki kapitałowej w prawie polskim? Prosta spółka akcyjna i jej organy* | 46

KAZIMIERA JUSZKA, KAROL JUSZKA *Badawcza weryfikacja przestrzegania zasad prowadzenia oględzin w sprawach o zabójstwa w Polsce* | 65

MIROŚLAW KOPEĆ *Pomoc prawna udzielona przez adwokata z urzędu a zaliczka na podatek dochodowy od osób fizycznych w świetle orzecznictwa sądownoadministracyjnego* | 76

JAN KLUZA *Głos w dyskusji dotyczącej odpowiedzialności za przestępstwo narażania na bezpośrednie niebezpieczeństwo utraty życia albo ciężkiego uszczerbku na zdrowiu z zaniechania* | 91

EMILIA TOPOREK *Klauzule generalne. Ich rola i znaczenie w prawie cywilnym* | 101

MATEUSZ KORZENIAK *Prawnokarna charakterystyka dozwolonego ryzyka gospodarczego* | 114

ALEKSANDRA RUDKOWSKA *Instytucja sędziego pokoju jako przejaw dojrzałego i samodzielnego społeczeństwa – studium przypadku II Rzeczypospolitej Polskiej* | 132

WIKTORIA KUZIA *Konflikt projektanta z inwestorem, na tle prawa do nienaruszalności treści i formy utworu architektonicznego* | 145

ANNA WOLSKA-BAGIŃSKA *Przestępczość podatkowa w Polsce popełniana w zakresie zobowiązań podatkowych w podatku od towaru i usług* | 158

MATEUSZ MĄKOSA *Stwierdzenie polskiego pochodzenia a prawo do repatriacji* | 172

MICHAŁ SŁUŻALEC *Zezwolenie na udział w rozprawie osobie niepełnoletniej w charakterze publiczności, a wyłączenie jawności rozprawy głównej w procesie karnym* | 189

JAKUB KOZŁOWSKI *Skutki wyroku Trybunału Sprawiedliwości UE w sprawie C-284/16 Achmea w kontekście kryzysu praworządności w Unii Europejskiej* | 199

KACPER ROŻEK *Wybrane problemy metodologiczne dogmatyki prawa administracyjnego (problem konceptualizacji prawa administracyjnego)* | 212

MATEUSZ KUPIEC *Granice prawa dostępu do informacji publicznej a ochrona prywatności osób wykonujących zawód adwokata lub radcy prawnego* | 222

KAROL JUSZKA *Wpływ świadczenia pieniężnego na efektywność instytucji warunkowego umorzenia postępowania karnego* | 236

ŁUKASZ CHYLA *Nowe prawo prospektowe - ocena zmian* | 247

KRZYSZTOF BOKWA *Odpowiedzialność deliktowa w Kodeksie Cywilnym Zachodniogalicyskim z 1797 r.* | 276

RAFAŁ ŻELAZKO *Prawne aspekty wznowienia granic przez geodetę* | 287

KAROL SKOREK *Myśl ekonomiczna Adama Doboszyńskiego – ujęcie krytyczne* | 311

Glosa

SŁAWOMIR ZWOLAK *Glosa do wyroku Naczelnego Sądu Administracyjnego z 12 kwietnia 2017 r., II OSK 1295/16* | 325

DAMIAN DOBOSZ, ANNA NIZIOŁEK *Stosowanie klauzuli standstill na przykładzie glosy do wyroku Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej z dnia 16 czerwca 2011 roku w sprawie C-212/10 Logstor ROR Polska sp. z o.o. przeciwko Dyrektorowi Izby Skarbowej w Katowicach* | 338

JOANNA GŁÓWKA-LUTY *Glosa do wyroku Sądu Najwyższego z dnia 11 grudnia 2018 r., IV CNP 31/17* | 349

Tekst źródłowy

ARTUR LIS *Dwa synody z 1212 roku* | 367

Contents

Articles

AGNIESZKA SADOWSKA-DZIWINA *The attitude of the advocate partner company to third parties in the scope of partner liability for debts* | 12

KLAUDIA KIJĄŃSKA *Possibility to lodge a cassation by Deputy Attorney General for Military Cases in criminal proceedings and petty offense proceedings* | 27

KRYSTIAN WASILEWSKI *Legal status of electoral commissioner* | 38

IWO JAROSZ *One-tier board structure in Polish corporate law? The simple joint stock company and its board model* | 46

KAZIMIERA JUSZKA, KAROL JUSZKA *Studies vetting the observance of rules for conducting forensic evidence by inspection in killing cases in Poland* | 65

MIROSŁAW KOPEĆ *Legal assistance provided by the attorney advance on income tax from individuals in the jurisprudence of administrative courts* | 76

JAN KLUZA *A voice in the discussion about liability for crime exposing to imminent danger of loss of life or severe health damage commit by negligence* | 91

EMILIA TOPOREK *General clauses. Their role and meaning in civil law* | 101

MATEUSZ KORZENIAK *Criminal law characterization of permitted economic risk* | 114

ALEKSANDRA RUDKOWSKA *Justice of the peace as a sign of a grown and independent community – study upon the case of the II Republic of Poland* | 132

WIKTORIA KUZIA *Conflicts between the Designer and the Investor with Respect to the Right to Integrity of the Content and Form of the Architectural Work* | 145

ANNA WOLSKA-BAGIŃSKA *Tax crimes in Poland regarding the Value Added Tax* | 158

MATEUSZ MAKOSA *Legal confirmation of Polish origin in the context of the right to repatriation* | 172

MICHAŁ SŁUŻALEC *Allowing the minor as the audience to participate in the trial, and regulation of close trial in criminal proceedings* | 189

JAKUB KOZŁOWSKI *The impact of the judgment of the European Court of Justice in case C-284/16 Achmea in the context of the rule of law crisis in the European Union* | 199

KACPER ROŻEK *Selected methodological problems of dogmatics of administrative law (problem of the conceptualization of administrative law)* | 212

MATEUSZ KUPIEC *The boundaries of the right to access to public information and the protection of privacy of attorneys and legal coun-sels* | 222

KAROL JUSZKA *Influence of monetary benefit on the effectiveness of conditional discontinuation of criminal proceedings* | 236

ŁUKASZ CHYLA *New prospectus law - the analysis of changes* | 247

KRZYSZTOF BOKWA *Tortious liability in the West Galician Code of 1797* | 276

RAFAŁ ŻELAZKO *Legal aspects of paying borders through geodet* | 287

KAROL SKOREK *Economic thought of Adam Doboszyński – critical approach* | 311

Gloss

SŁAWOMIR ZWOLAK *Gloss to the judgment of the Supreme Administrative Court of 12 April, 2017, file ref. II OSK 1295/16* | 325

DAMIAN DOBOSZ, ANNA NIZIOŁEK *The application of standstill clause by the example of gloss of judgment of European Court of Justice from the 16th of June 2011 in case C-212/10 Logstor ROR Polska sp. z o.o. versus Dyrektor Izby Skarbowej w Katowicach* | 338

JOANNA GŁÓWKA-LUTY *Gloss to the judgment of the Supreme Court of December 11, 2018, IV CNP 31/17* | 349

Source text

ARTUR LIS *Two synods from 1212* | 367

Łukasz Chyla

Nowe prawo prospektowe - ocena zmian

New prospectus law- the analysis of changes

Wprowadzenie

21 lipca 2019 r. weszło w życie bezpośrednio wiążące we wszystkich Państwach Członkowskich Rozporządzenie Prospektowe (UE) 2017/1129¹, zastępujące dotychczasową Dyrektywę Prospektową². Zasadniczym zadaniem reformy jest ułatwienie pozyskiwania kapitału przez emitentów w UE i poprawa efektywności rynków przy jednoczesnym zwiększeniu ochrony inwestorów. Aby osiągnąć ten cel, Rozporządzenie wprowadziło szereg istotnych zmian, w szczególności dotyczących formy regulacji, czy progów zwolnienia z obowiązku publikacji prospektu emisyjnego. Wprowadza również nowe instytucje (np. uniwersalny dokument rejestracyjny) i zupełnie nowe rodzaje prospektów emisyjnych (prospekt emisyjny UE, prospekt emisyjny dla emisji wtórnych) w ramach proporcjonalnego systemu obowiązków informacyjnych. Zmienia także zasady dotyczące czynników ryzyka oraz podsumowania prospektu- m.in. opierając je na modelu KID znanym z Rozporządzenia PRIIPS. Ponieważ zmiany te będą miały znaczący wpływ na emitentów i inwestorów w Unii Europejskiej, artykuł

¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE.

² Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE.

podjemie próbę analizy i oceny wybranych zmian wprowadzonych przez nowe prawo prospektowe.

I. Nowa forma regulacji- rozporządzenie w miejsce dyrektywy

Zastąpienie dotychczasowej Dyrektywy Prospektowej przez Rozporządzenie Prospektowe oznacza, że jego przepisy znajdą bezpośrednie zastosowanie we wszystkich Państwach Członkowskich- bez dalszej potrzeby implementacji. Od lat zauważa się rosnącą tendencję w zakresie harmonizacji krajowych porządków prawnych poprzez wprowadzanie rozporządzeń³. Wychodząc z założenia, że nawet subtelne różnice na poziomie krajowym mogą negatywnie wpływać na transgraniczne oferty papierów wartościowych czy ochronę inwestorów, forma ta- zdaniem KE- stanowi najlepszą gwarancję jednolitości stosowania prawa na poziomie ogólnounijnym⁴. Szczególnie ma to znaczenie w kontekście obowiązków informacyjnych, procedury paszportowej⁵, kosztów ponoszonych przez emitentów⁶, a co za tym idzie- pewności obrotu gospodarczo-prawnego. Widoczne ograniczenie swobody państw członkowskich w kształtowaniu przepisów prospektowych, podyktowane potrzebą unifikacji i defragmentaryzacji, może poprzez tzw. efekt trampoliny, pozytywnie wpłynąć na mniej rozwinięte rynki⁷. Mimo potencjalnych korzyści, rozwiązanie to niesie ze sobą także pewne ryzyka. Wskazuje się, że rynki poszczególnych państw członkowskich różnią się stopniem rozwoju, strukturą, wartością obrotu i rodzajem instrumentów finansowych⁸. W efekcie nowe prawo może czasami prowadzić do zbyt rygorystycznej interpretacji przepisów oraz nadgorliwego ich egzekwowania przez organy nadzoru, przy braku elastyczności, wskazanej dla stopnia rozwoju danego rynku i dotychczasowych zwyczajów praktyki⁹. Potencjalna interpretacja nowych przepisów przez Trybunał Sprawiedliwości Unii Europejskiej byłaby wiążąca dla wszystkich sądów w Unii Europejskiej, co prowadziłoby do dalszego ograniczenia swobody

³ W. Nowosad, *Nowe rozporządzenie prospektowe - analiza wybranych zmian legislacyjnych*, Przegląd Prawa Handlowego, No. 10/2018, s. 43.

⁴ Motyw 5. Rozporządzenia.

⁵ W. Nowosad, *Nowe rozporządzenie prospektowe...*, s. 43.

⁶ Motyw 4. Rozporządzenia.

⁷ W. Nowosad, *Nowe rozporządzenie prospektowe...*, s. 43.

⁸ *Ibidem*.

