

Łukasz Chyla*

ORCID: 0000-0001-7353-8125

Uniwersytet Jagielloński, Uniwersytet Warszawski

<https://doi.org/10.19195/1733-5779.33.4>

Czy polskie prawo prospektowe jest konkurencyjne na tle innych państw Unii Europejskiej?**

JEL Classification: G14, G15, K33

Słowa kluczowe: prospekt emisyjny, wyłączenia prospektowe, rozporządzenie prospektowe 2017/1129

Keywords: prospectus, prospectus exemption, Regulation 2017/1129

Abstrakt: W celu polepszenia konkurencyjności rynku pierwotnego i atrakcyjności IPO w Europie Unia Europejska wprowadziła nowe prawo prospektowe w postaci rozporządzenia prospektowego (UE) 2017/1129, które zastąpiło dyrektywę prospektową. Jedną z najważniejszych zmian wprowadzonych przez nową ustawę jest zwiększenie progu, poniżej którego nie jest wymagany prospekt emisyjny z 5 do 8 mln EUR — z zastrzeżeniem autonomicznej decyzji państw członkowskich w tym zakresie. Większość państw członkowskich skorzystało z takiej możliwości, wprowadzając nowe wyłączenia do prawa krajowego. Wbrew tym tendencjom polski ustawodawca nie zdecydował się na takie rozwiązanie i pozostawił próg wyłączenia na obecnym poziomie 2,5 mln EUR. Celem tego artykułu jest ocena poprawności i potencjalnych skutków takiej decyzji z perspektywy prawnoporównawczej i ekonomicznej.

Is Polish prospectus law competitive in comparison to other EU countries?

Abstract: In order to improve the IPO environment in the European Union, a completely new prospectus law was introduced by the Prospectus Regulation (EU) 2017/1129, which replaced the previous Prospectus Directive. One of the most important changes brought by the new law is raising the threshold, below which a prospectus is not required, from 5 million EUR to 8 million EUR — subject to the autonomous decision of the Member States. Numerous Member States have made

* Opiekun naukowy (Scientific Tutor) — prof. Andrzej Szumański

** Artykuł realizowany w ramach grantu Narodowego Centrum Nauki „Preludium” nr 2018/29/N/HS5/02977. The article was written as part of the Polish National Center for Science scientific grant „Preludium” No. 2018/29/N/HS5/02977.

use of such an opportunity, introducing new exemptions in their national laws. Contrary to these trends, the Polish legislator has not decided, however, to amend the threshold and left it at the current level of 2.5 million EUR. The aim of this article is to assess the correctness and effects of such a decision from the comparative and economic perspective.

Wprowadzenie

Oferty publiczne (szczególnie pierwsze — IPO) są kluczowym elementem rynku kapitałowego. Pierwotne rynki zaś — prawdziwymi motorami napędowymi nowoczesnej gospodarki: pobudzają innowacje, umożliwiają efektywną alokację kapitału przez inwestorów. Są nie tylko najbardziej efektywnym sposobem pozyskiwania kapitału dla przedsięwzięć gospodarczych, lecz także stymulują zatrudnienie¹. Ich siła i efektywność mają ogromny wpływ na rozwój światowej gospodarki.

Na całym świecie, od Stanów Zjednoczonych po Azję, można łatwo dostrzec rosnący trend liberalizacji obowiązków prospektowych w celu zwiększenia konkurencyjności i atrakcyjność lokalnych rynków kapitałowych. Zjawisko to można zauważyć nie tylko w odniesieniu do regularnych ofert publicznych, lecz przede wszystkim sektora małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP), finansowania społecznościowego lub kreatywnych sposobów pozyskiwania kapitału, takich jak ICO (*Initial Coin Offering*) lub STO (*Securities Token Offering*). Inicjatywy te są doskonałym przykładem tak zwanego zjawiska *regulator shopping*. Zjawiska, które nie ominęło także Unii Europejskiej.

Ekonomiczna analiza prawa sugeruje², że jedną z głównych przeszkód wzmocnienia europejskich rynków kapitałowych są z jednej strony tak zwane bariery wejścia dla emitentów (zwłaszcza MŚP) — w postaci kosztów oraz obciążeń informacyjnych, z drugiej zaś przeciążenie informacyjne (*information overload*) dla inwestorów. W efekcie rynek kapitałowy nie jest postrzegany jako atrakcyjny środek realizacji swoich interesów, zarówno przez potencjalnych emitentów, jak i inwestorów — zwłaszcza detalicznych. W całej UE średnia wykorzystania kapitału udziałowego jako źródła finansowania MŚP wynosi zaledwie około 3%, a więc poniżej średniej światowej.

¹ Statystycznie około 80–90% wzrostu zatrudnienia w firmie następuje po pierwszej ofercie publicznej (IPO), zob. D. Höppner, *Europe's broken IPO market*, <https://www.investeurope.eu/news-opinion/opinion/blog/2015/ipo/>. (dostęp: 1.04.2020).

² Dokument roboczy Komisji Europejskiej z 2015 roku zawiera najważniejsze kwestie utrudniające pozyskiwanie kapitału na rynkach UE. Po pierwsze, koszty przestrzegania dyrektywy prospektowej są bardzo wysokie (średnio 1 mln EUR i do 15% pozyskanego kapitału). Po drugie, ochrona inwestorów jest nieskuteczna (panuje chaos i przeładowanie informacyjne, prospekty emisyjne potrafią liczyć nawet 500–700 stron). Po trzecie, ramy regulacyjne nie są elastyczne ani odpowiednie dla MŚP, a także niektórych rodzajów papierów wartościowych. Po czwarte, harmonizacja osiągnięta dzięki dyrektywie prospektowej jest postrzegana jako niewystarczająca, gdyż dyrektywa pozostawia państwowi członkowskim znaczną swobodę w zakresie jej wdrażania, co utrudnia integrację unii rynków.

W celu rozwiązania tych problemów i poprawienia środowiska IPO 21 lipca 2019 roku wprowadzono bezpośrednio wiążące we wszystkich państwach członkowskich rozporządzenie prospektowe (UE) 2017/1129³, zastępujące dotychczasową dyrektywę prospektową⁴. Zasadniczym zadaniem reformy jest ułatwienie pozyskiwania kapitału przez emitentów w UE i zwiększenie efektywności rynków przy jednoczesnym zwiększeniu ochrony inwestorów. Tym samym działania europejskie wpisały się w szerszy trend, widoczny w wielu krajach na całym świecie, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych, będących głównym konkurentem UE w zakresie rynków kapitałowych.

Jedną z najważniejszych zmian wprowadzonych przez nowe prawo jest zwiększenie progu wyłączenia/zwolnienia, poniżej którego prospekt emisyjny nie jest wymagany. Pierwsza taka reforma od prawie dziesięciu lat wywołała poważne zmiany w prawie większości państw członkowskich EOG. W przeciwieństwie do tego trendu polski ustawodawca nie zdecydował się jednak na zmianę progu wyłączenia prospektowego i pozostawił go bez zmian — 2,5 mln EUR. Celem tego artykułu jest ocena poprawności i skutków takiej decyzji z perspektywy prawnoporównawczej.

