

Rozdział II. Warunki emisji i świadczenie emitenta

1. Funkcja i charakter prawny warunków emisji

1.1. Wprowadzenie

Warunki emisji określają świadczenia wynikające z obligacji, sposób ich realizacji oraz związane z nimi prawa i obowiązki emitenta oraz obligatariuszy (art. 5 ObligU). Z warunków emisji wynika m.in. szczegółowa treść praw inkorporowanych w obligacjach. Warunki emisji definiują i formalnie ujawniają treść praw inkorporowanych w obligacjach. Przyjąć więc należy, że warunki emisji są oświadczeniem woli emitenta, składanym niezależnie od oświadczeń woli tegoż emitenta składanych w związku z wystawieniem i wydaniem dokumentów obligacji, wpisem obligacji zdematerializowanych do ewidencji albo na rachunek papierów wartościowych, a także niezależnie od oświadczeń woli składanych w związku z zawarciem umowy emisyjnej.

Warunki emisji bezpośrednio wpływają jednak także na treść umownego stosunku prawnego wynikającego z umowy emisyjnej, z której wynika zobowiązanie emitenta do wydania obligacji na rzecz subskrybenta oraz zobowiązanie subskrybenta do zapłaty ceny emisyjnej, a także na treść samego wystawianego dokumentu obligacji. W propozycji nabycia obligacji zamieszcza się warunki emisji (art. 35 ust. 1 ObligU). Sporządzenie warunków emisji jest przesłanką (*conditio iuris*) skutecznego wyemitowania obligacji i to nie tylko w odniesieniu do obligacji zdematerializowanych (jak to miało miejsce na gruncie poprzedniej ustawy z 1995 r.), ale także w odniesieniu do obligacji dokumentowych. Oznacza to, że sporządzenie warunków emisji jest nie tylko przesłanką powstania ważnej obligacji jako papieru wartościowego, ale także wcześniejszego zawarcia ważnej umowy emisyjnej (art. 35 ust. 1 ObligU). Z kolei sam dokument obligacji zawiera informację o miejscu udostępnienia warunków emisji (art. 9 ust. 1 ObligU).

1.2. Funkcja

Konieczność posługiwania się warunkami emisji dla określania treści praw wynikających z obligacji (art. 5 ust. 1 ObligU) jest konsekwencją trojkiego rodzaju zjawisk.

Po pierwsze, funkcja i charakter warunków emisji, w ramach konstrukcji prawnej obligacji, wynika wprost ze wzrostu znaczenia obligacji zdematerializowanych w praktyce obrotu. W przypadku tradycyjnych papierów wartościowych – wystawianych w formie dokumentu (zasadniczo papierowego) – to dokument papieru wartościowego w sposób doniosły prawnie ujawnia treść praw związanych z tym dokumentem. Treść dokumentu stanowiła podstawę dla konstruowania mechanizmu ochrony nabywcy praw z papieru wartościowego, w szczególności poprzez ograniczenie zarzutów, które dłużnik może podnosić w stosunku do nabywcy papieru wartościowego w obrocie wtórnym (art. 921¹³ KC). Zgodnie z art. 921¹³ KC nabywca wierzytelności ujawnionej w obligacji na okaziciela, co do zasady, nabywa ją w takim kształcie, jaki został wskazany w treści tego papieru wartościowego. Ułatwia to zbywalność wierzytelności inkorporowanej w obligacji na okaziciela poprzez wyizolowanie jej z całości stosunków prawnych zbywcy wierzytelności¹.

W przypadku obligacji zdematerializowanych wpis na rachunek papierów wartościowych albo wpis do ewidencji nie może pełnić roli uzewnętrzniania treści praw powiązanych z obligacją. Wynika to nie tylko z faktu, że treść rachunków papierów wartościowych lub wpisów do ewidencji z reguły nie jest dostępna dla potencjalnych nabywców obligacji w obrocie wtórnym, ale przede wszystkim dlatego, że ani rachunki papierów wartościowych, ani wpisy do ewidencji nie ujawniają w pełni treści praw z zapisanych tam papierów wartościowych. Służą one wyłącznie identyfikacji samych papierów wartościowych – najczęściej poprzez wskazanie nadanego im kodu lub innego technicznego oznaczenia – a także podmiotu uprawnionego z tych papierów wartościowych – tj. obligatariusza. Rolę dokumentu uzewnętrzniającego treść praw z obligacji przejmują więc warunki emisji.