⁹ R. S. Panasar, J. Healy and others, *The New Prospectus Regulation – The Story So Far*, Cleary Gottlieb Alert memorandum, 07.03.2019, s. 7.

organów krajowych. Ponadto, nadzór „ważniejszych rynków” mógłby wywierać wpływ na organy nadzoru pozostałych państw członkowskich poprzez własną interpretację przepisów rozporządzenia i aktów delegowanych, co może naruszać lokalne środowisko inwestycyjne i interesy lokalnych emitentów¹⁰. Z drugiej strony, sama ilość aktów delegowanych i wytycznych¹¹ oraz nieuchronne różnice interpretacyjne indywidualnych państw członkowskich mogą nawet utrudnić cele regulacji, wprowadzając dodatkową niepewność dla uczestników rynku a tym samym godząc w podstawowe założenie Unii Rynków Kapitałowych.

Moim zdaniem, zmianę tę należy jednak ocenić pozytywnie, ponieważ stanowi ona kolejny krok do pełnego wdrożenia projektu unii rynków kapitałowych, poprzez zmniejszanie dysproporcji między obowiązkami prospektowymi oraz stymulację słabszych gospodarek regionu. Można nawet żałować, że wciąż wiele aspektów regulacji nowego prawa dotyczącego prospektów emisyjnych pozostanie w gestii krajowych ustawodawców, którzy - często nadgorliwie - starają się zachować możliwie największy wpływ na los emitentów i inwestorów. Prawdziwa harmonizacja wymaga nawet śmielszych kroków. Tytułem przykładu należy tu wskazać ujednolicenie zasad dotyczących odpowiedzialności cywilnoprawnej emitentów i innych podmiotów biorących czynny udział w przygotowaniu prospektu za nieprawdziwe, nierzetelne lub niepełne informacje znajdujące się w prospekcie. Różnice te są znaczące w poszczególnych państwach członkowskich¹², pomimo faktu, że mają one często kluczowe znaczenie¹³ dla emitentów (rozważających przeprowadzenie oferty publicznej¹⁴), oraz dla inwestorów- (w kontekście skutecznej ochrony *ex post* w przypadku tzw. *misselingu*).

¹⁰ *Ibidem*.

¹¹ Zgodnie z tzw. procedurą A. Lamfalussy'ego

¹² Esma/2013/619 Document, *Report on Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, 30.05.2013.

¹³ Odpowiedzialność cywilnoprawna za informacje ujawnione w prospekcie stanowi istotny bodziec z punktu emitenta, zachęcając go do publikowania pełnych i rzetelnych informacji. Z drugiej strony, zwiększa ona marginalne koszty i ryzyko przeprowadzenia oferty publicznej. Ponadto, zróżnicowanie modeli odpowiedzialności wprowadza niepewność emitenta w przypadku ofert transgranicznych, co negatywnie odbija się na jego decyzji o przeprowadzeniu emisji.

¹⁴ M. B. Fox, *Initial Public Offerings in the Capital Markets Union: A US Perspective*, in: Danny Busch, Emiliós Avgouleas, and Guido Ferrarini, *Capital Markets Union in Europe*, Oxford Scholarship Online: 07. 2018, s. 287.

II. Nowe progi wyłączeń prospektowych

Zmiana wysokości progów wyłączeń od obowiązku prospektowego stanowi najważniejszą zmianę Rozporządzenia. Zwolnione z obowiązku prospektowego zostały najmniejsze emisje o wartości poniżej 1 mln EUR¹⁵ (poprzednio 100 000 EUR)¹⁶ – „dolny próg wyłączenia”, a państwa członkowskie mogą nakładać inne obowiązki informacyjne poniżej tej granicy jedynie w zakresie, w jakim obowiązki te nie stanowią nieproporcjonalnego lub niepotrzebnego obciążenia¹⁷. Dodatkowo, w celu promowania rozwoju MŚP w ich staraniach o pozyskanie kapitału, państwa członkowskie będą teraz mogły zwolnić mniejsze emisje z obowiązku publikowania prospektu emisyjnego, ustalając wyższy próg – nawet do 8 mln EUR¹⁸ w odniesieniu do ich rynków wewnętrznych (próg ten wynosił dotychczas 5 000 000 Euro, a jeszcze wcześniej 2 500 000 Euro)¹⁹ – „górny próg wyłączenia”²⁰. Takie oferty nie mogą jednak podlegać procedurze powiadomienia²¹ i nie mogą korzystać z systemu paszportowego na mocy Rozporządzenia²². Ponadto, progi zwolnienia nie mają zastosowania odnośnie dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynkach regulowanych, co spotyka się z częstą krytyką²³. Także poniżej górnego progu wyłączenia, państwa członkowskie mają możliwość nakładania innych obowiązków informacyjnych o ile nie stanowią one nieproporcjonalnego lub niepotrzebnego obciążenia w odniesieniu do zwolnionych ofert²⁴. Zachowanie kompetencji państw członkowskich do ustalenia progu od 1 do 8 milionów EUR (a także krajowych zasad udostępniania informacji poniżej tego progu), zgodnie z ich oceną odpowiedniego poziomu rozwoju rynku i ochrony inwestorów krajowych, było uzasadnione dużą różnorodnością rynków finansowych w różnych krajach Unii Europejskiej²⁵. Państwa członkowskie są zobowiązane do powiadomienia KE i ESMA o tym, czy i w jaki sposób zdecydują się skorzystać ze zwolnienia.

¹⁵ W ciągu 12 miesięcy.

¹⁶ Artykuł 1(3).

¹⁷ Artykuł 1 oraz Motyw 12. Rozporządzenia.

¹⁸ W ciągu 12 miesięcy.

¹⁹ Artykuł 3(2)(b).

²⁰ Artykuły 1 ust. 3 i 3 ust. 2 zaczęły obowiązywać w dniu 21 lipca 2018 r.

²¹ Artykuł 25 Rozporządzenia.

²² Motyw 13. Rozporządzenia.

²³ A. Casale, M. Bianchi, P. Spatola, *The New Prospectus Regulation: a Missed Opportunity?*

Oxford Business Law Blog, 2017.

²⁴ Motywy 12. i 13. Rozporządzenia.

²⁵ Motyw 13. Rozporządzenia.

Podniesienie dolnego progu ze 100 000 EUR do 1 mln EUR jest godną pochwałą zmianą, gdyż znacząco redukuje obciążenia małych emitentów w tym przedziale i przyniesie wymierne korzyści MŚP oraz finansowaniu społecznościowemu (szczególnie w odniesieniu do *equity crowdfunding*), którego średnia wartość wynosi właśnie ok. 250 000 EUR. Moim zdaniem można jednak rozważyć podniesienie tego progu do 2 lub 3 mln EUR - zwłaszcza biorąc pod uwagę, że w wielu państwach członkowskich oferty na tym poziomie wiążą się z ograniczonymi obowiązkami informacyjnymi, lub są z nich nawet zwolnione. Podniesienie górnego progu wyłączenia należy również uznać za właściwe, choć w mojej ocenie niewystarczające rozwiązanie. Szacuje się, że liczba zatwierdzonych prospektów emisyjnych dla ofert od 5 mln EUR do 10 mln EUR w latach 2013–2014 stanowi około 3% wszystkich zatwierdzonych prospektów emisyjnych, a dla ofert od 10 mln do 20 mln EUR, dodatkowe 3%²⁶. Jakkolwiek odsetek ten wydaje się niewielki, to podwyższenie górnego progu do 10 lub 20 mln EUR prawdopodobnie stanowiłoby znaczną zachętę dla niezdecydowanych emitentów i naturalnie spowodowałoby szybki wzrost liczby prospektów emisyjnych - kilkakrotnie przekraczający 6%. W Stanach Zjednoczonych, tzw. *Rozporządzenie A/A+* ustanawia sprawdzony od lat system dwupoziomowy, ze znacznie wyższymi progami zwolnienia-wynoszącymi kolejno 20 i 50 mln USD²⁷. Potrzeba dalszej liberalizacji progów wyłączenia w całej UE, znajduje pewne odzwierciedlenie w tendencji legislacyjnej państw członkowskich.

W porównaniu do 2016 roku (Tabela 1), co najmniej 12 państw skorzystało z możliwości podniesienia progów zwalniających z obowiązku publikacji prospektu (Tabela 2)²⁸. Co najmniej 7 krajów uczyniło to dzięki nowym możliwościom, jakie przyniosło Rozporządzenie, a kolejne 8 przymierza się do podobnej zmiany, wszczynając procedury konsultacyjne lub finalizując procesy ustawodawcze rozważa takie rozwiązanie²⁹.

²⁶ W oparciu o dostępne dane z lat 2013- 2014, European Commission, *The Commission Staff Working Document Impact Assessment...*, Brussels, 30.11.2015.

²⁷ US Regulation A (17 C.F.R. §230.251 et seq.).

²⁸ Belgia, Francja i Niemcy podniosły progi wyłączeń ze 100 000 EUR do 8 mln EUR. Dania i Rumunia z 1 miliona do 8 milionów i 5 milionów (próg dla ofert krajowych). Finlandia i Holandia podniosły progi z 2,5 miliona do odpowiednio 8 i 5 milionów. Włochy i Wielka Brytania postanowiły utrzymać najwyższy możliwy próg niezwiązany z prospektem emisyjnym, zwiększając w ten sposób progi z 5 do 8 milionów. Wreszcie Austria i Luksemburg podniosły progi do 5 milionów, z kolejno 250 000 EUR i 1,5 miliona EUR, podczas gdy Słowenia podniosła swój próg z 100 000 EUR do 3 milionów EUR. Patrz: Ł. Chyla, *Is 2.5 million EUR prospectus exemption threshold enough?* Przegląd Prawno-Ekonomiczny, nr 47.

²⁹ Bułgaria, Cypr, Estonia, Grecja, Islandia, Łotwa, Litwa i Luksemburg są obecnie w trakcie dostosowywania przepisów krajowych do Rozporządzenia. Prawdopodobne jest zatem, że niektóre

Tabela 1: Wysokość emisji powyżej której Państwa Członkowskie wymagają sporządzenia prospektu emisyjnego (2016)

Próg (EUR)	100 000	250 000	1 000 000	1 500 000	2 500 000	5 000 000
Państwo	Belgia, Bułgaria, Francja (1), Niemcy, Węgry, Łotwa, Rumunia, Słowacja, Słowenia	Austria	Czechy, Dania, Rumunia	Luksemburg	Finlandia, Holandia, Polska, Szwecja	Chorwacja, Grecja, Irlandia, Włochy, Litwa, Malta, Portugalia, Hiszpania, Wielka Brytania

Wyrażone jako wartość oferty w ciągu 12 miesięcy. Brak danych dla Cypru, Estonii. (1)

W odniesieniu do ofert stanowiących więcej niż 50% wartości dotychczasowych emisji.

Źródło: ESMA

Co ciekawe, Polska jest jednym z 2 krajów (obok Czech), w których nie wzrósł próg wyłączenia (choć w niektórych krajach zmiana ta miała charakter automatyczny ze względu na bezpośrednio obowiązujące przepisy PR). Co więcej, Polska jest jednym z 2 krajów (drugim są Węgry), które zmieniły prawo w celu dostosowania przepisów do Rozporządzenia, a mimo to nadal nie zdecydowały się go podnieść.