Nowe progi wyłączeń prospektowych

Zmiana wysokości progów wyłączeń od obowiązku prospektowego jest jedną z najważniejszych zmian omawianego rozporządzenia. Bezwzględnie zwolnione z obowiązku prospektowego zostały emisje o wartości poniżej 1 mln EUR⁵ (poprzednio 100 tys. EUR⁶) — „dolny próg wyłączenia”, a państwa członkowskie mogą nakładać inne obowiązki informacyjne poniżej tej granicy jedynie w zakresie, w jakim obowiązki te nie tworzą nieproporcjonalnego lub niepotrzebnego obciążenia⁷. Dodatkowo, w celu promowania rozwoju MŚP w ich staraniach o pozyskanie kapitału, państwa członkowskie mogą teraz zwolnić mniejsze emisje z obowiązku publikowania prospektu emisyjnego, ustalając wyższy próg wyłączenia — nawet do 8 mln EUR⁸ w odniesieniu do ich rynków wewnętrznych

³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 roku 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, OJ L 168, 30.06.2017, s. 12–82.

⁴ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2003/71/WE z dnia 4 listopada 2003 roku w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE, OJ L 345, 31.12.2003, s. 64–89.

⁵ W ciągu 12 miesięcy.

⁶ Art. 1(3).

⁷ Art. 1 oraz motyw 12 rozporządzenia.

⁸ W ciągu 12 miesięcy.

(próg ten wynosił dotychczas 5 mln EUR, a jeszcze wcześniej 2,5 mln EUR)⁹ — „górny próg wyłączenia”¹⁰. Takie oferty nie mogą jednak podlegać procedurze powiadamiania¹¹ i nie korzystają z dobrodziejstw systemu paszportowego¹². Co więcej, progi zwolnienia nie mają zastosowania odnośnie do dopuszczania papierów wartościowych do obrotu na rynkach regulowanych, co spotyka się z częstą krytyką ekspertów¹³.

Poniżej górnego progu wyłączenia państwa członkowskie mogą nakładać inne obowiązki informacyjne, jeśli nie są one nieproporcjonalnym lub zbędnym obciążeniem w odniesieniu do zwolnionych ofert¹⁴. Zachowanie kompetencji państw członkowskich do ustalenia progu od 1 do 8 milionów EUR (a także innych 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 Europejskiej¹⁵. Państwa członkowskie są zobowiązane do powiadomienia KE i ESMA o ewentualnym sposobie skorzystania ze zwolnienia.

Zwiększenie dolnego progu wyłączenia ze 100 tys. do 1 mln EUR jest bez wątpienia pozytywną zmianą. Przewidywana redukcja obciążeń dla małych emitentów przyniesie wymierne korzyści MŚP oraz projektom finansowania społecznościowego (szczególnie w odniesieniu do equity crowdfundingu), którego średnia wartość wynosi około 250 tys. EUR. Jako że w większości państw członkowskich oferty w wysokości 2–3 mln EUR wiążą się z ograniczonymi obowiązkami informacyjnymi lub są z nich nawet zwolnione, europejski ustawodawca mógł pokusić się o odpowiednie podniesienie omawianego progu do tej wysokości.

Zwiększenie górnego progu wyłączenia należy też uznać za właściwe, choć w mojej ocenie niewystarczające, rozwiązanie. Wprawdzie szacuje się, że liczba zatwierdzonych prospektów emisyjnych dla ofert od 5 do 10 mln EUR w latach 2013–2014 wynosiła około 3% wszystkich zatwierdzonych prospektów emisyjnych, a dla ofert od 10 do 20 mln EUR dodatkowe 3%¹⁶. Jakkolwiek odsetek ten wydaje się niewielki, to zwiększenie górnego progu do 10 lub nawet 20 mln EUR prawdopodobnie

⁹ Art. 3(2)(b).

¹⁰ Art. 1 ust. 3 i art. 3 ust. 2 zaczęły obowiązywać w dniu 21 lipca 2018 roku.

¹¹ Art. 25 rozporządzenia.

¹² Motyw 13 rozporządzenia.

¹³ A. Casale, M. Bianchi, P. Spatola, *The New Prospectus Regulation: A Missed Opportunity?* Oxford Business Law Blog 2017, <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/03/new-prospectus-regulation-missed-opportunity> (dostęp: 1.04.2020).

¹⁴ Motywy 12 i 13 rozporządzenia.

¹⁵ Motyw 13 rozporządzenia.

¹⁶ Na podstawie danych z lat 2013–2014, 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, Brussels, 30.11.2015.

znacząco zachęcałoby potencjalnych emitentów i naturalnie spowodowałoby szybki wzrost liczby prospektów emisyjnych — kilkakrotnie przekraczający wspomniane 6%. Tytułem przykładu, w Stanach Zjednoczonych tak zwane rozporządzenie A/A+ ustanowiło cieszący się powodzeniem system dwupoziomowy — ze znacznie wyższymi progami zwolnienia, wynoszącymi kolejno 20 i 50 mln USD¹⁷.

Polskie przepisy

W Polsce zasady przeprowadzania emisji reguluje ustawa o ofercie publicznej¹⁸, która ustala wysokość progu zwolnienia z obowiązku sporządzenia prospektu emisyjnego UE na poziomie 2,5 mln EUR. Próg ten nie był zmieniany od 2005 roku, mimo że w ciągu lat sama ustawa podlegała licznym modyfikacjom. Warto poczynić uwagę, że polski próg zwolnienia prospektowego od początku został ustalony arbitralnie, bez poparcia odpowiednimi badaniami empirycznymi z zakresu ekonomicznej analizy prawa.

Zgodnie z polskim prawem odnośnie do ofert o wartości od 1 do 2,5 mln EUR prospekt emisyjny nie jest wymagany, jeśli emitent opublikuje memorandum informacyjne¹⁹ — nie wymaga ono jednak zatwierdzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego. Chociaż memorandum informacyjne jest znacznie krótsze niż regularny prospekt emisyjny, wciąż jest to niebagatelne obciążenie dla polskich emitentów, nierzadko osiągając objętość 100–150 stron lub więcej. Polska jest także jednym z nielicznych europejskich państw²⁰, które zdecydowały się na wprowadzenie wymogów informacyjnych w kwestii emisji w przedziale między 100 tys. a 1 mln EUR. W takim wypadku polski emitent zobowiązany jest do udostępnienia do publicznej wiadomości dokumentu zawierającego istotne informacje o ofercie²¹.

Zważywszy na przedstawione rygorystyczne zasady przeprowadzania oferty, zwiększenie progu wyłączenia znacząco zmniejszyłoby koszty związane z przygotowaniem i zatwierdzeniem prospektu emisyjnego, pozytywnie wpływając na dostępność kapitału dla małych i średnich firm w Polsce. Warto pamiętać,

¹⁷ US Regulation A (17 C.F.R. §230.251 n.).

¹⁸ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. z 2005 r. Nr 184, poz. 1539.

¹⁹ Zgodnie z art. 37b.

²⁰ Obok między innymi Austrii, Niemiec, Grecji czy Danii.