Po drugie, posługiwanie się warunkami emisji dla opisu treści praw wynikających z obligacji umożliwia konstruowanie obligacji o bardziej złożonej budowie prawno-ekonomicznej. W szczególności dotyczy to tzw. obligacji strukturyzowanych, będących w znacznej mierze instrumentami pochodnymi, których treść wyznaczana jest w oparciu o standardową i niezwykle

¹ J. Jastrzębski, Pojęcie, s. 158 i n.

obszerną dokumentację przygotowywaną np. przez **ISDA** (*International Swaps and Derivatives Association*)². Tego typu dokumentacji, określającej treść praw obligatariusza, nie sposób technicznie umieścić w tradycyjnym dokumencie obligacji. Tradycyjna konstrukcja papieru wartościowego, jako dokumentu w sposób doniosły prawnie uzewnętrzniającego całość uprawnień wynikających z tego papieru wartościowego, przystosowana była do obrotu wierzytelnościami o stosunkowo prostej konstrukcji. Postanowienia określające treść tych praw musiały zmieścić się zasadniczo w obrębie jednego dokumentu. W przypadku akcji założenie to od początku było nierealistyczne z uwagi na znaczenie statutu spółki dla opisu praw wynikających z akcji. Współcześnie okazuje się, że także w obrębie prawa o obligacjach tradycyjna zasada, że dokument papieru wartościowego powinien ujawniać całość praw wynikających z obligacji, okazała się anachroniczna.

Po trzecie wreszcie, posłużenie się warunkami emisji zawartymi w jednym dokumencie ułatwia przeprowadzenie zmian w treści obligacji, zwłaszcza w przypadku występowania większej liczby obligatariuszy. W przypadku niektórych, drobnych zmian warunków emisji nie powstaje bowiem konieczność zmodyfikowania treści wszystkich wyemitowanych dokumentów obligacji, lecz wystarczy zmiana treści samych warunków emisji zawartych w jednym dokumencie, który jest centralnie przechowywany i udostępniany obligatariuszom.

1.3. Charakter prawny

Warunki emisji są kwalifikowanym oświadczeniem woli emitenta obligacji, a więc szczególną, doniosłą prawnie czynnością konwencjonalną emitenta. Wyznaczają one treść praw wynikających z wyemitowanych obligacji oraz treść umowy emisyjnej, która poprzedza wydanie obligacji (zob. art. 32 i n. ObligU). Charakter prawny warunków emisji zbliżony jest więc do wzorca umownego, o którym mowa w art. 384 KC – warunki emisji nie są więc objęte konsensem stron umowy emisyjnej, lecz kształtują treść wynikającego z tej umowy stosunku prawnego na zasadzie wyrażonej w art. 56 KC³. W identyczny

² Por. K. Gałaj, *Restrukturierung*, s. 99 i n.

³ Por. E. Łętowska, *Ochrona niektórych praw konsumentów*, Warszawa 2001, s. 85 i n.; Z. Radwański, A. Olejniczak, *Zobowiązania*, s. 154; M. Bednarek, w: E. Łętowska (red.), *System Prawa Prywatnego*, t. V, *Prawo zobowiązań – część ogólna*, Warszawa 2015, s. 674 i n.

sposób wpływają one na treść umowy, której przedmiotem jest samo wydanie obligacji na rzecz subskrybenta w wykonaniu umowy emisyjnej.

Ustawodawca w sposób szczególny, w stosunku do ogólnego reżimu wzorców umownych wyznaczanego przez art. 384 i n. KC, określił przesłanki związania obligatariuszy warunkami emisji. Zgodnie z art. 35 ust. 1 ObligU warunki emisji zamieszcza się w propozycji nabycia obligacji kierowanej do potencjalnych subskrybentów. Warunki emisji podlegają też udostępnieniu wszystkim obligatariuszom (art. 9 ust. 1 ObligU). Są to więc unormowania szczególne wobec tych zawartych w art. 385 § 1 KC.

Należy przyjąć, że niezamieszczenie w treści propozycji nabycia obligacji warunków emisji skutkuje nieważnością zawartej na tej podstawie umowy emisyjnej (58 § 1 KC). Nie można bowiem w takiej sytuacji określić dokładnej treści zobowiązania emitenta do wykreowania obligacji, gdyż nie jest znana konstrukcja obligacji, będących przedmiotem umowy emisyjnej. W przypadku niesporządzenia oraz nieudostępnienia wszystkim obligatariuszom warunków emisji wyemitowane dokumenty obligacji będą nieważne (art. 58 § 1 KC w zw. z art. 5 ObligU). W tych okolicznościach brak bowiem złożonego w odpowiedniej formie oświadczenia woli emitenta konstytuującego treść uprawnień wynikających z obligacji danej serii. Co więcej, nie sposób stwierdzić, czy wszystkie obligacje danej serii inkorporują identyczne uprawnienia.