Tabela 2: Wysokość emisji powyżej której Państwa Członkowskie wymagają sporządzenia prospektu emisyjnego (2019)

Próg (EUR)	1 000 000	2 500 000	3 000 000	5 000 000	8 000 000
Państwo	Bułgaria, Cypr, Czechy, Węgry, Litwa, Rumunia, Słowacja	Polska, Szwecja	Słowenia	Austria, Chorwacja, Estonia, Grecja, Islandia, Irlandia, Litwa, Luksemburg, Malta, Holandia, Norwegia, Portugalia, Rumunia, Hiszpania	Belgia, Dania, Finlandia, Francja, Niemcy, Włochy, Wielka Brytania

Wyrażone jako wartość oferty w ciągu 12 miesięcy w UE. Niektórzy przedstawiciele EOG są również uwzględnieni w tej tabeli. Kraje, które podniosły progi zwolnienia od 2016 r., zostały kursywą.

z nich mogą jeszcze bardziej podnieść progi wyłączeń- szczególnie te, które już teraz wykorzystywały maksymalną dopuszczalną jego wartość (Estonia, Grecja, Islandia, Litwa, Luksemburg).

To pokazuje, że podniesienie górnego progu wyłączenia prospektowego odpowiada potrzebom wielu państw członkowskich. Nowa regulacja budzi tu jednak pewne wątpliwości. Chociaż różnica pomiędzy dolnym i górnym progiem - 1 a 8 milionów euro - została istotnie spłaszczona (stosunek 1:8 względem wcześniejszego 1: 50), to jednak zakres swobody pozostawiony lokalnym władzom jest wciąż bardzo duży - szczególnie w kontekście faktu, że polityka poszczególnych państw bywa niekiedy prowadzona niezależnie od stopnia ich rozwoju gospodarczego. Ponadto, systemy obowiązków informacyjnych narzucanych emitentom poniżej tych progów bywają na tyle zróżnicowane, że *de facto* prowadzi to do fragmentacji rynków. W konsekwencji, niektóre państwa nie ustanawiają szczególnych obowiązków informacyjnych³⁰, inne wymagają jedynie skromnych informacji prasowych lub krótkich notatek informacyjnych. Jeszcze inne wymagają dłuższych dokumentów informacyjnych, w tym odpowiednich memorandumów lub nawet specjalnych krajowych prospektów emisyjnych. Gdziekolwiek wymagane jest uprzednie zatwierdzenie wspomnianych dokumentów informacyjnych przez właściwy organ krajowy, podczas gdy w niektórych wystarczy ów organy jedynie poinformować o skorzystaniu z wyłączenia (a czasem nawet nie). Omawiana różnorodność prowadzi do braku spójności i może mieć negatywny wpływ na realizację głównego postulatu Unii - harmonizacji europejskich rynków kapitałowych³¹. Przykładowo w Polsce, wejście na rynek stanowi spory problem dla mniejszych emitentów, ze względu na surowe wymogi dotyczące obowiązków informacyjnych dla ofert publicznych w przedziale od 1 do 2,5 mln EUR, gdzie zamiast prospektu należy opublikować zatwierdzone uprzednio przez KNF memorandum informacyjne. Chociaż krótsze niż regularny prospekt emisyjny, memorandum nadal stanowi znaczące obciążenie dla polskich emitentów, często licząc ponad 100-150 stron. Zgodnie z nowelizacją, w przypadku ofert od 100

³⁰ W następujących 9 krajach nie ma przepisów krajowych mających zastosowanie do ofert poniżej progu wyłączenia: Bułgaria, Cypr, Czechy, Dania, Portugalia, Rumunia, Słowacja, Hiszpania i Szwecja. W tych krajach oferty publiczne poniżej progu nie wymagają podawania żadnych dodatkowych informacji - ani opinii publicznej, ani właściwym organom krajowym.

³¹ Przykładowo, wysokie górne progi wyłączenia oraz łagodne wymogi informacyjne w Danii (8 mln EUR), Portugalii (5 mln EUR), Rumunii (5 mln EUR) lub Hiszpanii (5 mln EUR), sprawiają, że w tych krajach perspektywa przeprowadzenia oferty publicznej staje się szczególnie atrakcyjna dla MŚP. Na uwagę zasługują też liberalne regulacje stosunkowo mniejszych rynków, takich jak Chorwacja, Estonia, Finlandia, Litwa, Portugalia, Rumunia, które postanowiły ustanowić limit w wysokości 5 mln EUR, oraz Słowenia z 3 mln EUR. Na drugim biegunie uplasowały się kraje takie jak Bułgaria, Cypr, Republika Czeska, Węgry, Łotwa, Rumunia (oferty publiczne w Rumunii) i Słowacja - szczególnie uciążliwe ze względu na niski próg zwolnienia (minimum PR 1 mln EUR). Niektóre z tych krajów wymagają ponadto nieadekwatnych obowiązków informacyjnych także poniżej tego progu. Patrz: Ł. Chyła, *Is 2.5 million EUR prospectus exemption threshold enough?* Przegląd Prawno-Ekonomiczny, nr 47.

ooo do 1 miliona EUR emitent musi opublikować dokument zawierający niezbędne informacje o emitencie, warunkach i zasadach przeprowadzania oferty (papiery wartościowe, wykorzystanie wpływów, czynniki ryzyka itp.), a także oświadczenie o prawdziwości informacji. W wielu krajach, takich jak Belgia, Dania, Finlandia, Niemcy, Francja czy Włochy, emitenci oferujący papiery wartościowe o łącznej wartości do 8 000 000 EUR, a w krajach takich jak Chorwacja, Irlandia, Litwa, w Holandia, Portugalia, Hiszpania- o łącznej wartości do 5 000 000 EUR, napotkają znacznie mniej przeszkód niż w przypadku oferty o wartości ponad 1 000 000 EUR w Polsce lub na Węgrzech. Prowadzi to do sytuacji, w której prawodawstwo niektórych państw może być postrzegane w kategorii „gold platingu”³², co jeszcze bardziej pogłębia fragmentację rynków kapitałowych oraz zwiększa koszty emitentów- w zakresie zarówno poszukiwania najkorzystniejszego miejsca dla przeprowadzenia oferty jak i dostosowywania się do lokalnych przepisów³³. Akceptując na tyle zróżnicowaną politykę państw członkowskich reforma przeoczyła kwestię znacznie ważniejszą niż wysokość progów wyłączenia, ponieważ powodowana tym stanem rzeczy niepewność prawna utrudnia zaufanie emitentów i inwestorów do europejskich rynków. O ile duże podmioty będą w stanie dostosować swoją działalność do najbardziej liberalnych rozwiązań poszczególnych państw członkowskich, to rozwiązanie będzie wiązało się ze skrupulatną i kosztowną analizą poszczególnych porządków prawnych, na które wciąż tylko nieliczni będą mogli sobie pozwolić. W związku z powyższym, należy żałować, że nie zdecydowano się na większą harmonizację progów wyłączeń, połączoną z ujednoczeniem zasad obowiązujących poniżej tych progów na poziomie krajowym³⁴- chociażby na poziomie wytycznych ESMA, podobnych do tych dotyczących czynników ryzyka.

Godnym rozważenia rozwiązaniem, byłyoby także wprowadzenie równoległego, modelowego prospektu emisyjnego UE, podlegającego wyłącznie zatwierdzeniu przez ESMA. Mógłby zostać ustanowiony jako jedna z opcji dla emitentów, w celu zminimalizowania negatywnych skutków krajowego *gold platingu*, a także mógłby zredukować negatywne konsekwencje ewentualnych nadużyć ze strony lokalnych organów nadzoru. To rozwiązanie pozwoliłoby stworzyć bezpieczną

³² Zjawisko przerostu norm prawnych, wytycznych i procedur, które przeszkadzają w pełnym osiągnięciu celu regulacji (za: Komisja Europejska).

³³ European Commission, *The Commission Staff Working Document Impact Assessment...*, Brussels, 30.11.2015, s. 20-22.

³⁴ A Casale, M. Bianchi, P. Spatola, *The New Prospectus Regulation: a Missed Opportunity?* Oxford Business Law Blog, 2017.

przystań dla emitentów „prześladowanych” przez krajowe systemy prawne- nie tylko w odniesieniu do ofert publicznych.

Warto też wspomnieć o tym, że Rozporządzenie- mimo licznych postulatów środowiska- nie zmodyfikowało maksymalnej liczny inwestorów nie-kwalifikowanych³⁵, do których oferta może być skierowana w każdym państwie członkowskim bez prospektu emisyjnego. Zdaniem Komisji Europejskiej, już w obecnym stanie możliwe jest *de facto* przeprowadzenie nie-prospektowej oferty publicznej z udziałem ponad 4000 inwestorów nie-kwalifikowanych w skali całej UE, przekraczającej górny próg wyłączenia prospektowego (8 mln euro), co może negatywnie odbić się na ochronie inwestorów w skali makro. By temu zaradzić, można jednak rozważyć wprowadzenie bariery np. 2000 inwestorów w skali całej UE, przy jednoczesnym podniesieniu liczby inwestorów do 300, czy nawet 500³⁶ na każde państwo członkowskie. Takie rozwiązanie mogłoby potencjalnie wpłynąć na rozwój ofert *crowdfundingowych* oraz inicjatyw lokalnych, np. dla państw Europy Środkowo Wschodniej, państw nordyckich, czy tzw. państw Beneluksu.

Podsumowując zagadnienie progów wyłączeń prospektowych, w mojej opinii godne rozważenia byłoby:

- podniesienie liczby inwestorów niekwalifikowanych do 300- 500 na państwo członkowskie (2000-3000 na UE);
- podniesienie górnego progu wyłączenia do 10 milionów euro, lub wprowadzenie kolejnego, odpowiednio wyższego progu dla zaufanych emitentów;
- podniesienie dolnego progu wyłączenia do 2 milionów euro;
- wprowadzenie zakazu wymagania uprzedniego zatwierdzenia przez krajowe organy nadzoru poniżej pewnego pośredniego progu- np. 3 mln euro;
- ujednoczenie zasad dotyczących obowiązków prospektowych poniżej górnego progu wyłączenia, wprowadzenie egzekwowlanej zasady proporcjonalności wymogów informacyjnych;
- Zastosowanie progów wyłączeń do papierów wartościowych mających być dopuszczonymi do obrotu na rynku regulowanym.

³⁵ Wcześniej pod rządami Dyrektywy Prospektowej- artykuł 3(2)(b). Próg ten został podniesiony ze 100 do 150 przez Dyrektywę 2010/73/EU.

³⁶ Tyle wynosi średnia ilość inwestorów zaangażowanych w inicjatywy *crowdfundingowe*. Patrz: ESMA's report "Investment-based crowdfunding: insights from regulators in the EU" of May 2015.

III. Nowe rozwiązanie dla MŚP

Komisja Europejska w 2015 r.³⁷ zidentyfikowała wiele problemów, które wydają się utrudniać pozyskiwanie kapitału w UE dla małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP)³⁸, co sprawia, że ich aktywność na rynkach kapitałowych pozostaje na wyjątkowo niskim poziomie³⁹. Dlatego też, ułatwienie emitentom dostępu do finansowania stanowi jedno z głównych zadań Unii Rynków Kapitałowych⁴⁰.