²¹ Zgodnie z art. 37a dokument zawiera co najmniej: 1. podstawowe informacje o emitencie papierów wartościowych, w tym informacje finansowe, informacje o oferowanych papierach wartościowych oraz o warunkach i zasadach ich oferty; 2. podstawowe informacje o planowanym sposobie wykorzystania środków uzyskanych z emisji papierów wartościowych; 3. podstawowe informacje o istotnych czynnikach ryzyka; 4. oświadczenie emitenta o odpowiedzialności za informacje zawarte w tym dokumencie. Oświadczenie emitenta zawiera stwierdzenie, że zgodnie z jego najlepszą wiedzą i przy dołożeniu należytej staranności informacje zawarte w dokumencie są prawdziwe, rzetelne i zgodne ze stanem faktycznym.

że oficjalna zgoda całkowita inflacja euro w latach 2005–2020 wyniosła około 25% (odtąd obowiązuje europejski maksymalny próg zwolnienia w wysokości 2,5 mln EUR). Logiczne wydawałoby się, że dla samego zneutralizowania inflacji i utrzymania na podobnym poziomie konkurencyjności rynków kapitałowych (a co za tym idzie utrzymania poziomu finansowania MŚP) próg ten należałoby więc zwiększyć do co najmniej 3–3,2 mln EUR.

Mimo znakomitej okazji, jaką była potrzeba dostosowania polskiego prawa do rozporządzenia prospektowego, polski ustawodawca nie zdecydował się jednak na liberalizację przepisów przez zwiększenie progu. W uzasadnieniu do projektu Ministerstwo Finansów nie podało żadnej podstawy utrzymania tak niskiego progu. Liczne postulaty zwiększenia go do 5 lub nawet 8 mln EUR, pojawiające się w ramach konsultacji społecznych, zostały zignorowane²². Jediną odpowiedzią ze strony Ministerstwa Finansów było lakoniczne stwierdzenie, że „przewidywana wartość 2,5 mln EUR jest dostosowana do obecnego poziomu rozwoju polskiego rynku”²³. Decyzje takiej wagi, zgodnie z dobrymi praktykami i zasadami prawidłowej legislacji stosowanymi w UE, nie powinny być podejmowane bez obszernych konsultacji z ekspertami, poprzedzonych dokładną ekonomiczną analizą prawa. W ramach przykładu można tu wspomnieć choćby o długoterminowej analizie ESMA, poprzedzającej rozporządzenie w sprawie prospektu emisyjnego (Working Assessment Paper 2015), badaniach przeprowadzanych regularnie przez niemiecki nadzór finansowy (BaFin) lub analizach Amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) w kwestii mniej istotnych zmian prawa rynków kapitałowych. Tymczasem w Polsce pierwszy projekt został przedstawiony opinii publicznej zaledwie kilka miesięcy przed ostatecznym terminem wynikającym z rozporządzenia prospektowego, a cały proces legislacyjny przeprowadzany był w pośpiechu i znacznie się opóźnił²⁴.

Koszty i problemy praktyczne związane z przygotowaniem i przeprowadzeniem procesu oferty publicznej oraz zadośćuczynieniem wymogom informacyjnym są dla emitentów w Polsce niewspółmiernie wysokie. Świadczy o tym choćby zmniejszająca się z roku na rok liczba pierwszych ofert publicznych (IPO) dopuszczonych do obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Trend ten wskazuje, że polski rynek pierwotny pozostaje wielce niekonkurencyjny, a do zmiany tego stanu rzeczy wymagane jest znacznie więcej niż jedynie kosmetyczny retusz lub ogólne deklaracje²⁵. W rzeczywistości niewiele państw w UE dysponuje równie niekorzystnym prawem prospektowym, w którym małe

²² Komentarze do projekt ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej — zob. <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/12318000>.

²³ *Ibidem*.

²⁴ Świadczą o tym chociażby poważne błędy, jakich dopuścili się autorzy pierwotnej wersji nowelizacji.

²⁵ W postaci między innymi polskiej Strategii Rozwoju Rynków Kapitałowych (2019), M.P. z 2019 r. poz. 1027.

i średnie firmy pozbawione są realnej szansy skorzystania z potencjału rynków kapitałowych.

W celu wyciągnięcia odpowiednich wniosków dla polskiego ustawodawcy warto przyrzeć się szerszemu kontekstowi prawnoporównawczemu w ramach UE.

Perspektywa porównawcza w Unii Europejskiej

Wysokość progów wyłączeń

Chociaż polski próg wyłączenia prospektowego nie zwiększył się od 2005 roku (wówczas maksymalny próg wynosił 2,5 mln EUR, a od 2010 roku — 5 mln EUR), to jednak można powiedzieć, że aż do 2016 roku nie wyróżniał się on negatywnie na tle innych państw EOG. Co prawda wyższy od nas próg zwolnienia miały mniej rozwinięte rynki, takie jak Chorwacja czy Litwa, to jednak staliśmy w jednym szeregu na przykład ze Szwecją i Holandią, wyprzedzając jednocześnie Austrię, Belgię czy nawet Niemcy (tabela 1). Chociaż polskie memorandum informacyjne, wymagane dla ofert poniżej 2,5 mln EUR, było stosunkowo skomplikowane i kosztochłonne w porównaniu do odpowiednich dokumentów informacyjnych w innych krajach, nasze rozwiązanie można było jeszcze postrzegać jako pewien kompromis między interesami emitentów a ochroną rynku i inwestorów. Jednakże od 2016 roku, kiedy przesądzone już było wejście w życie rozporządzenia prospektowego, krajobraz prawny w UE dynamicznie się zmieniał.

Potrzeba liberalizacji progów wyłączenia znalazła swoje odzwierciedlenie w tendencji legislacyjnej państw członkowskich. W porównaniu do 2016 roku (tabela 1) co najmniej 17 państw członkowskich (oraz Liechtenstein i Norwegia) skorzystało już z możliwości zwiększenia progów zwalniających z obowiązku publikacji prospektu (tabela 2), a kolejne trzy przymierzają się do podobnej zmiany, wszczynając procedury konsultacyjne lub finalizując procesy ustawodawcze, rozważa takie rozwiązanie²⁶. Co najmniej 14 państw uczyniło tak wyłącznie dzięki nowym kompetencjom, jakie przyniosło rozporządzenie.