Należy przyjąć, że jeżeli w propozycji nabycia obligacji, sporządzonej zgodnie z art. 35 ust. 1 ObligU, zawarte zostały postanowienia dotyczące praw z obligacji sprzeczne ze sporządzonymi wcześniej warunkami emisji, które następnie zostały upublicznione na rzecz wszystkich obligatariuszy zgodnie z art. 9 ust. 1 ObligU, to każdemu obligatariuszowi przysługują prawa wynikające ze sporządzonych i udostępnionych warunków emisji, a nie prawa wynikające z treści propozycji nabycia. W przypadku sprzeczności warunków emisji i umowy emisyjnej przepisy ObligU przewidują więc szczególny reżim w stosunku do art. 385 § 1 KC. Wynika to z faktu, że stosunek umowny łączący emitenta z obligatariuszami jest podstawą wystawienia papierów wartościowych o charakterze seryjnym. Indywidualna treść stosunku umownego między emitentem a określonym subskrybentem będącego podstawą wystawienia obligacji (umowa emisyjna) nie może wpływać na treść praw wynikających z obligacji, które powinny być identyczne dla wszystkich obligacji danej serii. Odrębnym zagadnieniem jest odpowiedzialność odszkodowawcza emitenta na podstawie art. 471 KC za naruszenie umowy emisyjnej i wyemitowanie na rzecz subskrybenta obligacji o konstrukcji odmiennej od tej określonej w umowie emisyjnej.

2. Forma warunków emisji

Zgodnie z art. 5 ust. 2 ObligU warunki emisji, co do zasady, sporządza się w języku polskim, w formie jednolitego dokumentu. Obok minimalnej treści, wynikającej z art. 6 ObligU, określającej prawa wynikające z obligacji, warunki emisji powinny zawierać miejsce i datę ich sporządzenia, a także podpisy osób upoważnionych do zaciągania zobowiązań w imieniu emitenta (art. 6 ust. 1 pkt 8–9 ObligU).

Wymóg zachowania formy jednolitego dokumentu oznacza, że warunki emisji muszą bezpośrednio zawierać treść wymaganą w art. 6 ObligU. Nie jest dopuszczalne zamieszczanie w treści warunków emisji odniesień do innych dokumentów. Postanowienia włączane do warunków emisji poprzez odesłanie do innych dokumentów nie wywołują skutków prawnych. Należy je uznać za nieobjęte treścią jednolitego dokumentu warunków emisji. Niedopuszczalność włączania do warunków emisji postanowień poprzez odniesienie do innych dokumentów dotyczy zarówno „odniesień statycznych”, czyli odniesień do dostępnych dokumentów o stałej treści, jak i tym bardziej – „odniesień dynamicznych”, czyli do dokumentów, których treść podlega zmianie. Na rynku finansowym funkcjonują bowiem pewne ustalone standardy określonych instrumentów finansowych, które publikowane są w postaci ogólnych warunków umów, do których instrumenty poszczególnych emisji często odsyłają, i które podlegają okresowym zmianom dokonywanych przez wydające je organizacje (zob. np. Credit Derivatives Definitions publikowane przez *International Swaps and Derivatives Association* – ISDA)⁴. Warunki emisji nie mogą być także zamieszczane w tzw. suplementach lub aneksach, które nie są bezpośrednio powiązane z podstawowym dokumentem warunków emisji.

Wymóg jednolitego dokumentu warunków podyktowany jest ochroną subskrybentów w ramach emisji obligacji, a także samych obligatariuszy, którzy powinni mieć łatwość zapoznania się z warunkami emisji określających treść praw z obligacji. W szczególności, dla określenia treści praw wynikających z obligacji, obligatariusze nie powinni być zmuszani do korzystania z łańcuchów odesłań między wieloma rozproszonymi dokumentami. Zjawisko takie radykalnie zmniejsza przejrzystość i zrozumiałość warunków emisji, a w konsekwencji zagraża bezpieczeństwu obrotu⁵.

⁴ Por. M.J. Friedl, R. Schmidtbleicher, w: M.J. Friedl, M. Hartwig-Jacob (red.), *Frankfurter Kommentar*, s. 136.