W tym celu, po pierwsze, Rozporządzenie zmienia ich zakres podmiotowy, uwzględniając definicję z art. 4 ust. 1 pkt 13 Dyrektywy 2014/65/UE⁴¹. Dzięki temu spółki, których średnia kapitalizacja rynkowa wynosi mniej niż 200 mln euro (w miejsce 100 mln euro, jak dotychczas), zaliczane są w obliczu prawa prospektowego do grupy MŚP. To rozwiązanie znacznie rozszerza listę firm korzystających ze statusu MŚP a także zwiększa integralność rynków. Po drugie, aby jeszcze bardziej zwiększyć obecność MŚP na rynkach kapitałowych, Rozporządzenie wprowadza nowy rodzaj prospektu: „prospekt UE na rzecz rozwoju”⁴², który w ramach tzw. proporcjonalnego systemu obowiązków informacyjnych znacząco łagodzi standard ujawnianych informacji dla mniejszych emitentów. Prospekt ten jest łatwy do wypełnienia przez emitentów, ma ujednolicony format i powinien być napisany prostym językiem. Składa się on ze specjalnego podsumowania⁴³, specjalnego dokumentu rejestracyjnego i specjalnego dokumentu ofertowego. Ma on zawierać wyłącznie informacje, które inwestorzy mogą uznać za istotne i przydatne⁴⁴. Celem tych ułatwień jest zapewnienie

³⁷ European Commission, *The Commission Staff Working Document Impact Assessment...*, Brussels, 30.11.2015.

³⁸ Do najważniejszych należą koszty prospektowe, które wynoszą średnio 1 mln EUR i nawet do 15% pozyskiwanego kapitału. Jeśli dodać do tego zjawisko tzw. *underpricingu*, obciążenia te mogą pochłonąć nawet ¼ wartości emisji. Obecnie Europa generuje tylko połowę IPO dla MŚP, względem okresu sprzed kryzysu finansowego (478 IPO i 13,8 miliarda EUR zebranych średnio w latach 2006-2007 w porównaniu do 218 IPO i 2,55 miliarda EUR zebranych w latach 2009-2017). Fakt, że blisko 50% wartości IPO przeprowadzanych na europejskich rynkach MŚP odbywa się w Wielkiej Brytanii, obrazuje także skalę problemu po ewentualnym Brexicie.

³⁹ European Commission, *The Commission Staff Working Document Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 596/2014 and (EU) 2017/1129 as regards the promotion of the use of SME growth markets*, Bruksela, 24.5.2018.

⁴⁰ Motyw 51. Rozporządzenia.

⁴¹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE.

⁴² Artykuł 15.

⁴³ Na podstawie artykułu 7.

⁴⁴ Motyw 52. Rozporządzenia

proporcjonalności między wielkością spółki a kosztami obciążeń prospektywnych⁴⁵. Prospekt na rzecz wzrostu podlega procedurze paszportowej co czyni go znacznie wygodniejszym dla MŚP niż pod reżimem dyrektywy prospektywnej. Niestety, prospekt emisyjny UE nie jest dostępny dla podmiotów, których papiery wartościowe dopuszczone są już do obrotu na rynku regulowanym. Intencją tego wyłączenia jest przeciwdziałanie tworzeniu dwupoziomowego standardu obowiązków informacyjnych na rynkach regulowanych, co rzekomo miałyby prowadzić do dezorientacji inwestorów i negatywnie wpłynąć na ich zaufanie do rynków kapitałowych⁴⁶.

Stworzenie złagodzonego reżimu dla MŚP należy odbierać pozytywnie. Podobne, aczkolwiek bardziej elastyczne rozwiązanie funkcjonuje od lat z powodzeniem w USA, gdzie poszczególne kategorie mniejszych emitentów (*“smaller reporting companies”*⁴⁷, *“emerging growth companies”*⁴⁸) podlegają złagodzonej obowiązkowi informacyjnym. KE szacuje, że co najmniej 320 prospektów emisyjnych rocznie może kwalifikować się do nowego rozwiązania, co przyniesie oszczędności rzędu 45 mln EUR rocznie⁴⁹ i z pewnością zachęci MŚP do aktywniejszego korzystania z rynków kapitałowych.

Nowy rodzaj prospektu ma za zadanie stworzenie równowagi między potrzebami łatwego dostępu do kapitału dla MŚP oraz ochrony inwestorów, co nie jest zadaniem prostym.

Z jednej strony skala operacji wykonywanych przez pojedyncze MŚP ma ograniczony wpływ na rynek w porównaniu do większych podmiotów. Z drugiej strony ich krótsza historia, brak doświadczenia i renomy (*“cachet behind the name”*) oznaczają, że MŚP są stosunkowo niewiarygodne w porównaniu z większymi emitentami, co sugerowałoby podwyższone wymogi informacyjne i ostrożnościowe względem nich. Należy też wziąć pod uwagę, że w przypadku MŚP, a szczególnie innowacyjnych spółek, historia firmy ma znaczenie drugorzędne, a największą uwagę powinno się zwracać na przyszłe plany i pomysły biznesowe. Ponadto, wiele firm technologicznych obawia się IPO właśnie ze względu na potrzebę ujawnienia swoich planów przed konkurencją, a tym samym wolą korzystać z droższego, ale zapewniającego poufność źródła kapitału. W związku z tym, ostateczną decyzję dotyczącą kształtu obowiązków w zakresie prospektów

⁴⁵ R. S. Panasar, J. Healy and others, *The New Prospectus Regulation – The Story So Far*, Cleary Gottlieb Alert memorandum, 07.03.2019, s. 6.

⁴⁶ Motyw 53. Rozporządzenia.

⁴⁷ Item 10(f)(1) of Regulation S-K (17 CFR § 229.10).

⁴⁸ Section 2(a)(19) of the Securities Act of 1933.

⁴⁹ European Commission, *The Commission Staff Working Document Impact...*, Brussels, 30.11.2015, s. 36.

emisyjnych dla MŚP należy skalibrować w taki sposób, aby marginalne koszty społeczne obowiązków informacyjnych emitentów nie przekraczały marginalnych korzyści wynikających z minimalizacji asymetrii informacji poprzez zapewnienie inwestorom istotnych informacji⁵⁰. W tym kontekście wątpliwe jest, czy nowe prawo stanowi optymalne rozwiązanie. Po pierwsze, wyłączenie spod nowego prospektu tych spośród MŚP, których papiery wartościowe dopuszczone są do obrotu, należy uznać za zbędne⁵¹. Po drugie, niezrozumiałą jest brak maksymalnego progu oferty publicznej dla korzystania przez MŚP z prospektu na rzecz rozwoju. Może to prowadzić do sytuacji, że wartość ofert publicznych papierów dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym może być potencjalnie niższa niż tych przeprowadzanych poza rynkiem regulowanym przez MŚP, co stanowi nieuzasadnioną przewagę dla podmiotów o krótszej historii i zwiększonym ryzyku. Po trzecie, należy żałować, że forma prospektu dla MŚP nie została bardziej dostosowana do potrzeb inwestorów (np. w formie „pytań i odpowiedzi” rozważanym w dokumencie roboczym Komisji z 2015 r.). Jednocześnie warto pamiętać, że MŚP cierpią także z powodu wielu innych, wciąż czekających na zmianę przepisów UE, nakładających na nie nadmierne obciążenia⁵².

IV. Uproszczony system obowiązków informacyjnych dla ofert wtórnych

Analizy Komisji Europejskiej od lat wskazywały na problem braku rozróżnienia między prospektem emisyjnym wymaganym w przypadku tzw. pierwszej oferty publicznej (*IPO*), a emisjami wtórnymi emitentów już dobrze znanych rynkowi i organom nadzoru⁵³ - co oznaczało w praktyce niepotrzebne obciążenie dla tych drugich. Jako remedium, Rozporządzenie wprowadza specjalny uproszczony

⁵⁰ See: M. B. Fox, *Initial Public Offerings in the Capital Markets Union: A US Perspective*, in: Danny Busch, Emiliós Avgouleas, and Guido Ferrarini, *Capital Markets Union in Europe*, Oxford Scholarship Online: July 2018.

⁵¹ A Casale, M. Bianchi, P. Spatola, *The New Prospectus Regulation: a Missed Opportunity?* Oxford Business Law Blog, 2017.

⁵² European Commission, *The Commission Staff Working Document, Feedback Statement for the Public Consultation on the Capital Markets Union, Mid-Term Review Accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, Bruksela, 8.6.2017.

⁵³ European Commission, *The Commission Staff Working Document Impact...*, Brussels, 30.11.2015, s. 24.

system obowiązków informacyjnych dla ofert wtórnych, w przypadku publicznej oferty papierów wartościowych lub dopuszczenia do obrotu papierami wartościowymi na rynku regulowanym, przeznaczony dla emitentów stale notowanych na rynku regulowanym lub rozwoju MŚP przez co najmniej 18 miesięcy. Uproszczony prospekt składa się z podsumowania zgodnie z art. 7, specjalnego dokumentu rejestracyjnego, oraz specjalnego dokumentu ofertowego⁵⁴. Uproszczony prospekt zawiera wyłącznie informacje konieczne dla zrozumienia oferty przez inwestorów, przedstawione w łatwej do analizy, zwięzłej i zrozumiałej formie umożliwiającej im podjęcie „przemysłanej decyzji inwestycyjnej”⁵⁵. W celu zmniejszenia obciążenia emitentów uproszczony prospekt uwzględnia również informacje regulowane, ujawniane zgodnie z Dyrektywą 2004/109 / WE⁵⁶ oraz Rozporządzeniem (UE) nr 596/2014⁵⁷. Ograniczona treść uproszczonego prospektu emisyjnego zawarta jest w Załączniku do Rozporządzenia Delegowanego Komisji Europejskiej⁵⁸. Liczne pozycje- takie jak sprawozdanie finansowe, struktura organizacyjna, zasoby kapitałowe, wynagrodzenia i praktyki zarządu, wymagane w zwykłym prospekcie, nie są wymagane prospekcie uproszczonym⁵⁹. Komisja spodziewa się, że nowe rozwiązanie znajdzie zastosowanie nawet w 17.5 % wszystkich prospektów (głównie emisjach udziałowych papierów wartościowych)⁶⁰, co przyniesie oszczędności rządu 20-50% na prospekt oraz do 350 milionów euro rocznie w całej UE. W mojej ocenie, wprowadzenie uproszczonego

⁵⁴ Artykuł 14(1)(2).

⁵⁵ Informacje niezbędne, aby umożliwić inwestorom zrozumienie: a) perspektyw emitenta oraz ewentualnych znaczących zmian, jakie zaszły w działalności gospodarczej i sytuacji finansowej emitenta; b) praw związanych z danymi papierami wartościowymi; c) przesłanki oferty oraz jej wpływu na emitenta. Patrz: Artykuł 14(2).

⁵⁶ Dyrektywa 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 zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE.

⁵⁷ 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.

⁵⁸ Zawiera m.in.: a) roczne i półroczne informacje finansowe z ostatnich 12 miesięcy, prognozy i szacunki dotyczące zysków; b) zwięzłe streszczenie informacji ujawnionych na mocy rozporządzenia MAR (UE) nr 596/2014; c) czynniki ryzyka; d) informacje o kapitale obrotowym, kapitalizacji i zadłużeniu, konfliktach interesów i transakcji z podmiotami powiązаныmi, czy głównych akcjonariuszach. Patrz: Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2019/980 z dnia 14 marca 2019 r.

⁵⁹ <http://www.elexica.com/en/legal-topics/equity-capital-markets/160319-new-prospectus-regime> (access: 20.06.2019).

⁶⁰ European Commission, *The Commission Staff Working Document Impact...*, Brussels, 30.11.2015, s. 26.

prospektu to znakomity pomysł- podobne rozwiązania od lat z powodzeniem funkcjonują w Australii, Kanadzie, czy USA (instytucja tzw. „*Well-Known Seasoned Issuer*”⁶¹). Warto przy tym zauważyć, że reforma mogła być jeszcze bardziej ambitna, np. poprzez rozciągnięcie wyłączenia prospektowego z art. 4 ust. 2 lit. na wszelkie udziałowe i nie udziałowe papiery wartościowe tego samego rodzaju (zamiast jedynie 20% w przypadku nie-udziałowych). Wbrew obawom Komisji, zwiększyłyby to znacząco aktywność rynkową dużych emitentów wtórnych, przy jednoczesnym zachowaniu ochrony inwestorów poprzez informacje wymagane przez Rozporządzenie *MAR* i Dyrektywę *Transparency*, a pozostałym emitentom dałoby to bodziec do dążenia do uzyskania statusu emitenta wtórnego.