W efekcie w odstępie zaledwie czterech lat zaszły w Europie poważne zmiany. Największe z nich zanotowały Belgia, Francja, Niemcy oraz, co ciekawe, Łotwa, zwiększając w tym czasie swoje progi wyłączeń ze 100 tys. do 8 mln EUR. Z kolei Słowenia zwiększyła swój próg z 100 tys. do 3 mln EUR. Austria zwiększyła swój próg z 250 tys. do 5 mln EUR. Dania zwiększyła progi wyłączeń z 1 do 8 mln EUR. W tym czasie Luksemburg podwójnie zwiększył próg wyłączenia — najpierw z 1,5

²⁶ Bułgaria, Grecja oraz Islandia są nadal w trakcie nowelizacji przepisów krajowych do rozporządzenia prospektowego w celu skorzystania z wyłączeń prospektowych dopuszczonych w art. 3 ust. 2 rozporządzenia prospektowego. Jest zatem prawdopodobne, że wszystkie te państwa zwiększą wkrótce próg zwolnienia prospektowego, być może do maksymalnej wysokości 8 mln EUR (szczególnie Grecja i Islandia, które na gruncie dyrektywy prospektowej dysponowały już maksymalnym progiem zwolnienia — 5 mln EUR).

do 5 mln EUR, a następnie do 8 mln EUR. Cypr i Rumunia z 1 do 5 mln EUR (w wypadku Rumunii progiem związane są oferty zagraniczne). Finlandia i Holandia zwiększyły progi z 2,5 mln EUR do odpowiednio 8 i 5 mln EUR. Estonia, Irlandia, Litwa, Liechtenstein, Norwegia, Wielka Brytania oraz Włochy postanowiły utrzymać dotychczasowy najwyższy możliwy próg zwolnienia od obowiązku sporządzenia prospektu, zwiększając w ten sposób progi z 5 do 8 mln EUR.

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 tylko dwóch krajów (obok Czech), w których nie wzrósł próg wyłączenia (choć w niektórych krajach zmiana ta odbyła się automatycznie w wyniku wprowadzenia bezpośrednio obowiązujących przepisów rozporządzenia²⁷). Co więcej, Polska jest jednym z tylko dwóch krajów (obok Węgier), które chociaż przeprowadziły nowelizację prawa prospektowego w celu dostosowania przepisów do rozporządzenia, mimo to nadal nie zdecydowały się zwiększyć progu zwolnienia.

Obecnie Belgia, Dania, Estonia, Finlandia, Francja, Irlandia, Liechtenstein, Litwa, Luksemburg, Łotwa, Niemcy, Norwegia, Wielka Brytania oraz Włochy mają najwyższy możliwy próg zwolnienia prospektowego — w wysokości 8 mln EUR. Austria, Chorwacja, Cypr, Grecja, Islandia, Malta, Holandia, Portugalia, oraz Hiszpania mają próg w wysokości 5 mln EUR. W Rumunii obowiązuje próg 5 mln EUR dla ofert publicznych poza granicami Rumunii²⁸ oraz próg 1 mln EUR

²⁷ Bułgaria, Węgry, Słowacja.

²⁸ Regulamentul nr. 5/2018 privind emitenții de instrumente financiare și operațiuni de piață — variantă consolidată — În vigoare de la 21 iunie 2018 Consolidarea are la bază publicarea din Monitorul Oficial, Partea I nr. 478 din 11 iunie 2018.

dla emisji krajowej²⁹. W Słowenii próg zwolnienia wynosi 3 mln EUR, a w Polsce i Szwecji — 2,5 mln EUR. Najniższe progi, w wysokości 1 mln EUR, mają Bułgaria (zamierza zwiększyć), Czechy, Węgry oraz Słowacja (równe minimalnej dopuszczanej rozporządzeniem prospektowym wysokości).

Tabela 2. Wysokość emisji, powyżej której państwa członkowskie wymagają sporządzenia prospektu emisyjnego (2020)

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

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 roku, zostały wytłuszczone.

Źródło: opracowanie własne.

Różnica w wysokości progów zwolnień prospektowych nie jest niestety jedynym dowodem na to, że polski ustawodawca podszedł do tematu zbyt restrykcyjnie. Równolegle do zwiększenia samych progów państwa UE podjęły bowiem liczne wysiłki w celu maksymalnej liberalizacji uciążliwych obowiązków informacyjnych emitentów w wypadku ofert poniżej progu zwolnienia. By zrozumieć skalę problemu, warto się bliżej przyjrzeć szczegółowym rozwiązaniom znajdującym zastosowanie w poszczególnych jurysdykcjach.

Obowiązki informacyjne poniżej progu wyłączenia

W Austrii odnośnie do emisji w wysokości od 250 tys. do 2 mln EUR emitent obowiązany jest opublikować dokument informacyjny³⁰ (obowiązują też limity

²⁹ Legea nr. 24/2017 privind emitenții de instrumente financiare și operațiuni de piață În vigoare de la 01 aprilie 2017 Publicat în Monitorul Oficial, Partea I nr. 213 din 29 martie 2017.

³⁰ Bundesgesetz über alternative Finanzierungsformen (Alternativfinanzierungsgesetz — AltFG) StF: BGBl. I Nr. 114/2015.

w wysokości 5 tys. EUR dla każdego inwestora indywidualnego), a w kwestii emisji od 2 do 5 mln EUR powinien opublikować uproszczony krajowy prospekt emisyjny³¹, podlegający uprzedniemu zatwierdzeniu przez organ nadzoru (FMA³²).

W Belgii, począwszy od reformy z 2018 roku³³, istnieją dwa główne progi: 5 i 8 mln EUR³⁴. Próg 8 mln EUR ma zastosowanie, jeżeli oferowane papiery wartościowe mają zostać dopuszczone do obrotu na platformie MTF Alternext lub MTF Marché Libre. Wówczas emitent musi opublikować krótką notę informacyjną i przedstawić ją organowi nadzoru (FSMA³⁵), nie później niż w chwili jej publicznego udostępnienia (uprzednia zgoda FSMA nie jest wymagana). Próg 5 mln EUR ma zastosowanie dla pozostałych ofert publicznych — tu obowiązkiem emitenta jest sama publikacja noty informacyjnej. W kwestii ofert nieprzekraczających 500 tys. EUR nie obowiązują szczególne wymogi informacyjne, pod warunkiem że maksymalna kwota papierów wartościowych nabyta przez każdego z indywidualnych inwestorów nie przekroczy 5 tys. EUR.

W Chorwacji co do ofert poniżej 5 mln EUR emitent musi niezwłocznie po podjęciu odpowiedniej decyzji przez właściwy organ spółki emitenta (nie później niż trzy dni robocze przed ofertą) powiadomić organ nadzoru (Hanfa)³⁶ o zamiarze skorzystania ze zwolnienia³⁷.

W Estonii w przypadku ofert o wartości od 2,5 do 8 mln EUR emitent zobligowany jest opublikować uproszczony prospekt emisyjny³⁸, wymagający uprzedniego zatwierdzenia przez organ nadzoru³⁹. Ofert poniżej 2,5 mln EUR ten wymóg nie dotyczy.

W Finlandii odnośnie do ofert o wartości 1–8 mln EUR emitent musi przedłożyć krótki dokument informacyjny organowi nadzoru (FIN-FSA⁴⁰) przed rozpoczęciem oferty publicznej, a następnie go opublikować (dokument nie wymaga

³¹ Bundesgesetz über das öffentliche Anbieten von Wertpapieren und anderen Kapitalveranlagungen StF: BGBl. I Nr. 62/2019.

³² FMA Finanzmarktaufsicht Österreich.

³³ Nowe belgijskie prawo prospektowe (Loi du 11 juillet 2018 relative aux offres au pub lic d'instruments de placement et admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés), <http://www.ejustice.just.fgov.be/eli/loi/2018/07/11/2018040307/justel>.