⁵ *Ibidem*.

Celem art. 5 ust. 2 ObligU stanowiącego, że warunki emisji, co do zasady, sporządza się w języku polskim jest ochrona inwestorów nieprofesjonalnych, polegająca na ułatwieniu im zapoznania się z treścią warunków emisji i zrozumienia tej treści. Jedynie w przypadku obligacji o wartości nominalnej stanowiącej równowartość co najmniej 100 000 euro w dniu podjęcia decyzji emitenta o emisji, warunki emisji mogą zostać sporządzone w języku angielskim (art. 5 ust. 2 ObligU). Zakłada się bowiem, że obligacje o takiej wartości nominalnej są raczej domeną inwestorów profesjonalnych.

Należy przyjąć, że wymogi dotyczące formy warunków emisji statuują wymóg formy szczególnej w rozumieniu art. 73 ust. 2 KC. Przepisy ustawy o obligacjach wymagają dla oświadczenia woli emitenta w przedmiocie ustalenia warunków emisji nie tylko złożenia podpisu na dokumencie obejmującym treść oświadczenia woli (art. 78 KC), lecz także spełnienia dodatkowych wymogów dotyczących jednolitego charakteru tego dokumentu oraz języka oświadczenia woli⁶. W konsekwencji naruszenie tych wymogów skutkuje zasadniczo nieważnością czynności prawnej (art. 73 ust. 2 zd. 1 KC). W sytuacji, gdy wymóg jednolitości dokumentu został naruszony poprzez odesłanie do innych dokumentów niepowiązanych z podstawowym dokumentem warunków emisji, można rozważyć zastosowanie instytucji częściowej nieważności czynności prawnej (art. 58 § 3 KC). Nieważność wyłącznie postanowień, do których odsyła główny dokument warunków emisji można rozważać w sytuacji, gdy dokument główny zawiera wszystkie konieczne (minimalne) postanowienia warunków emisji, o których mowa w art. 6 ust. 1 i 2 ObligU, a jednocześnie spełnione są przesłanki, o których mowa w art. 58 § 3 KC.

Przyjąć jednak należy, że przepisy ustawy o ofercie publicznej dotyczącej formy sporządzania i publikowania prospektu emisyjnego albo memorandum informacyjnego dotyczącego obligacji stanowią *lex specialis* w stosunku do przepisów art. 5 ust. 2 ObligU dotyczących formy i języka warunków emisji obligacji. Oczywiście prospekt emisyjny albo memorandum muszą spełniać minimalne wymogi dotyczące treści warunków emisji określone przez art. 6 ust. 1 i 2 ObligU. Natomiast nie ma konieczności sporządzania przez emitenta warunków emisji w formie przewidzianej przez art. 5 ust. 2 ObligU, jeżeli warunki emisji zawarte są w prospekcie emisyjnym albo memorandum informacyjnym sporządzonym zgodnie z przepisami ustawy o ofercie i Rozporządzenia prospektowego 809/2004.

⁶ Por. Z. Radwański w: Z. Radwański (red.), System Prawa Prywatnego, t. II, Prawo cywilne – część ogólna, Warszawa 2008, s. 149 i n.

Przepisy prawa rynku kapitałowego przewidują szczególne wymagania dla dokumentów informacyjnych i ofertowych sporządzanych i publikowanych w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub ich dopuszczaniem do obrotu na rynku regulowanym. Dotyczą one przede wszystkim formy prospektu emisyjnego, który może być sporządzony w postaci jednolitego dokumentu albo zestawu dokumentów (art. 22 ust. 1 OfertaPublU), albo też prospektu podstawowego uzupełnionego o szczegółowe warunki oferty (art. 22 ust. 2 w zw. z art. 24 OfertaPublU). Przepisy te zawierają także odrębne unormowania dotyczące języka prospektu emisyjnego i memorandum informacyjnego (zob. np. art. 27 ust. 3 i art. 41 ust. 1 OfertaPublU), a także dopuszczalności włączania do tych dokumentów określonej treści w drodze odesłania do innych dokumentów (art. 22 § 2 OfertaPublU). Dokumenty te podlegają także upublicznieniu zgodnie z art. 45 i n. OfertaPublU. Przede wszystkim jednak zakres informacji dotyczących konstrukcji prawnej obligacji wymaganych w prospekcie emisyjnym (zob. np. załącznik V. IX rozporządzenia prospektowego 809/2004⁷) zasadniczo wyczerpuje minimalne postanowienia warunków emisji określone w art. 6 ust. 1 i 2 ObligU. Byłoby działaniem całkowicie zbędnym i nieracjonalnym, gdyby emitent miał być zobowiązany do sporządzania i udostępniania obok prospektu emisyjnego albo memorandum także odrębnego dokumentu warunków emisji obligacji zgodnie z art. 5 ust. 2 ObligU.