V. Podsumowanie prospektu

Badania wykazały⁶², że ochrona inwestorów pod rządami Dyrektywy Prospektowej była co do zasady nieskuteczna- m.in. z powodu tzw. „przeciążenia informacyjnego” (*information overload*)⁶³ oraz złej jakości dostarczanych inwestorom informacji. Podsumowania, mające za założenia dostarczać klarownych informacji o oferowanym produkcie, były zwykle długie, nieczytelne, techniczne i zbyt obszernie⁶⁴ - powodując niezadowolenie i powszechny spadek zaufania wśród inwestorów. Paradoksalnie wręcz, podsumowania nie służyły inwestorom, jednocześnie stanowiąc nadmierne obciążenie dla emitentów⁶⁵. Aby rozwiązać ten problem i uczynić je bardziej przyjaznymi dla inwestorów, Rozporządzenie wprowadza kilka istotnych zmian:

- Treść podsumowania musi być dokładna, rzetelna i nie może wprowadzać w błąd. Stanowiąc ma wprowadzenie do prospektu- spójne z pozostałymi

⁶¹ Securities Act 1933, Rule 405.

⁶² EC, *The Commission Staff Working Document Impact Assessment...*, Brussels, 30.11.2015, s. 9, 19.

⁶³ Möllers T.M.J., Kernchen E., *Information Overload at the Capital Market*, Europa e Diritto Privato 2010, No 4; *Behavioral Patterns and Pitfalls of U.S. Investors*, A Report Prepared by the Federal Research Division, Library of Congress under an Interagency Agreement with the SEC, August 2010, s. 1–20.

⁶⁴ Zgodnie z Dyrektywą, długość prospektu nie powinna przekraczać 15 stron lub 7% długości prospektu, jednak w praktyce wiele podsumowań przekraczało 30 stron.

⁶⁵ Konsultacje społeczne wykazały, że przeciętne podsumowanie było skomplikowane, a wymagany format nie pozwalał wręcz emitentom na skoncentrowanie uwagi czytelnika na kluczowych informacjach. Patrz: *Public consultations during the Expert Group of the European Securities Committee (EGESC)*; ESME's Report on Directive 2003/71/EC of September 2007 (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/05092007_report_en.pdf), s. 10–11.

częściami prospektu, a także musi być napisane językiem nietechnicznym, zwięzłym i zrozumiałym dla inwestorów.

- Format i treść podsumowania są oparte na KID (*Key Information Document*) zgodnie z Rozporządzeniem PRIIPS⁶⁶ i składają się z 4 części⁶⁷: wprowadzenia (zawierającego ostrzeżenia), kluczowych informacji na temat emitenta, na temat papierów wartościowych, na temat oferty publicznej papierów wartościowych lub dopuszczenia ich do obrotu na rynku regulowanym. Aby zapewnić jednolitą strukturę⁶⁸, podsumowanie zawiera ogólne sekcje i przyjazne dla użytkownika nagłówki⁶⁹. Co ważne, jeśli określone dłużne papiery wartościowe są objęte zarówno rozporządzeniem prospektowym, jak i Rozporządzeniem (UE) nr 1286/2014, emitenci mogą wykorzystać informacje zawarte w KID. Bezwzględny wymóg taki mogą także wprowadzić państwa członkowskie⁷⁰. Wykorzystanie koncepcji KID trzeba ocenić pozytywnie z kilku względów⁷¹. Po pierwsze, uporządkowana forma KID dostosowuje podsumowanie do potrzeb inwestorów, ułatwiając wyszukiwanie informacji i porównywanie produktów. Po drugie, zmusza emitentów do skoncentrowania się na najbardziej relevantnych informacjach, co obniża ich koszty. Po trzecie, ułatwia organom nadzorów rewizję prospektu.
- Podsumowanie może mieć maksymalnie 7 stron A4, co czyni je znacznie krótszym, a zatem łatwiejszym do przeanalizowania przez inwestorów (wcześniej, streszczenia często miały 20-30 stron). Krótsze podsumowanie będzie mniej kosztowne dla emitentów oraz mniej kłopotliwe dla organów nadzoru⁷². Jednak to rozwiązanie utrudnia elastyczność emitentom, którzy będą mieli trudności z przedstawieniem wszystkich istotnych informacji w lapidarny sposób⁷³.

⁶⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP).

⁶⁷ Artykuł 7(4) Rozporządzenia.

⁶⁸ Motyw 31. Rozporządzenia.

⁶⁹ M.in. „Kto jest emitentem papierów wartościowych?”, „Jakie są kluczowe informacje finansowe dotyczące emitenta?”, „Jakie są kluczowe ryzyka właściwe dla emitenta?” etcetera.

⁷⁰ Artykuł 7(7)(2), oraz Motyw 32. Rozporządzenia.

⁷¹ EC, *The Commission Staff Working Document Impact Assessment...*, Brussels, 30.11.2015, s. 39.

⁷² *Ibidem*.

⁷³ R. S. Panasar, J. Healy and others, *The New Prospectus Regulation...*, s. 10.

- - Podsumowanie może zawierać maksymalnie 15 najbardziej istotnych czynników ryzyka⁷⁴, co jest próbą powstrzymania dotychczasowej praktyki emitentów włączania wielu nieistotnych czynników ryzyka w celu zmniejszenia odpowiedzialności cywilnej w przypadku poniesienia straty przez inwestorów. To jednak ponownie ogranicza elastyczność emitentów i zmusza ich *ex ante* do subiektywnej selekcji najistotniejszych czynników, co naraża ich na ryzyko bycia nagminnie pozywanym przez niezadowolonych inwestorów. Nie bez powodu zmiana ta jest jedną z bardziej kontrowersyjnych zmian Rozporządzenia⁷⁵.
- - Podsumowanie obejmuje wybór historycznych kluczowych informacji finansowych⁷⁶, które powinny zapewnić inwestorom przegląd aktywów, zobowiązań i rentowności emitenta, w celu dokonania wstępnej oceny wyników finansowych⁷⁷. Aby ograniczyć uznaniowość emitentów w tym obszarze⁷⁸, Komisja przyjęła Rozporządzenie delegowane⁷⁹ (na podstawie propozycji ESMA), gdzie znajdują się szczegółowe wytyczne dotyczące kluczowych informacji. Także w tym przypadku, rozwiązanie to może wzbudzać niepokój emitentów, gdyż ogranicza możliwość przedstawienia ich punktu widzenia w sposób nienarządzający ich na konsekwencje surowego reżimu odpowiedzialności cywilnoprawnej.
- - Rozporządzenie nie wymaga już podsumowania w przypadku prospektów hurtowego⁸⁰ i podstawowego dla programów emisji dłużnych papierów wartościowych⁸¹, co również należy ocenić pozytywnie⁸².

⁷⁴ Artykuł 7(10) Rozporządzenia.

⁷⁵ Mimo że PR wprowadza szczególny system odpowiedzialności dla podsumowań, który chroni emitentów, emitenci mogą być narażeni na ryzyko poza UE, w przypadku gdy istotny czynnik ryzyka, obecny w głównym organie prospektu emisyjnego, nie został uwzględniony w podsumowaniu.

⁷⁶ Artykuł 7(6)(b) Rozporządzenia.

⁷⁷ Motyw 1. Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2019/979 z dnia 14 marca 2019 r.

⁷⁸ R. S. Panasar, J. Healy and others, *The New Prospectus Regulation...*, s. 10.

⁷⁹ Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) 2019/979 z dnia 14 marca 2019 r.

⁸⁰ Artykuł 7(1)(2).

⁸¹ Patrz: Artykuł 8(8-9). A także: EC, *The Commission Staff Working Document Impact Assessment...*, Brussels, 30.11.2015, s. 46.

⁸² Pomijając fakt, że praktyka rynkowa najpewniej i tak zmusi emitentów do włączenia odpowiednika podsumowania do prospektu podstawowego., S. Bullock, A. Delgado, T. Morris, C. Chambers, *New Prospectus Regulation: an evolving regime*, Ashurst LLP Paper, 2017 Thomson Reuters (Professional) the UK.

Należy równocześnie żałować, że zrezygnowano z propozycji pełnego uwolnienia formy podsumowania i odrzucenia obecnej standaryzacji⁸³ (*itemization*), które to rozwiązanie mogłoby być nie tylko wygodne dla emitentów- mogących zaprezentować swoje dokonania w ciekawszym, bardziej narracyjnym stylu- ale również dla dużej części inwestorów. Rozwiązanie takie utrudniłoby jednak organom nadzoru przeprowadzenia kontroli i procesu zatwierdzania prospektów, co zdecydowało- moim zdaniem niefortunnie- o jego odrzuceniu. Ostatecznie, nowy format podsumowania może być postrzegany jako pewnego rodzaju ostrożny kompromis między uporządkowanymi i szczegółowymi informacjami a swobodnym, narracyjnym stylem.

Głębsza analiza podsumowania pokazuje zalety i wady nowego rozwiązania. Bez wątpienia, w porównaniu z reżimem dyrektywy, zaletami są: a) wprowadzający charakter podsumowania⁸⁴, b) wyłączenia w przypadku prospektów hurtowych i podstawowych c) wymóg sporządzenia streszczenia w sposób nie-techniczny, zwięzły i zrozumiały dla inwestorów, d) format i treść oparte na KID z rozporządzenia PRIIPS. Pozostają jednak kontrowersje dotyczące 7-stronicowego limitu objętości, górnej granicy 15 istotnych czynników ryzyka, a także wyłączenia odsyłaczy i włączeń przez odniesienie⁸⁵- zwłaszcza przez pryzmat nowego, szerokiego wachlarza pretekstów dla odmowy zatwierdzenia prospektu emisyjnego przez organy nadzoru. W doktrynie zachodzi wątpliwość odnośnie racjonalności narzucania zakresu, długości i treści podsumowania, a nawet jego obowiązkowej obecności w prospekcie⁸⁶.

VI. Czynniki ryzyka

Wprowadzenie nowego i skomplikowanego modelu dot. czynników ryzyka jest jedną z najbardziej kontrowersyjnych zmian Rozporządzenia i stanowi uzasadniony powód do niepokoju dla emitentów. Poprzedni system opisywał czynniki ryzyka jako „właściwe dla sytuacji emitenta /jego papierów wartościowych” (*test właściwości*) oraz „mające istotne znaczenie dla podejmowania decyzji

⁸³ EC, *The Commission Staff Working Document Impact Assessment...*, Brussels, 30.11.2015, s. 38.

⁸⁴ A Casale, M. Bianchi, P. Spatola, *The New Prospectus Regulation: a Missed Opportunity?* Oxford Business Law Blog, 2017.

⁸⁵ Tamże.