³⁴ Arrêté royal relatif à la publication d'une note d'information en cas d'offre au public ou d'admission à la négociation sur un MTF et portant des dispositions financières diverses, <http://www.ejustice.just.fgov.be/eli/arrete/2018/09/23/2018014014/justel>.

³⁵ L'Autorité des services et marchés financiers.

³⁶ Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga.

³⁷ Zakon o tržištu kapitala, Zagreb, 10. srpnja 2018.

³⁸ Väärtpaberituru seadus, Elektrooniline Riigi Teataja; RT I 2001, 89, 532; Valtiovarainministeriön asetus arvopaperimarkkinalain 3 luvun 2 §:ssä tarkoitettusta perustietoaasiakirjasta.

³⁹ Finantsinspektsioon.

⁴⁰ Finanssivalvonta.

zatwierdzenia). Dokument informacyjny zawiera podstawowe fakty dotyczące emitenta i oferty, a jego objętość nie może przekroczyć sześciu stron A4⁴¹.

We Francji system obowiązków informacyjnych dla ofert poniżej progu 8 mln EUR jest dość zróżnicowany⁴². W wypadku bezpośrednich ofert papierów wartościowych bez dopuszczenia do zorganizowanego systemu obrotu emitent musi najpierw przedłożyć organowi nadzoru (AMF⁴³) „podsumowujący dokument informacyjny”⁴⁴, który nie wymaga zatwierdzenia. W przypadku ofert zarejestrowanych na platformie crowdfundingowej emitent przed ofertą obowiązany jest opublikować krótki „podsumowujący, prawny dokument informacyjny”⁴⁵ (około 8–10 stron A4). Istnieją dwa rodzaje podmiotów regulowanych, które mogą prowadzić stronę crowdfundingową: firmy inwestycyjne oraz doradcy inwestyjni w zakresie crowdfundingu. W wypadku pierwszej oferty publicznej papierów wartościowych mających zostać dopuszczonymi do obrotu na platformie MTF (na przykład Euronext Growth, Euronext Access) regulamin operatora może wymagać dokumentu informacyjnego (średnio około 100 stron). Jedynie przy pierwszym dopuszczeniu do obrotu na platformie giełdowej Euronext wymagany jest prospekt emisyjny (zatwierdzany uprzednio przez AMF)⁴⁶. W kwestii ofert wtórnych poniżej 8 mln EUR zamiast dokumentu informacyjnego AMF zaleca publikację informacji prasowej⁴⁷ (przeciętnie 3–10 stron), która może się ukazać nawet po rozpoczęciu oferty.

W Grecji przy ofertach między 100 tys. a 5 mln EUR emitent powinien opublikować dokument informacyjny, który z reguły podlega zatwierdzeniu przez organ nadzoru (HCMC)⁴⁸. Warto jednak pamiętać, że w Grecji trwa obecnie proces legislacyjny mający na celu dalej idącą liberalizację przepisów. Prawdopodobnie próg wyłączenia zostanie podwyższony do 8 mln EUR, zredukowane zostaną najpewniej obowiązki związane z produkcją dokumentu informacyjnego.

W Holandii dla ofert poniżej 5 mln EUR emitent jest zobowiązany do powiadomienia organu nadzoru (AFM⁴⁹) i wypełnienia dokumentu informacyjnego,

⁴¹ Dekret Ministra Finansów nr 1281/2018.

⁴² Szczegółowe omówienie francuskich progów wyłączeń: <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news-releases/amf-news-releases/amf-amends-its-general-regulation-and-publishes-instruction-following-entry-force-new-prospectus> (dostęp: 10.04.2020).

⁴³ Autorité des Marchés Financiers.

⁴⁴ Szczegółowa treść zdefiniowana w instrukcji AMF 2018-07.

⁴⁵ Szczegółowa treść zdefiniowana w instrukcji AMF 2014-12.

⁴⁶ Księga II Regulacji Ogólnych AMF w sprawie emitentów i ujawniania informacji finansowych, https://www.amf-france.org/reglement/en_US/RG-en-vigueur (dostęp: 10.04.2020).

⁴⁷ Szczegółowa treść zdefiniowana w stanowisku AMF 2013-03.

⁴⁸ Grecka Komisja Rynku Kapitałowego; ESMA 31-62-1193, 2.03.2020.

⁴⁹ De Autoriteit Financiële Markten.

a następnie przedłożenia go AFM oraz publikacji⁵⁰, która nie wymaga uprzedniego zatwierdzenia.

W Irlandii oferta publiczna o wartości poniżej 8 mln EUR może podlegać pewnym wymogom dotyczącym składania i ujawniania informacji⁵¹, ilekroć spełnia ona warunki określone w ustawie o prawie spółek z 2014 roku⁵².

W Islandii odnośnie do ofert o wartości od 2,5 do 5 mln EUR emitent jest zobowiązany do opublikowania zatwierdzonego wcześniej krajowego prospektu emisyjnego⁵³. Krajowy prospekt emisyjny zawiera informacje dotyczące oferty, papierów wartościowych, osób odpowiedzialnych za emisję, emitenta i jego działalności, jego sytuacji finansowej oraz organów zarządzających⁵⁴. Warto pamiętać, że w Islandii trwa właśnie proces legislacyjny dostosowujący przepisy krajowe do rozporządzenia prospektowego, co może skutkować dalszym zwiększeniem progu wyłączenia prospektowego.

Na Litwie przy ofertach o wartości od 1 do 8 mln EUR emitent musi opublikować dokument informacyjny⁵⁵ zgodnie z przepisami krajowymi. Nie podlega on zatwierdzeniu przez organ nadzoru (Bank Litwy).

W Luksemburgu, zgodnie z najnowszym prawem⁵⁶, próg zwolnienia prospektowego wynosi 8 mln EUR⁵⁷. Emitent powinien uprzednio powiadomić organ nadzoru (CSSF⁵⁸) o zamiarze skorzystania z wyłączenia prospektowego⁵⁹. Ponadto co do ofert o wartości 5–8 mln EUR emitent powinien opublikować notatkę informacyjną⁶⁰, która nie wymaga zatwierdzenia⁶¹.

Na Łotwie w wypadku ofert o wartości 1–8 mln EUR obowiązkiem emitenta jest publikacja dokumentu informacyjnego⁶² zgodnie z przepisami krajowymi⁶³.

⁵⁰ Ustawa o nadzorze finansowym (Vrijstellingsregeling Wft), zob. art. 53, § 2–8.

⁵¹ Companies Act 2014 Irish Statute Book, Number 38 of 2014.

⁵² Art. 1348 irlandzkiego prawa spółek (2014).

⁵³ Lög um verðbréfaviðskipti (2007 nr. 108 26. Júní).

⁵⁴ Reglugerð um almenn útböð verðbréfa að verðmæti jafnvirðis 100.000 evra til 5.000.000 evra í íslenskum krónum. (836/2013).

⁵⁵ VERTYBINIŲ POPIERIŲ ĮSTATYMO NR. X-1023 PAKEITIMO ĮSTATYMAS, 2019 m. liepos 16 d. Nr. XIII-2356, Vilnius.

⁵⁶ Loi du 16 juillet 2019 relative aux prospectus pour valeurs mobilières. Journal officiel du Grand-Duché de Luxembourg 16/07/2019.