Oddzielnym problemem pozostaje natomiast fakt, że jeżeli emitent nie sporządza osobnego dokumentu warunków emisji to prospekt emisyjny albo memorandum zawierające warunki emisji powinny pozostać dostępne dla obligatariuszy do czasu całkowitego wykupu wszystkich obligacji danej serii (art. 9 ust. 1 ObligU). Ponadto, w przypadku zmiany warunków emisji, emitent zobowiązany jest sporządzić i udostępnić wszystkim obligatariuszom zaktualizowany dokument warunków emisji zgodnie z art. 5 ust. 2 ObligU⁸.

⁷ Rozporządzenie Komisji (WE) Nr 809/2004 z 29.4.2004 r. wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam (Dz.Urz. UE L Nr 149, s. 1).

⁸ Szerzej zob. niżej pkt 3.

3. Obowiązek udostępnienia warunków emisji dla obligatariuszy

Emitent ma obowiązek zagwarantowania obligatariuszom dostępu do aktualnej treści warunków emisji. Przy tym, dostęp każdego z obligatariuszy do aktualnych warunków emisji powinien być zagwarantowany od momentu pierwotnego nabycia obligacji przez pierwszego z subskrybentów do całkowitego wykupu wszystkich obligacji danej serii⁹. Normatywną podstawę dla takiej konkluzji stanowi art. 9 ust. 1 ObligU, zgodnie z którym dokument obligacji powinien zawierać informację o miejscu udostępnienia warunków emisji. Jest to konsekwencją rozwiązania, zgodnie z którym to warunki emisji, a nie treść tradycyjnego dokumentu, określają prawa wynikające z papieru wartościowego dla podmiotu uprawnionego. Zgodnie z art. 5 ust. 1 ObligU warunki emisji określają bowiem rodzaj świadczenia, do którego zobowiązany jest emitent, a także inne obowiązki i prawa emitenta oraz obligatariuszy. W istocie rzeczy bez warunków emisji obligatariusz nie jest w stanie określić dokładnej treści przysługujących mu praw.

Obowiązek udostępnienia warunków emisji na rzecz obligatariuszy jest szczególnie doniosły dla obligacji zdematerializowanych, gdyż w tej sytuacji obligatariusz w ogóle nie dysponuje bezpośrednio jakimkolwiek dokumentem uzewnętrzniającym treść praw inkorporowanych w papierze wartościowym. Paradoksalnie jednak ustawodawca w sposób wyraźny nie sformułował obowiązku udostępnienia warunków emisji w odniesieniu do obligacji zdematerializowanych. W drodze wniosku z treści art. 9 ust. 1 ObligU należy przyjąć, że skoro w przypadku obligacji w formie dokumentowej – która jednak częściowo uzewnętrznia treść praw w niej inkorporowanych – niezbędne jest udostępnienie obligatariuszom warunków emisji to tym bardziej obowiązek ten dotyczy obligacji zdematerializowanych. Ponadto nie budzi wątpliwości, że w przypadku obligacji zdematerializowanych istnieje obowiązek sporządzenia warunków emisji – co wynika wprost z art. 5 i 6 ObligU. Tradycyjnie warunki emisji sporządzane były właśnie z obligacjami zdematerializowanymi (por. art. 5b ustawy o obligacjach z 29.6.1995 r.). Trudno zatem zakładać, że emitent ma obowiązek sporządzić warunki emisji, a następnie nie ma obowiązku udostępnienia ich obligatariuszom.

⁹ Por. w tym względzie – M.J. Friedl, R. Schmidtbleicher, w: M.J. Friedl, M. Hartwig-Jacob (red.), *Frankfurter Kommentar*, s. 137 i n.

Ustawodawca nie sprecyzował sposobu udostępnienia warunków emisji obligatariuszom. Przepis art. 9 ust. 1 ObligU stanowi jedynie o miejscu udostępnienia warunków emisji. Miejszem tym może być oczywiście siedziba emitenta, kancelarii notarialnej czy firmy inwestycyjnej lub banku, przy czym miejsce to musi być dostępne dla obligatariuszy. Warto wskazać, że pojęcia „miejsca” nie należy interpretować w sposób nadmiernie dosłowny – np. wyłącznie jako miejsca w znaczeniu fizycznym – lecz także jako „miejsce wirtualne”, czyli dostępną dla obligatariuszy stronę internetową.