⁸⁶ L. Enriques, (2017). *EU Prospectus Regulation: Some Out-of-the-Box Thinking*. REVISTA LEX MERCATORIA Doctrina, Praxis, Jurisprudencia y Legislación. 2.

inwestycyjnych” (*test istotności*)⁸⁷. Pomimo tych wymogów, emitenci formułowali czynniki ryzyka głównie w celu ograniczenia potencjalnej odpowiedzialności cywilnej za informacje zawarte w prospekcie emisyjnym oraz rozmycia rzeczywistego ryzyka w oczach inwestorów⁸⁸. W rzeczywistości regularną praktyką rynkową było używanie niejasnego lub zbyt ogólnego języka, żargonu prawno-ekonomicznego, języka bagatelizującego ryzyko⁸⁹ (*mitigating language*) itp. Innymi słowy, sekcja czynników ryzyka była zwykle zbyt długa i służyła jako swoista zasłona dla emitentów przed odpowiedzialnością- kompromitując ochronę inwestora⁹⁰. Rozporządzenie usiłuje rozwiązać ten problem poprzez skoncentrowanie się na jakości i jasności udostępnianych czynników ryzyka, tak aby prospekt emisyjny stanowił kluczowe źródło istotnych informacji dla inwestorów⁹¹.

Artykuł 16 Rozporządzenia ogranicza czynniki ryzyka tylko do tych które są łącznie „właściwe” dla emitenta/papierów wartościowych (*test właściwości*), „istotne” do podjęcia przemyślanej decyzji inwestycyjnej (*test istotności*), a także „znajdują odzwierciedlenie” w treści prospektu (*test odzwierciedlenia*). Wymóg właściwości oznacza, że wymagany jest wyraźny i bezpośredni związek⁹² między czynnikiem ryzyka a odpowiednim emitentem⁹³ lub papierami wartościowymi⁹⁴. Istotność czynników ryzyka ocenia się w oparciu o prawdopodobieństwo ich wystąpienia oraz przewidywaną skalę ich negatywnego wpływu. Ocena istotności może być ujawniona ilościowo lub z wykorzystaniem skali jakościowej

⁸⁷ Patrz: Art. 2(3) Rozporządzenia Komisji (UE) 809/2004: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:02004R0809-20130828&from=EN> see art. 5 PD.

⁸⁸ Patrz: Par. 3 Final Report, ESMA Guidelines on risk factors under the Prospectus Regulation, 29.03. 2019 I ESMA31-62-1217.

⁸⁹ Np. długich opisów.

⁹⁰ EC, *The Commission Staff Working Document Impact Assessment...*, Brussels, 30.11.2015, Annex 5, s. 39. Patrz: EC Consultation Document, Review of the Prospectus Directive, Brussels, 18.02.2015.

⁹¹ Głównym celem uwzględnienia czynników ryzyka w prospekcie emisyjnym jest zapewnienie inwestorom możliwości dokonania świadomej i przemyślanej oceny ryzyka. Prospekt nie powinien zawierać nieistotnych i niewłaściwych informacji, które mogłyby podważyć ochronę i zaufanie inwestorów. Patrz: Final ESMA Risk Factor Guidelines, par. 4.; Motywy 54. oraz 27. Rozporządzenia.

⁹² Zgodnie z Wytyczną 1(2) czynniki ryzyka służące głównie do zabezpieczenia się przed odpowiedzialnością nie są właściwe dla emitenta.

⁹³ Właściwość związana z emitentem / gwarantem może zależeć od rodzaju podmiotu (np. *start-upy*, wyspecjalizowani emitenci itp.)

⁹⁴ Właściwość związana z rodzajem papieru wartościowego może zależeć od cech takich jak przykładowo stopień płynności papierów wartościowych, ryzyko kursowe, itp. Patrz: K. Wöckener, C. Gargaro, i inni, *The new Risk Factor Regime under the Prospectus Regulation*, White and Case Client Alert, 04.2019.

o stopniach niskim, średnim lub wysokim⁹⁵. Wymóg odzwierciedlenia powinien zostać spełniony przez ogólny obraz przedstawiony w prospekcie emisyjnym⁹⁶.

Dodatkowym wymogiem jest wymóg prezentacji czynników ryzyka w odpowiedni sposób. Chodzi tu przede wszystkim o zwięzłą i przejrzystą formę prezentacji czynników ryzyka⁹⁷, oraz lokalizację odpowiadającą kolejności w prospekcie⁹⁸. Każdy czynnik ryzyka musi zostać adekwatnie opisany, z wyjaśnieniem sposobu, w jaki wpływa on na emitenta lub oferowane papiery wartościowe. Czynniki ryzyka przedstawia się w niewielkiej liczbie kategorii w zależności od ich charakteru, a w każdej z nich w pierwszej kolejności wymieniane winny być najistotniejsze czynniki ryzyka.

Aby zapewnić jednolite stosowanie czynników ryzyka ESMA opracowała⁹⁹ specjalne wytyczne dotyczące czynników ryzyka¹⁰⁰, skierowane do krajowych organów nadzoru. Precyzują one dyrektywy ESMA dotyczące stosowania nowych wymogów w odniesieniu do treści czynników ryzyka (właściwości, istotności, odzwierciedlenia) oraz ich prezentacji (kategoryzacji, zwięzłości, kolejności). Wytyczne w liczbie 12 szczegółowo opisują, w jaki sposób ESMA oczekuje, że właściwe organy zastosują¹⁰¹ nowe wymogi w swojej praktyce nadzorczej. Organy nadzoru muszą dołożyć wszelkich starań by zastosować się¹⁰² do wskazań ESMA w procesie zatwierdzania prospektów lub wyjaśnić potencjalną odmowę podjęcia działań¹⁰³. Prospekt, który nie spełnia rygorystycznych kryteriów narzuconych przez Rozporządzenie oraz wytyczne ESMA zostanie z reguły zakwestionowany przez właściwy organ krajowy¹⁰⁴.

⁹⁵ Artykuł 16 (1) (3); par. 26-27 Załącznika do wytycznych ESMA odnośnie czynników ryzyka.

⁹⁶ Wytyczna (6), artykuł 16 Rozporządzenia.

⁹⁷ Wytyczna (11).

⁹⁸ Wytyczna (12).

⁹⁹ Ze względu na specjalny mandat przewidziany w art. 16 ust. 4.

¹⁰⁰ Final Report, ESMA Guidelines on risk factors under the Prospectus Regulation, 29 March 2019 I ESMA31-62-1217. Available: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-1217_final_report_on_guidelines_on_risk_factors.pdf; See also a consultation paper dated 13 July 2018, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-996_consultation_paper_on_guidelines_on_risk_factors.pdf. (opublikowane w dniu 29 marca 2019 r.),

¹⁰¹ Wytyczne nie są bezpośrednio skierowane do emitentów, chociaż z oczywistych względów powinni oni mieć je na uwadze.

¹⁰² Artykuł 16(3) Rozporządzenia ESMA.

¹⁰³ Par. 10, Annex to Final ESMA Risk Factor Guidelines. Par. 8, Annex to Final ESMA Risk Factor Guidelines; Artykuł 20 Rozporządzenia.

¹⁰⁴ Właściwy organ nie przeprowadza oceny właściwości, istotności, odzwierciedlenia, gdyż obowiązek taki spoczywa na emitencie. Organ nadzoru powinien jednak dopilnować, aby kryteria te były widoczne i wyraźnie wskazane w sekcji ryzyka. W przeciwnym wypadku, doprowadzi to do dyskusji między organem a osobą odpowiedzialną za prospekt emisyjny, która ostatecznie

W zakresie czynników ryzyka, nowy system wydaje się być przynajmniej częściowo wzorowany na podejściu amerykańskim. Zgodnie z § 229.105 (pozycja 105) Rozporządzenia SK, emitenci powinni omówić w zwięzły i logicznie zorganizowany sposób (z podziałem na nagłówki i podtytuły) najważniejsze czynniki ryzyka - wyjaśniając, w jaki sposób wpływają na spółkę lub oferowane papiery wartościowe¹⁰⁵. Jednakże w przeciwieństwie do UE, w USA nie ma formalnych i skomplikowanych wymogów dotyczących istotności, właściwości i odzwierciedlenia. Nic istnieje dyrektywa nakazująca arbitralnie ocenić istotność czynników ryzyka na podstawie prawdopodobieństwa ich wystąpienia i oczekiwanej wielkości ich negatywnego wpływu (nie mówiąc już o ilościowych lub niejasnych kategoriach jakościowych). Nie istnieją też ograniczenia ani zalecenia co do liczby czynników ryzyka, a przede wszystkim nie ma wymogu dyskrecyjnego wyboru najbardziej istotnego ryzyka w każdej z pośród kategorii. W podsumowaniach prospektów emisyjnych w USA również brakuje wymagań co do długości i liczby czynników ryzyka. Nawet konkretne przykłady czynników ryzyka - na których wzorowała się w swoich wytycznych ESMA - wymienione w dawnej pozycji 503 lit. c) Rozporządzenia SK (niezmienione od 1964 r.¹⁰⁶) zostały ostatnio wyeliminowane na mocy *FAST Act Modernization and Simplification of Regulation S-K* w celu zachęcenia emitentów do skupienia się na własnych procesach identyfikacji ryzyka¹⁰⁷. Podsumowując, nowe europejskie rozwiązanie wydaje się być o wiele bardziej szczegółowe, a zatem mniej elastyczne

będzie mogła odpowiednio odpowiedzieć lub zmienić ujawnienie. Jeżeli jednak taka osoba tego nie zrobi, właściwy organ krajowy może skorzystać ze swoich uprawnień zgodnie z art. 20 w celu zapewnienia zgodności z art. 16. Patrz par. 14, Annex to Final ESMA Risk Factor Guidelines; Par. 15, Annex to Final ESMA Risk Factor Guidelines.

¹⁰⁵ Podobnie jak w przypadku UE, należy unikać zbyt ogólnych czynników ryzyka, a sekcja ryzyka ma swoją sprecyzowaną lokalizację w prospekcie. Emitent informuje o czynnikach ryzyka w prostym języku angielskim i zgodnie z § 230.421 lit. d) Rozporządzenia C (*Regulation C*), który zawiera wytyczne dotyczące standardów prezentacji informacji w prospektach emisyjnych. Podobnie, stosowanie nieuczciwych praktyk, takich jak „łagodzenie i bagatelizacja języka” (np. klauzule zaczynające się od „while”, „although” however”), „sztuczne pompowanie” sekcji czynników ryzyka, niejasne objaśnienia, czy zbyt ogólne czynniki ryzyka od dawna były na celowniku SEC. Patrz: R. S. Panasar, J. Healy and others, *The New Prospectus Regulation...*, s. 9-10; SEC Division of Corporation Finance, *Staff Observations in the Review of Smaller Reporting Company IPOs*, available at: <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/cfsmallcompanyregistration.htm>.

¹⁰⁶ *Guides for Preparation and Filing of Registration Statements*, Release No. 33-4666 (Feb. 7, 1964) [29 FR 2490 (05.02.1964)].

¹⁰⁷ Komentatorzy zgodnie twierdzili, że przykłady nie były pomocne, ponieważ zostały napisane zbyt ogólnym językiem. SEC obawiał się, że przykłady te sugerują, że rejestrujący musi zająć się każdym z ujawnionych czynników ryzyka, niezależnie od znaczenia dla jego działalności. Zamiast tego rejestrujący powinni przedstawić ujawnienie ryzyka, które jest precyzyjnie dostosowane do konkretnych okoliczności, a zatem ma większe praktyczne znaczenie dla inwestorów.

niż w przypadku USA. Dla inwestorów może to być szczególnie niepokojące w świetle surowych sankcji, jak czasowe zakwestionowanie prospektu emisyjnego lub całkowita odmowa jego zatwierdzenia.