⁵⁷ Art. 4(1)(2) ustawy o prawie prospektowym.

⁵⁸ Commission de Surveillance du Secteur Financier.

⁵⁹ Art. 4(2) ustawy o prawie prospektowym.

⁶⁰ Art. 4(3) ustawy o prawie prospektowym.

⁶¹ Nowa ustawa o prospekcie emisyjnym określa minimalne wymogi dotyczące treści notatki informacyjnej (informacje o emitencie, papierach wartościowych, ofercie lub dopuszczeniu do obrotu).

⁶² Finanšu instrumentu tirgus likums, 12.12.2019. likums / LV, 257A, 23.12.2019. / Stājas spēkā 6.01.2020.

⁶³ Rozporządzenia łotewskiej Komisji Rynków Finansowych i Kapitałowych.

Na Malcie oferty poniżej 5 mln EUR nie są regulowane żadnymi szczegółowymi zasadami w kwestii obowiązków informacyjnych, dopóki emitent nie wystąpi z wnioskiem o dopuszczenie do obrotu na platformie Prospects MTF, prowadzonej przez Giełdę Maltańską. Wówczas jej uprzedniemu zatwierdzeniu podlega specjalny „dokument przyjmujący”⁶⁴.

W Niemczech wprowadzono jeden z najbardziej spójnych europejskich systemów prawa prospektowego. Zwiększając zarówno próg obowiązku emisyjnego do 8 mln EUR, jak i minimalizując zakres obowiązków informacyjnych, niemieccy ustawodawcy przeprowadzili znaczną liberalizację w celu wzmocnienia niemieckiego rynku kapitałowego pierwotnego⁶⁵. Zgodnie ze znowelizowaną niemiecką ustawą prospektową⁶⁶ (WpPG) w przypadku ofert o wartości od 100 tys. do 8 mln EUR⁶⁷ emitent zobowiązany jest sporządzić, znacznie krótszy niż prospekt emisyjny, arkusz informacji o papierach wartościowych — tak zwany WIB⁶⁸. Publikacja WIB następuje po uprzednim zatwierdzeniu przez organ nadzoru (BaFin⁶⁹). WIB obejmuje maksymalnie trzy strony i musi zawierać kluczowe informacje dotyczące papierów wartościowych, oferujących, emitentach i wszelkich gwarantach omówione w sposób przejrzysty i łatwo zrozumiały⁷⁰. WIB musi też zawierać ostrzeżenie, że nabycie papieru wartościowego wiąże się ze znacznym ryzykiem i może spowodować całkowitą utratę zainwestowanego kapitału. WIB powinien być aktualizowany i/lub poprawiany, jeśli to konieczne, w trakcie trwania procesu przeprowadzania oferty publicznej. Oferty poniżej 100 tys. EUR nie są obowiązane sporządzeniem prospektu emisyjnego ani WIB⁷¹.

W celu zapewnienia ochrony inwestorów detalicznych odnośnie do ofert o wartości 1–8 mln EUR papiery wartościowe mogą być oferowane inwestorom niekwalifikowanym⁷² wyłącznie w formie doradztwa lub pośrednictwa inwestycyjnego⁷³. Ponadto firma inwestycyjna jest zobowiązana do sprawdzenia, czy łączna wartość papierów wartościowych, które nabywa pojedynczy inwestor niekwalifikowany, nie przekracza 1 tys. EUR (lub 25 tys. EUR w odpowiedniej sytuacji finansowej lub dochodów inwestora). W Niemczech istnieje również grupa tak

⁶⁴ Malta Prospects MTF Rules, rozdz. 4; ESMA 31-62-1193, 2.03.2020.

⁶⁵ Zob. https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2018/fabj_1807_Wertpapierprospekte_en.html (dostęp: 10.04.2020).

⁶⁶ Wertpapierprospektgesetz vom 22. Juni 2005 (BGBl. I S. 1698), das zuletzt durch Artikel 60 des Gesetzes vom 20. November 2019 (BGBl. I S. 1626) geändert worden ist.

⁶⁷ Art. 3(2) zd. 1 nr 6 oraz art. 3a WpPG.

⁶⁸ Wertpapier-Informationsblatt.

⁶⁹ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

⁷⁰ Art. 3a (3) zd. 2 WpPG.

⁷¹ Art. 3(2) zd. 1 nr 6 WpPG.

⁷² Definicja inwestora kwalifikowanego zob. art. 2 nr 6 WpPG.

⁷³ Wertpapierhandelsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708), das zuletzt durch Artikel 4 des Gesetzes vom 27. März 2020 (BGBl. I S. 543) geändert worden ist.

zwanych uprzywilejowanych emitentów (do których należą instytucje kredytowe oraz emitenci posiadający już akcje dopuszczone do obrotu na rynku zorganizowanym). Są oni zwolnieni z obowiązku produkcji i publikacji WIB, jeżeli oferta jest mniejsza niż 8 mln EUR.

W Norwegii wymogiem przy ofertach o wartości od 1 do 8 mln EUR jest złożenie przez emitentów krajowego prospektu emisyjnego (*nasjonale prospekter*) w Rejestrze Przedsiębiorstw, a następnie jego opublikowanie⁷⁴.

W Słowenii odnośnie do ofert poniżej 3 mln EUR emitent musi powiadomić organ nadzoru (ATVP⁷⁵) o zamiarze skorzystania ze zwolnienia prospektowego⁷⁶.

Na Węgrzech, składając oferty poniżej 1 mln EUR, emitent musi opublikować uproszczony prospekt emisyjny zgodnie z przepisami krajowymi⁷⁷, który podlega uprzedniemu zatwierdzeniu.

W Wielkiej Brytanii oferowanie papierów wartościowych jest co do zasady niedozwolone, jeżeli nie jest zatwierdzone lub dokonywane przez upoważnioną osobę lub nie korzysta z ustawowego wyłączenia⁷⁸. Podstawowym wymogiem jest, aby wszystkie oferty były „uczciwe, jasne oraz nie wprowadzały w błąd”⁷⁹. Jeśli oferta jest składana inwestorowi detalicznemu, musi być dokładna, wystarczająco zrozumiała, powinna wyraźnie i rzetelnie wskazywać wszelkie ważne ryzyka. Nie może także rozmywać istotnych pozycji, oświadczeń ani ostrzeżeń⁸⁰.

We Włoszech emitenci akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym poniżej 8 mln EUR mają obowiązek publikacji komunikatów prasowych, które zawierają kluczowe szczegóły dotyczące oferty publicznej, jej wpływu na emitenta, przyczyn emisji, wpływów netto oraz ich wykorzystania, kapitału obrotowego itp⁸¹. W wypadku ofert publicznych o wartości poniżej 8 mln EUR dokonywanych za pośrednictwem portali crowdfundingowych zarządzający portalem musi opublikować dokument nie dłuższy niż 5 stron formatu A4⁸².