Zamieszczenie warunków emisji w propozycji nabycia obligacji kierowanej do inwestorów w ramach procesu emisji obligacji zgodnie z art. 35 ust. 1 ObligU nie czyni zadość obowiązkowi udostępnienia aktualnych warunków emisji na rzecz obligatariuszy (art. 9 ust. 1 ObligU). Udostępnienie subskrybentom propozycji nabycia obligacji w obrocie pierwotnym samo w sobie nie stanowi gwarancji dostępności warunków emisji wobec nabywców obligacji w obrocie wtórnym. Ponadto, z biegiem czasu także treść warunków emisji może ulegać zmianie. W związku z tym, treść warunków emisji ujawniona w toku emisji tych obligacji może się stać nieaktualna. Nie zmienia to jednak faktu, że w praktyce trwałe – tj. od momentu emisji do chwili wykupu wszystkich obligacji danej serii – upublicznienie na stronie internetowej emitenta propozycji nabycia obligacji albo prospektu emisyjnego albo memorandum informacyjnego zawierającego warunki emisji czyni zadość obowiązkowi udostępnienia warunków emisji na rzecz obligatariuszy. W przypadku zmiany treści warunków emisji ujawnieniu podlega zaktualizowany dokument warunków emisji.

Oświadczenie woli emitenta w przedmiocie ustalenia warunków emisji stanowi oświadczenie woli skierowane do nieoznaczonego adresata (*ad incertas personam*)¹⁰. Emitent ma bowiem obowiązek udostępnić warunki emisji wszystkim obecnym i potencjalnym obligatariuszom. Emitent nie zna bowiem wszystkich potencjalnych obligatariuszy – nabywców obligacji w obrocie wtórnym. Niezbędne jest zatem udostępnienie warunków na rzecz tych podmiotów. Dzięki temu rozwiązaniu propozycja nabycia obligacji, zgodnie z art. 35 ust. 1 ObligU albo prospekt emisyjny czy memorandum nie muszą zawierać warunków emisji obligacji z oryginalnym podpisem osób upoważnionych do reprezentacji emitenta. Wystarczy jedynie, jeśli propozycja nabycia obligacji stwarza możliwość zapoznania się z treścią warunków emisji¹¹.

¹⁰ Por. M. Bednarek, w: E. Łętowska (red.), SPP, t. V, s. 709.

¹¹ Por. *ibidem*.

Jakakolwiek zmiana warunków emisji obligacji staje się skuteczna z chwilą jej wprowadzenia do ujednoliconego dokumentu obejmującego warunki emisji. W praktyce jest to moment sporządzenia zaktualizowanego dokumentu warunków emisji, który następnie podlega obowiązkowi udostępnienia na rzecz obligatariuszy (art. 9 ust. 1 ObligU). Artykuł 7 ObligU zawiera zasadnicze przesłanki zmiany warunków emisji, definiując dopuszczalne tryby takiej zmiany – np. w drodze uchwały zgromadzenia obligatariusza albo jednobrzmiących porozumień zawartych z każdym obligatariuszem. Nie zmienia to jednak faktu, że art. 7 ObligU należy interpretować łącznie z art. 5 ObligU. Warunki emisji sporządza się w formie jednolitego dokumentu i są one jedynym miarodajnym sposobem skutecznego uzewnętrznienia treści praw wynikających z obligacji. Tym samym każda zmiana warunków emisji dokonana w trybie art. 7 ObligU musi znaleźć swój wyraz w sporządzeniu przez emitenta zaktualizowanego dokumentu warunków emisji obligacji. Przyjąć także należy, że zmiany warunków emisji dokonane zgodnie z art. 7 ObligU stają się skuteczne dopiero z chwilą ich wprowadzenia do jednolitego dokumentu warunków emisji obligacji. W praktyce jest to równoznaczne ze sporządzeniem nowego, zaktualizowanego dokumentu warunków emisji obligacji i udostępnienia go obligatariuszom. Podobne rozwiązanie przyjmuje wprost prawo niemieckie – zob. § 2 zd. 2 SchVG.