Wprowadzenie skomplikowanych i bezwzględnych wymogów dotyczących czynników ryzyka stanowi poważny problem dla emitentów. Po pierwsze dlatego, że może utrudnić i wydłużyć proces przygotowania i zatwierdzania prospektu, a po drugie naraża ich na odpowiedzialność cywilną *ex post*. Spełnienie nowych, współzależnych względem siebie wymogów dotyczących właściwości i istotności będzie trudne i czasochłonne, ponieważ zmusi emitentów by dostosowywali do swoich potrzeb każdy czynnik ryzyka ze szczególną ostrożnością, starając się szalenie precyzyjnie ocenić prawdopodobieństwo jego wystąpienia, spodziewaną wielkość, negatywny wpływ w przypadku wystąpienia, a także sformułować istotność ilościowo lub jakościowo. Można się spodziewać, że emitenci będą unikać jak ognia stosowania ocen jakościowych by ograniczyć swoją ekspozycję na zagrożenie, jakie z punktu widzenia potencjalnej odpowiedzialności odszkodowawczej niosłaby ze sobą niespodziewana materializacja czynników ryzyka o niższej ocenie¹⁰⁸. Problem może dla nich także stanowić dyrektywa w sprawie unikania tzw. łagodzącego języka. Chociaż posłużenie się nim bywa pomocne w celu zilustrowania prawdopodobieństwa lub skutków wystąpienia czynnika ryzyka (i w tym celu jest dopuszczone), emitenci mogą chcieć unikać go za wszelką cenę, byleby tylko nie narazić się na utratę cennego czasu powodowanego negocjacjami z organami nadzoru.

Podobne problemy pojawiają się w związku z wymogiem kategoryzacji czynników ryzyka. Emitenci mogą odczuwać uzasadnioną presję, by wybierać tylko najbardziej „poprawny” i najbardziej istotny czynnik ryzyka z każdej kategorii- lub spodziewać się pozwów od niezadowolonych inwestorów, którzy ponieśli stratę wynikającą ze ziszczenia się niewyeksponowanego czynnika ryzyka. W tym celu z pewnością będą mieli trudności z oceną istotności pod względem ilościowym lub jakościowym, a także porównaniem czynników ryzyka o wysokim prawdopodobieństwie wystąpienia choć z mniejszym bezpośrednim wpływem (nowi konkurenci, postęp technologiczny) oraz czynników ryzyka o niskim prawdopodobieństwie z dużym skutkiem negatywnym (kryzys w sektorze, wojna handlowa, klęska żywiołowa - jeżeli linia produkcyjna znajduje się w strefie sejsmicznej lub strefie ryzyka tsunami)¹⁰⁹. Emitenci mogą obawiać się

¹⁰⁸ S. Bullock, A. Delgado, T. Morris, C. Chambers, *New Prospectus Regulation: an evolving regime*, Ashurst LLP Paper, 2017 Thomson Reuters (Professional) the UK, s. 3.

¹⁰⁹ R. S. Panasar, J. Healy and others, *The New Prospectus Regulation...*, s. 9.

w tym zakresie zarówno opinią rynkową, właściwymi organami nadzoru oraz reakcją inwestorów poszukujących rekompensaty, jeśli strata finansowa nie jest spowodowana żadnym z wyróżnionych ryzyk. Nawet kryterium „odzwierciedlenia” nie jest wolny od kontrowersji. Mimo że wytyczne pozwalają na wykazanie bezpośredniego i wyraźnego potwierdzenia istotności i specyficzności na podstawie ogólnego obrazu wykazanego w prospekcie emisyjnym, emitenci prawdopodobnie będą zawierać dużą liczbę powtórzeń, celem ochrony przed potencjalną negatywną reakcją organów nadzoru. Mogą też napotkać problemy w przypadku hybrydowych czynników ryzyka, posiadających zarówno słabe jak i silne strony (np. jeden intratny kontrahent, tymczasowe nawyki mody, silna i lojalna baza klientów, ważne kontrakty rządowe)¹¹⁰. Przestrzegając wytycznych ESMA, właściwe organy krajowe mogą z kolei odnieść wrażenie, że powinny poczuwać się do zakwestionowania prospektu emisyjnego w przypadku najmniejszej nawet niespójności, co przełoży się na dyskomfort emitentów. Dyskusja między organami nadzoru a emitentem, poprzedzająca zatwierdzenie prospektu emisyjnego, najprawdopodobniej przybierze postać pełnego i czasochłonnego negocjacji odnośnie treści i prezentacji każdego czynnika ryzyka. I chociaż to emitent podlega potencjalnej odpowiedzialności odszkodowawczej, to właśnie do organów nadzoru będzie należało ostatnie słowo- co nie tylko może wydawać się zbyt arbitralne, ale wręcz może prowadzić do szeregu nacisków czy nawet nadużyć z ich strony. Wreszcie, bardzo wątpliwe jest, czy emitent będzie w stanie skutecznie bronić się przed nieusatysfakcjonowanymi inwestorami, w przypadku gdy poszczególne czynniki ryzyka zostaną np. usunięte, zastąpione lub przeformułowane pod silną presją właściwych organów krajowych (pod sankcją niezatwierdzenia prospektu). Innymi słowy, arbitralne i wysoce inkwizycyjne podejście organów krajowych może nie tylko uniemożliwić emitentom przedstawienie oceny ryzyka zgodnie z ich życzeniem, ale także ograniczyć ich ochronę przed falą błahych roszczeń w przypadku finansowej straty inwestorów.

Ponownie, może to prowadzić do sytuacji, w której linia polityczna i podejście najbardziej wpływowych krajowych organów nadzoru w UE będzie bezrefleksyjnie naśladowane przez mniej istotne ośrodki- często niezależnie od specyfiki rynków lokalnych. W praktyce presja rynkowa potęgowana omnipotencją właściwych organów krajowych mogą zmusić emitentów do uwzględnienia i sformułowania pewnych czynników ryzyka wbrew ich woli, celem zaoszczędzenia czasu i z obawy przed pozwami inwestorów, a w konsekwencji stworzyć środowisko na tyle nieprzyjazne emitentom, że doprowadzi to do stopniowego

¹¹⁰ *Ibidem*.

wycofywania się mniejszych podmiotów z rynków kapitałowych. Dążenie osób odpowiedzialnych za prospekt emisyjny do ochrony się przed roszczeniami cywilnymi za wszelką możliwą cenę jest szczególnie uzasadniona w obliczu braku zharmonizowanego europejskiego systemu cywilnej odpowiedzialności prospektowej¹¹¹. Przykładowo, w przypadku ofert transgranicznych, trudno jest przewidzieć prawo, które znajdzie zastosowanie w przypadku potencjalnych roszczeń inwestorów. W szczególności różne systemy czynników ryzyka i standardy odpowiedzialności w USA i UE mogą również zniechęcać niektórych emitentów do przeprowadzania bliźniaczych emisji na słabszym, europejskim rynku¹¹². Koszty i czas przygotowania sekcji czynników ryzyka mogą znacznie wzrosnąć - przy stosunkowo niewielkich korzyściach dla inwestorów, którzy rzadko- jeżeli w ogóle- analizują ze zrozumieniem te informacje.

VII. Podsumowanie

Oprócz sztandarowych i przeważnie pozytywnych zmian, takich jak podniesienie progów zwolnienia z obowiązku sporządzania prospektu emisyjnego czy wdrożenie nowych rodzajów prospektów emisyjnych, rozporządzenie wprowadza również szereg bardziej wątpliwych rozwiązań. Po pierwsze, ogranicza zarówno długość podsumowania prospektu, jak i liczbę zamieszczanych w nim czynników ryzyka, co budzi obawy dotyczące potencjalnej odpowiedzialności emitentów. Ponadto, nowy system reformuje sekcję dotyczącą czynników ryzyka, wprowadzając obszerne i szczegółowe wymogi i wytyczne dotyczące istotności, właściwości, istotności i odzwierciedlenia, co potencjalnie niesie ze sobą uzasadnione ryzyko opóźnień w zatwierdzeniu prospektów, a także nadmiernej odpowiedzialności emitentów. Z przykrością należy stwierdzić, że reforma w ogóle nie została podjęta kilku istotnych problemów. Jedną z największych wad reformy jest brak nowego zharmonizowanego europejskiego modelu odpowiedzialności emitentów¹¹³. W kontekście ofert transgranicznych nadal trudno jest przewidzieć, które przepisy dotyczące potencjalnych roszczeń inwestorów znajdą zastosowanie do emitentów. Ponadto należy żałować, że proces nadzoru i kontroli

¹¹¹ <https://www.ashurst.com/en/news-and-insights/legal-updates/esma-publishes-guidelines-on-risk-factors-under-the-new-prospectus-regulation/>.

¹¹² R. S. Panasar, J. Healy and others, *The New Prospectus Regulation...*, s. 10.

¹¹³ <https://www.ashurst.com/en/news-and-insights/legal-updates/esma-publishes-guidelines-on-risk-factors-under-the-new-prospectus-regulation/>.

prospektowej nie został bardziej zharmonizowany na poziomie unijnym¹¹⁴, a także faktu, że zabrakło woli wprowadzenia uniwersalnego europejskiego prospektu emisyjnego, służącego jako środek zaradczy na rozbieżności między systemami krajowymi¹¹⁵. Warte rozważenia byłoby także przyznanie emitentom większej elastyczności przy wyborze macierzystego państwa członkowskiego¹¹⁶. Pojawiają się też głosy, że realna poprawa efektywności europejskich rynków wymaga całkowitej rewizji problemu i podjęcia bardziej radykalnych kroków. Niektóre badania wskazują, że obowiązki informacyjne emitentów w niewielkim stopniu wpływają na wybory dokonywane przez inwestorów indywidualnych¹¹⁷, a kluczowa nadzoru w blokowaniu nieuczciwych ofert ma ograniczoną skuteczność¹¹⁸. Według L. Enriquesa istnieje wiele lepszych rozwiązań, które można wprowadzić w celu ulepszenia systemu obowiązków prospektowych¹¹⁹. Odważną propozycją byłoby np. porzucenie tzw. „itemizacji” w odniesieniu do prospektów, zastąpienie całego prospektu emisyjnego dokumentem zawierającym kluczowe informacje („KID”) opartym na PRIIPS¹²⁰, a nawet zniesienie wymogu ich uprzedniego zatwierdzenia przez organy nadzoru w nadziei, że emitenci nie odważą się ukryć wrażliwych na cenę informacji¹²¹. Podsumowując, trudno uznać Rozporządzenie za długo wyczekiwaną rewolucję. W najlepszym wypadku można tu mówić o stopniowej ewolucji europejskiego systemu i skromnym kroku we właściwym kierunku, chociaż niektórzy eksperci chętniej odnoszą się do tej ewolucji jako do utraconej szansy. W obliczu narastającej konkurencji regulacyjnej ze strony Stanów Zjednoczonych (np. zapowiadany pakiet ustaw w ramach *JOBS 3.0. Act*), oraz nowych wyzwań na rynkach kapitałowych, nowe prawo prospektowe może okazać się zbyt ostrożne i niewystarczająco ambitne, a niektóre jego zmiany mogą nawet przynieść efekt przeciwny do zamierzonego,

¹¹⁴ A Casale, M. Bianchi, P. Spatola, *The New Prospectus Regulation: a Missed Opportunity?* Oxford Business Law Blog, 2017.

¹¹⁵ *Ibidem*.

¹¹⁶ *Ibidem*.

¹¹⁷ N. Moloney, *How to Protect Investors*, s. 291-96 (CUP, 2010).