Wreszcie, w 11 państwach nie ma szczegółowych przepisów krajowych określających obowiązki informacyjne odnośnie do ofert poniżej progu zwolnienia. Są to: Bułgaria, Cypr, Czechy, Dania, Liechtenstein, Malta⁸³, Portugalia, Rumunia, Słowacja, Hiszpania i Szwecja. Oznacza to, że oferty publiczne niskiej wartości

⁷⁴ Lov om verdipapirhandel (Publisert I 2007 hefte 6).

⁷⁵ Agencija za trg vrednostnih papirjev.

⁷⁶ Zakon o trgu finančnih instrumentov (Uradni list RS, št. 77/18, 17/19 — popr. in 66/19).

⁷⁷ Magyar joganyagok — 2001. évi CXX. törvény — a tőkepiacról.

⁷⁸ The UK Financial Services and Markets Act 2000 (Prospectus and Markets in Financial Instruments) Regulations 2018.

⁷⁹ FCA Handbook, Listing and Prospectus Rules.

⁸⁰ *Ibidem*.

⁸¹ Regolamento Consob n. 11971/1999 (Emittenti).

⁸² Regolamento Consob n. 18592/2013.

⁸³ O ile papiery wartościowe nie mają być dopuszczone do obrotu giełdowego.

nie niosą z sobą dodatkowych wymogów — ani względem opinii publicznej, ani właściwych organów nadzoru.

Wnioski

Z przedstawionej analizy można wysnuć następujące spostrzeżenia i wnioski.

Po pierwsze, z punktu widzenia emitentów zamierzających pozyskać stosunkowo niewielkie kwoty szczególnie atrakcyjne wydają się rozwiązania w Danii i Liechtensteinie (do 8 mln EUR) oraz na Cyprze, w Portugalii i Hiszpanii (do 5 mln EUR). Relatywnie duże emisje nie wiążą się tam bowiem z żadnymi specjalnymi obowiązkami informacyjnymi.

Po drugie, z analizy wynika, że nie brakuje także państw, które zdecydowały się na minimalne obciążenie emitentów obowiązkami informacyjnymi. Chodzi tu przede wszystkim o publikację różnych not lub krótkich dokumentów informacyjnych, które nie wymagają zatwierdzenia przez właściwe organy nadzoru. Z grupy państw o progu wyłączenia 8 mln EUR można wymienić tu Belgię (nota informacyjna), Finlandię (dokument informacyjny o objętości 6 stron formatu A4), Francję (dokument podsumowujący), Litwę (krótki dokument informacyjny), Luksemburg (powiadomienie organu nadzoru lub notatka informacyjna), Łotwę (dokument informacyjny). Pewnym wyjątkiem w tej grupie będą Niemcy — tu krótki dokument informacyjny (WIB, 3 strony A4) wymaga uprzedniego zatwierdzenia przez BaFin. W tej grupie liberalne podejście do oferty publicznej cechują również państwa *common law* — Irlandię oraz Wielką Brytanię (progi 8 mln EUR). Kombinacja maksymalnych progów zwolnienia prospektowego oraz minimalnych wymogów informacyjnych sprawia, że te państwa stanowią atrakcyjną opcję dla sektora MŚP. Idąc dalej za ciosem, w Holandii (5 mln EUR) obowiązkiem emitenta jest publikacja krótkiego dokumentu informacyjnego. Z kolei w Chorwacji i Słowenii (kolejno próg 5 i 3 mln EUR) w przypadku skorzystania ze zwolnienia wystarczy powiadomienie organów nadzoru.

Po trzecie, Polska zalicza się do grupy państw o najbardziej restrykcyjnych przepisach, wymagających od emitenta publikacji bardziej rozbudowanych dokumentów informacyjnych lub krajowych prospektów, najczęściej wcześniej zatwierdzonych przez krajowy organ nadzoru. Do tej grupy należą Estonia (próg 8 mln EUR), Norwegia (8 mln EUR), Austria (5 mln EUR), Grecja (5 mln EUR), Islandia (5 mln EUR), Polska (2,5 mln EUR) oraz Węgry (1 mln EUR). Grupa ta jest dość mocno zróżnicowana wewnętrznie, czego najlepszym przykładem jest fakt, że emitent w Estonii przy porównywalnym nakładzie sił i środków będzie w stanie pozyskać ośmiokrotnie większy kapitał niż na Węgrzech.

Ponadto już na pierwszy rzut oka widać, że Polska — mimo niedawnej zmiany prawa — ma jeden z najmniej konkurencyjnych progów w całej UE. Podobne do Polski progi mają wprawdzie Szwecja (2,5 mln EUR) oraz Słowenia (3 mln

EUR), jednak przy pełnym niewystępowaniu obciążeń informacyjnych emitentów. Niższe progi od Polski mają jedynie cztery państwa: Czechy, Słowacja, Rumunia (dla ofert wewnętrznych) oraz Węgry⁸⁴. Szybka analiza wskazuje, że przewaga nawet nad tymi państwami nie jest bynajmniej oczywista. Wynika to z faktu, że odnośnie do ofert publicznych o łącznej wartości od 100 tys. do 1 mln EUR w Czechach, Rumunii i na Słowacji emitentom wciąż łatwiej pozyskiwać kapitał niż w Polsce, ponieważ tamtejszych emitentów nie dotyczą żadne obowiązki informacyjne poniżej progu wyłączenia. W Polsce w tym przedziale emitenci obowiązani są przedłożyć specjalny dokument informacyjny. Polska dysponuje nad tymi państwami pewną przewagą jedynie w kwestii ofert w przedziale 1–2,5 mln EUR — emitenci mogą sporządzić memorandum informacyjne (niewymagające zatwierdzenia) zamiast regularnego prospektu europejskiego. Autorytatywnie można stwierdzić, że bardziej rygorystyczne od polskiego prawo prospektowe istnieje jedynie na Węgrzech — również poniżej progu 1 mln EUR obowiązuje tam wymóg sporządzenia krajowego prospektu emisyjnego, podlegającego zatwierdzeniu przez organ nadzoru.

Równanie w tym wypadku do najgorszych nie jest bynajmniej powodem do zadowolenia dla polskiego ustawodawcy. Ocena polskiego prawa prospektowego pogarsza się jeszcze przy uwzględnieniu aspektów *stricto* ekonomicznych. Warto pamiętać, że Polska jest większą gospodarką (7. gospodarką UE pod względem PKB) w porównaniu do Czech (18. miejsce), Rumunii (19. miejsce), Węgier (23. miejsce) czy Słowacji (25. miejsce). Mimo wyjątkowo niskiej głębokości rynków kapitałowych⁸⁵ (około 35%) wciąż znacząco wyprzedza większość państw z tej grupy: Słowację (20%), Węgry (29%), Rumunię (14%). Jedynie czeskie rynki kapitałowe mogą się pochwalić wyższą ich głębokością (42%).