De lege ferenda obowiązek udostępnienia warunków emisji na rzecz obligatariuszy powinien być realizowany wyłącznie w drodze upublicznienia tego dokumentu na stronie internetowej emitenta. Co więcej, ustawa powinna jednoznacznie wskazywać, że zmiana warunków emisji dochodzi do skutku dopiero z chwilą udostępnienia w powyższy sposób zmienionych warunków emisji.

4. Treść warunków emisji – uwagi ogólne

4.1. Wprowadzenie

Przepis art. 6 ObligU określa obligatoryjną treść warunków emisji. Przy tym art. 6 ust. 1 ObligU odnosi się do postanowień bezwzględnie obligatoryjnych, a więc ich minimalnego zakresu bez względu na typ obligacji, natomiast art. 6 ust. 2 i 3 ObligU odnosi się do postanowień obligatoryjnych dla określonych typów obligacji – tj. obligacji o określonej konstrukcji: np. obligacji oprocentowanych lub przewidujących ustanowienie zgromadzenia obli-

gatariuszy¹². Wynikający z art. 6 ObligU katalog postanowień warunków emisji nie jest zamknięty¹³. Strony dysponują swobodą w określaniu dodatkowych postanowień warunków emisji podlegając w tym względzie jedynie przepisom ObligU oraz zasadom ogólnym, a w szczególności – ograniczeniom wynikającym z art. 353¹ KC. Jakkolwiek warunki emisji nie stanowią umowy, lecz są kwalifikowanym jednostronnym oświadczeniem woli emitenta, to jednak podstaw normatywnych dla swobody kształtowania treści warunków emisji należy upatrywać w zasadzie swobody umów (art. 353¹ KC). Aktualne w tym zakresie pozostają podnoszone w literaturze argumenty dotyczące podstaw normatywnych dla swobody kształtowania wzorców umownych, a także granic tej swobody¹⁴.

4.2. Konieczna (minimalna) treść

Do minimalnej treści warunków emisji zgodnie z art. 6 ust. 1 ObligU należy określić następujących elementów:

- 1) rodzaju obligacji zgodnie z Rozdziałem 2 (art. 17 i n.) ObligU, a więc wskazanie czy jest to obligacja na okaziciela albo imienna, ale także ewentualna wzmianka o tym, czy należy ona do określonych w Rozdziale 2 ObligU szczególnych typów obligacji – tj. obligacji zamiennych, z prawem pierwszeństwa, przychodowych itd.;
- 2) oznaczenie emitenta, w tym jego nazwę (firmę) i siedzibę, a w przypadku emitenta podlegającego obowiązkowi wpisu do rejestru dodatkowo numer wpisu do rejestru;
- 3) wskazanie adresu strony internetowej emitenta;
- 4) wskazanie decyzji emitenta o emisji, a w przypadku emitenta mającego siedzibę poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej dodatkowo oświadczenie o posiadaniu uprawnień do emitowania obligacji zgodnie z właściwym dla niego prawem;
- 5) wartość nominalną i maksymalną liczby obligacji proponowanych do nabycia;
- 6) opis świadczeń emitenta wynikających z obligacji, wysokość tych świadczeń lub sposób, w jaki będzie ustalana, oraz termin, miejsce i sposób

¹² M. Wierzbowski, J. Róg w: M. Wierzbowski (red.), Komentarz ObligU, s. 21.

¹³ R. Woźniak, Komentarz ObligU, s. 31.

¹⁴ Zob. M. Bendarek, w: E. Łętowska (red.), SPP, t. V, s. 673; A. Pyrżyńska, w: M. Gutowski (red.), Kodeks cywilny. Komentarz, t. I, Art. 1–449¹¹, Warszawa 2016, s. 1387.

ich spełniania, a w przypadku obligacji niemających postaci dokumentu – dodatkowo określenie dni, według których ustala się uprawnionych do świadczeń;

- 7) informację o ustanowionych lub planowanych do ustanowienia zabezpieczeniach wierzytelności wynikających z obligacji albo braku zabezpieczenia;
- 8) miejsce i datę sporządzenia warunków emisji;
- 9) podpisy osób upoważnionych do zaciągania zobowiązań w imieniu emitenta.