¹¹⁸ J. Armour, D. Awrey, P. Davies, L. Enriques, J. Gordon, C. Mayer, J. Payne, *Principles of Financial Regulation* (OUP, 2016).

¹¹⁹ Zgodnie z propozycjami L. Enriquesa: a) cena oferowanych papierów dla inwestorów indywidualnych nie powinna być wyższa niż w przypadku inwestorów instytucjonalnych. b) obowiązki informacyjne powinny dotyczyć wyłącznie informacji istotnych dla ekspertów z sektora prywatnego c) należy znieść szczegółowe wymogi dotyczące długości, formy, treści prospektów czy sposobu sformułowania czynników ryzyka.

¹²⁰ L. Enriques, (2017). *EU Prospectus Regulation: Some Out-of-the-Box Thinking*. REVISTA LEX MERCATORIA Doctrina, Praxis, Jurisprudencia y Legislación. 2.; A Casale, M. Bianchi, P. Spatola, *The New Prospectus Regulation: a Missed Opportunity?* Oxford Business Law Blog, 2017.

¹²¹ Zgodnie z tzw. teorią sygnału.

prowadząc do sytuacji w której koszty społeczne obowiązków prospektowych przekraczają korzyści społeczne wynikające z ułatwienia dostępu do kapitału dla emitentów. Moim zdaniem nadal istnieje rosnąca potrzeba zaproponowania przełomowej i oryginalnej wizji modelu obowiązków związanych z prospektami emisyjnymi w ofertach publicznych, aby mogły one jak najlepiej oddać potrzeby wielu uczestników rynku - w tym zapotrzebowanie emitentów na efektywny kapitał, potrzebę ochrony inwestorów, a wreszcie – wpłynąć na zwiększenie atrakcyjności Unii rynków kapitałowych UE. Odpowiednie rozwiązania i polityka prawna w tym obszarze przyczyniłyby się nie tylko do wzmocnienia i zwiększenia kapitalizacji rynków, ale także promowałyby sektor MŚP, a tym samym - uwolniłyby głęboko ukryty potencjał wzrostu dla całej gospodarki Unii Europejskiej. Chociaż główne problemy dotyczące prawa prospektowego zostały trafnie zidentyfikowane, europejskiemu prawodawcy zabrakło motywacji by podążać za międzynarodowymi trendami- nie mówiąc już o znalezieniu się w światowej czołówce. Tylko czas i praktyka prawna pokażą, czy i w jakim stopniu reforma prospektu emisyjnego przyczyni się do zwiększenia wydajności i atrakcyjności europejskich rynków kapitałowych.

Bibliografia

- Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2010/73/UE z dnia 24 listopada 2010 r. zmieniająca 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.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE.
- Dyrektywa 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 zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE
- 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 uchylającą dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylenia dyrektywy 2003/71/WE.

Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2019/979 z dnia 14 marca 2019 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących kluczowych informacji finansowych w podsumowaniu prospektu, publikacji i klasyfikacji prospektów, reklam papierów wartościowych, suplementów do prospektu i portalu ogłoszeniowego oraz uchylające rozporządzenie delegowane Komisji (UE) nr 382/2014 i rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/301.

Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2019/980 z dnia 14 marca 2019 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 w odniesieniu do formatu, treści, weryfikacji i zatwierdzania prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym, i uchylające rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004.

The US Securities Act of 1933.

The US Securities Exchange Act of 1934.

The US Regulation S-K.

SEC Division of Corporation Finance, Staff Observations in the Review of Smaller Reporting Company IPOs

Guides for Preparation and Filing of Registration Statements, Release No. 33-4666 (Feb. 7, 1964) [29 FR 2490 (15.02.1964)].

Capital Markets Union- Communication of the Commission of 30 September 2015, entitled '*Action Plan on Building a Capital Markets Union*'.

The European Commission's regulatory fitness and performance (REFIT) programme. https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/evaluating-and-improving-existing-laws/refit-making-eu-law-simpler-and-less-costly_en.

Esma/2013/619 Document, *Report on Comparison of liability regimes in Member States in relation to the Prospectus Directive*, 30.05.2013.

ESMA's report "*Investment-based crowdfunding: insights from regulators in the EU*" 05.2015.

ESMA 31-62-1193 Document (08.02.2019).

ESMA's Guidelines on Alternative Performance Measures.

Final Report, ESMA Guidelines on risk factors under the Prospectus Regulation, 29.03.2019 I ESMA31-62-1217.

ESMA Consultation paper (13.07.2018)

European Commission, *The Commission Staff Working Document Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading*, Bruksela, 30.11.2015.

European Commission, *The Commission Staff Working Document, Feedback Statement for the Public Consultation on the Capital Markets Union, Mid- Term Review Accompanying the document Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, Bruksela, 8.6.2017.

European Commission, *The Commission Staff Working Document Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) No 596/2014 and (EU) 2017/1129 as regards the promotion of the use of SME growth markets*, Bruksela, 24.5.2018.

<http://www.elexica.com/en/legal-topics/equity-capital-markets/160319-new-prospectus-regime>.

<https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/resources-and-tools/capital-markets-union/prospectus-regulation>.

<https://www.ashurst.com/en/news-and-insights/legal-updates/esma-publishes-guidelines-on-risk-factors-under-the-new-prospectus-regulation/>.

Anderson N. et al., "A European Capital Markets Union: implications for growth and stability", *Bank of England Financial Stability Paper* 2015, nr 33;

Bullock S., Delgado A., Morris T., Chambers C., *New Prospectus Regulation: an evolving regime*, Ashurst LLP Paper, 2017 Thomson Reuters (Professional) the UK.

Casale A, Bianchi M., Spatola P., *The New Prospectus Regulation: a Missed Opportunity?* Oxford Business Law Blog, 2017.

Çelik S., Demirtaş G. and Isaksson M. (2015), "Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance", *OECD Corporate Governance Working Papers*, Nr 16, OECD Publishing, Paris.

Chyla Ł., *New Prospectus Regime- the critical analysis of chosen key changes*, *Studenckie Prace Prawnicze, Administratywistyczne i Ekonomiczne*, 2019.

Chyla Ł., *Is 2.5 million EUR prospectus exemption threshold enough?* *Przegląd Prawno-Ekonomiczny*, nr 47.

- Demyanyk Y., Ostergaard C., Sørensen B.E., “*Risk sharing and portfolio allocation in EMU*”, *DG ECFIN Economic Paper* 2008, nr 334.
- Enriques L., (2017). *EU Prospectus Regulation: Some Out-of-the-Box Thinking*. REVISTA LEX MERCATORIA Doctrina, Praxis, Jurisprudencia y Legislación. 2.
- Femminis G., “*Risk-sharing and growth: The role of precautionary savings in the ‘Education’ model*”, *Scandinavian Journal of Economics* 103, 2001, s. 63–77.
- Fox M. B., *Initial Public Offerings in the Capital Markets Union: A US Perspective*, in: Danny Busch, Emiliios Avgouleas, and Guido Ferrarini, *Capital Markets Union in Europe*, Oxford Scholarship Online: 07.2018.
- Howell E., *An Analysis of the Prospectus Regime: The EU Reforms and the ‘Brexit’ Factor*,” *European Company and Financial Law Review*, De Gruyter, vol. 15(1), pages 69-100, 06.2018.
- Moloney N., Ferran E., Payne J. (red.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford 2015, s. 375.
- Möllers T.M.J., Kernchen E., *Information Overload at the Capital Market*, *Europa e Diritto Privato* 2010, Nr 4.
- Nowosad W., *Nowe rozporządzenie prospektowe - analiza wybranych zmian legislacyjnych*, *Przegląd Prawa Handlowego*, Nr. 10/2018.
- Obstfeld M., “*Risk-taking, global diversification, and growth*”, *American Economic Review* 84, 1994, nr. 5, s. 1310–1329.
- Panasar R. S., Healy J. and others, *The New Prospectus Regulation – The Story So Far*, Cleary Gottlieb Alert memorandum, 07.03.2019.
- Pietrancosta A., A. M. des Grottes, *Has the Notion of ‘Private Offerings’ Been Abolished by the Prospectus Regulation of 14 June 2017?* (2018). *Bulletin Joly Bourse* 01/01/2018 – n°1 – s. 60.
- Wöckener K., Gargaro C., and others, *The new Risk Factor Regime under the Prospectus Regulation*, White and Case Client Alert, 04.2019.

Streszczenie

21 lipca 2019 r. weszło w życie bezpośrednio wiążące we wszystkich Państwach Członkowskich Rozporządzenie Prospektowe (UE) 2017/1129, zastępujące dotychczasową Dyrektywę Prospektową. Zasadniczym zadaniem reformy jest ułatwienie pozyskiwania kapitału przez emitentów w UE i poprawa efektywności rynków przy jednoczesnym zwiększeniu ochrony inwestorów. Aby osiągnąć ten cel, Rozporządzenie wprowadza szereg istotnych zmian, w szczególności dotyczących formy regulacji, zakresu obowiązywania, czy progów zwolnienia z obowiązku publikacji prospektu emisyjnego. Wprowadza również nowe instytucje (np. uniwersalny dokument rejestracyjny) i zupełnie nowe rodzaje prospektów emisyjnych (prospekt emisyjny UE, prospekt emisyjny dla emisji wtórnych) w ramach proporcjonalnego systemu obowiązków informacyjnych. Ponadto,

wprowadza nowe, kontrowersyjne zasady dotyczące podsumowania prospektu- m.in. opierając je na modelu KID znanym z Rozporządzenia PRIIPS- oraz czynników ryzyka. Zmiany te będą miały znaczący wpływ na emitentów i inwestorów w Unii Europejskiej. Celem tego artykułu jest analiza i ocena wybranych zmian wprowadzonych przez nowe prawo prospektowe.

Artykuł realizowany w ramach grantu Narodowego Centrum Nauki „Preludium” nr 2018/29/N/HS5/02977.

SŁOWA KLUCZOWE: obowiązki prospektowe, Rozporządzenie Prospektowe, Rozporządzenie UE 2017/1129

Summary

On July 21, 2019, the new Prospectus Regulation (EU) 2017/1129, directly binding in all EU member states, entered into force, replacing the previous Prospectus Directive. The main aim of the reform is to ensure investor protection and market efficiency while enhancing the issuers access to EU capital markets. In order to achieve this goal, the Regulation 2017/1129 introduces a number of significant changes, in particular, the form of regulation, the scope of the prospectus regime, and exemption thresholds from the prospectus obligation. It also introduces new institutions (e.g. Universal Registration Document) and completely new types of prospectuses (EU Growth Prospectus, prospectus for secondary issuances) under the proportionate disclosure regime. In addition to flagship reforms, the Regulation introduces a number of controversial changes, such as creating a prospectus summary modeled on a key information document known from PRIIPS and reforming risk factors. These changes are expected to have a significant impact on the issuers and investors in the European Union. The purpose of this article is to analyze and evaluate selected changes introduced by the new prospectus law.

The article was written as part of the Polish National Center for Science scientific grant “Preludium” No. 2018/29 / N / HS5 / 02977.

KEYWORDS: prospectus obligations, Prospectus Regulation, Regulation EU 2017/1129

Nota o autorze

Łukasz Chyla - Doktorant w Katedrze Prawa Gospodarczego Prywatnego na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego pod opieką profesora Andrzeja Szumańskiego. Ukończył stypendia naukowe m.in. Melbourne Law School, Bucierius Law School, Cambridge University oraz Columbus Law School. Kierownik grantu badawczego NCN.