Istotne naruszenie analizowanych wymogów dotyczących minimalnej treści warunków emisji skutkuje nieważnością warunków emisji, a w konsekwencji także nieważnością umowy emisyjnej oraz nieważnością wydanych na tej podstawie obligacji. Dotyczy to w szczególności braku oznaczenia emitenta, rodzaju obligacji, wartości nominalnej i świadczenia emitenta czy podpisu osób upoważnionych do zaciągania zobowiązań. Należy jednak mieć na uwadze, że warunki emisji, jak każde inne oświadczenie woli podlegają interpretacji zgodnie z art. 65 KC. Należy zatem brać pod uwagę szerszy kontekst, w jakim powstały warunki emisji, a w szczególności treść samego dokumentu obligacji czy propozycji nabycia obligacji (prospektu emisyjnego). Na przykład niejasności związane z oznaczeniem w warunkach emisji emitenta, rodzaju obligacji czy też świadczenia emitenta powinny być w pierwszej kolejności, w miarę możliwości, wyjaśniane w drodze interpretacji na korzyść utrzymania ważności stosunku zobowiązaniowego (*benigna interpretatio*).

Nieistotne naruszenie wymogów dotyczących warunków emisji nie powoduje ich nieważności, a także nieważności wyemitowanych na ich podstawie obligacji¹⁵. Sankcja nieważności z art. 58 ust. 1 KC w odniesieniu do warunków emisji powinna być stosowana z dużą ostrożnością. Należy w szczególności brać pod uwagę, jaki jest charakter oraz cel danego wymogu – czy kształtuje on treść stosunku zobowiązaniowego pomiędzy emitentem a obligatariuszami, czy też raczej chodzi wyłącznie o przekazanie określonych informacji na rzecz subskrybentów lub obligatariuszy. Dla przykładu nie skutkuje nieważnością warunków emisji naruszenie obowiązku zamieszczenia w tych warunkach numeru wpisu do właściwego rejestru (jeśli nie uniemożliwia to interpretacji, kto jest emitentem), adresu strony internetowej emitenta, czy też miejsca i daty sporządzenia warunków emisji. Pominiecie przez emitenta tych informacji w warunkach emisji naraża go na ewentualną odpowiedzialność

¹⁵ Por. L. Lipiec-Warzecha, Ustawa o obligacjach. Komentarz, s. 126 i 144.

odszkodowawczą na podstawie art. 415 KC. Ponadto każdy z subskrybentów oraz obligatariuszy ma roszczenie o uzyskanie tych informacji od emitenta. Stosowanie sankcji nieważności warunków emisji w powyższych okolicznościach mogłoby być w szczególności szkodliwe dla słabszej strony stosunku prawnego, czyli obligatariuszy.

4.3. Wymogi dotyczące poszczególnych rodzajów obligacji

Wymogi dotyczące poszczególnych modeli konstrukcyjnych obligacji przewiduje art. 6 ust. 2 i 3 ObligU, zgodnie z którym warunki emisji zawierają dodatkowo:

- 1) warunki wypłaty oprocentowania – tj. wysokość tego oprocentowania lub sposób, w jaki będzie ustalana, datę, od której będzie naliczane, oraz termin, miejsce i sposób jego wypłaty;
- 2) zasady przeliczania wartości świadczenia niepieniężnego na świadczenie pieniężne;
- 3) wskazanie możliwości zaliczenia wierzytelności z tytułu wykupu na poczet ceny nabycia obligacji nowej emisji;
- 4) wskazanie celu emisji, jeżeli emitent zdecydował się na jego określenie;
- 5) wysokość, formę i warunki zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji, w tym informację o sposobie zaspokojenia z przedmiotu zabezpieczenia, a także datę ustanowienia zabezpieczenia w przyszłości lub planowany termin jego ustanowienia oraz wycenę, o której mowa w art. 30 ObligU, lub skrót tej wyceny i uzasadnienie wyboru podmiotu dokonującego wyceny;
- 6) wskazanie podmiotu pełniącego obowiązki administratora zastawu lub administratora hipoteki;
- 7) wskazanie podmiotu upoważnionego do prowadzenia ewidencji lub depozytu papierów wartościowych, z którym emitent zawarł umowę, której przedmiotem jest rejestracja obligacji zdematerializowanych;
- 8) zasady zwoływania i organizacji zgromadzenia obligatariuszy, jeżeli emitent zdecydował się na jego ustanowienie, w tym miejsce odbycia, oraz zasady podejmowania uchwał przez zgromadzenie.

Naruszenie wspomnianych wyżej wymogów skutkować będzie albo bezwzględną nieważnością czynności prawnej na zasadzie art. 58 ust. 1 KC, albo częściową nieważnością czynności prawnej, jeżeli spełnione są przesłanki określone w art. 58 ust. 3 KC.