Dla kontrastu — na szczególną uwagę zasługują liberalne podejścia państw Europy Środkowo-Wschodniej, które postanowiły ustanowić wysoki limit, jak Estonia, Finlandia, Litwa, Łotwa (8 mln EUR) lub Chorwacja (5 mln EUR) czy Słowenia (3 mln EUR). Warto przypomnieć, że w Finlandii, Litwie oraz Łotwie wymagania informacyjne poniżej tego progu są minimalne w porównaniu do polskiego memorandum (krótki dokument informacyjny bez konieczności zatwierdzenia), podczas gdy w Chorwacji i Słowenii jedynym warunkiem skorzystania ze zwolnienia jest powiadomienie organów nadzoru. Wszystkie te państwa cechuje nie tylko znacznie mniejszy od Polski poziom PKB (nawet w przypadku Finlandii — 17. miejsce), ale również niższy poziom głębokości rynków kapitałowych (z wyjątkiem Finlandii — 89%). Nie ma żadnego rozsądnego wyjaśnienia takiego stanu rzeczy, zwłaszcza przy założeniu, że wszystkie te państwa powinny realizować wspólnie szstandarowy projekt unii rynków kapitałowych.

⁸⁴ Także Bułgaria, która w chwili publikacji tego artykułu prawdopodobnie podniesie już próg do 3 mln EUR.

⁸⁵ Rozumianych jako relacja wielkości rynków kapitałowych do PKB.

W wielu państwach emitenci przeprowadzający ofertę publiczną o łącznej wartości 8 mln EUR napotkają znacznie mniej przeszkód niż w przypadku oferty o wartości 1 mln EUR w Polsce. Mowa tu nie tylko o lepiej rozwiniętych gospodarkach, jak Belgia, Finlandia, Francja, Irlandia, Wielka Brytania, Włochy, Niemcy, Luksemburg, lecz także o państwach o znacznie mniejszych możliwościach ekonomicznych — jak Litwa czy Łotwa. Nie brakuje też państw, w których obciążenie emitentów przy ofercie w wysokości 5 mln EUR jest znacznie mniejsze niż w wypadku oferty o wartości 1 mln EUR w Polsce. Dotyczy to między innymi Chorwacji oraz Holandii. W skrajnych przypadkach łatwiej będzie emitentowi pozyskać 8 mln EUR (Dania, Liechtenstein) czy 5 mln EUR (Cypr, Malta, Hiszpania, Portugalia) niż polskiemu emitentowi 100 tys. EUR.

Przedstawione rozważania w prostej linii prowadzą do konkluzji, że na tle innych państw UE polskie prawo prospektowe nie jest konkurencyjne i jest książkowym przykładem krajowego gold platingu⁸⁶.

Podsumowanie

Po latach zaniedbań korzyści społeczno-gospodarcze płynące z rozwiniętych rynków pierwotnych ofert publicznych zostały nareszcie zauważone w Unii Europejskiej, która w ramach realizacji swojego sztandarowego projektu, unii rynków kapitałowych, postanowiła zliberalizować prawo prospektowe. W tym celu zastąpiła dotychczas obowiązującą dyrektywę rozporządzeniem prospektowym 2017/1129.

Niestety w przeciwieństwie do znakomitej większości państw europejskich Polska zrobiła niewiele, by uchwycić ten trend. W rzeczywistości zamiast ograniczyć obciążenia emitentów nie tylko nie zwiększyła progu wyłączenia prospektowego, pozostawiając je na poziomie z 2005 roku, lecz co więcej, ustanowiła dodatkowy obowiązek opublikowania dokumentu informacyjnego dla ofert poniżej 1 mln EUR. W efekcie, co pokazuje między innymi przedstawiona analiza, polskie prawo prospektowe jest jednym z najbardziej rygorystycznych, a zarazem najmniej konkurencyjnych w całej Unii Europejskiej.

W konsekwencji wpłynie to negatywnie na postrzeganie polskiego rynku kapitałowego przez inwestorów, uniemożliwi dostęp sektora małych i średnich przedsiębiorstw do taniego i efektywnego kapitału, by jeszcze bardziej zniechęcić inwestorów do lokowania swych środków na rynku kapitałowym. Jeśli dodamy do tego raczej nieprzyjazne otoczenie regulacyjne dla firm (na przykład pod względem obciążeń administracyjnych czy podatkowych) — w porównaniu na przykład z Czechami, Słowacją lub Rumunią pozostajemy nie tylko w ogonie Europy, ale także pozostałych państw Europy Środkowo-Wschodniej. Uwzględniając takie czynniki,

⁸⁶ Zjawisko przerostu norm prawnych, wytycznych i procedur, które przeszkadzają w pełnym osiągnięciu celu regulacji.

jak PKB, poziom rozwoju gospodarczego, a nawet głębokość polskiego rynku kapitałowego czy chociażby jego aspiracje⁸⁷, podejście polskich decydentów zdaje się co najmniej niezrozumiałe. Polskie rozwiązanie w zakresie prawa prospektowego nie może być postrzegane inaczej aniżeli w kategorii pewnego rodzaju gold platingu.

W ramach nierewolucyjnej zmiany proponowałbym polskiemu ustawodawcy rozważenie zwiększenia progu wyłączenia z 2,5 do 6–8 mln EUR; jednocześnie objęcie obowiązkiem sporządzenia memorandum informacyjnego wyłącznie ofert powyżej 4–5 mln EUR zamiast jak teraz 1–2,5 mln EUR. Ponadto sugerowałbym bezwzględne wyłączenie spod obowiązku sporządzenia dokumentu informacyjnego wszystkich ofert poniżej 1 mln EUR (dziś obowiązek ten dotyczy ofert 100 tys.–1 mln EUR). Chociaż zważywszy na teraźniejszy stan prawny, kroki te wyglądają *prima facie* na radykalne, to za ich sprawą Polska wcale nie wyróżniałaby się na tle pozostałych państw UE.

Bibliografia

Prawo i materiały Unii Europejskiej

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2003/71/WE z dnia 4 listopada 2003 roku 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 roku 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, OJ L 345, 31.12.2003, s. 64–89.

ESMA nr 31-62-1193, 2.03.2020.

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, Brussels, 30.11.2015.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 roku 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, OJ L 168, 30.06.2017, s. 12–82.

Prawa krajowe

Austria

Bundesgesetz über alternative Finanzierungsformen (Alternativfinanzierungsgesetz — AltFG) StF: BGBl. I Nr. 114/2015.

Bundesgesetz über das öffentliche Anbieten von Wertpapieren und anderen Kapitalveranlagungen StF: BGBl. I Nr. 62/2019.

⁸⁷ Według 2018 FTSE Russell Polska dołączyła do grona krajów rozwiniętych.

Belgia

Arrêté royal relatif à la publication d'une note d'information en cas d'offre au public ou d'admission à la négociation sur un MTF et portant des dispositions financières diverses.

Prawo prospektowe (Loi du 11 juillet 2018 relative aux offres au public d'instruments de placement et admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés).

<http://www.ejustice.just.fgov.be/eli/arrete/2018/09/23/2018014014/justel>.

Chorwacja

Zakon o tržištu kapitala, Zagreb, 10. srpnja 2018.

Estonia

Väärtpaberituru seadus, Elektrooniline Riigi Teataja; RT I 2001, 89, 532.

Finlandia

Valtiovarainministeriön asetus arvopaperimarkkinalain 3 luvun 2 §:ssä tarkoitettusta perustietoa-
kirjasta.

Ustawa o prawie papierów wartościowych (Arvopaperimarkkinalain).

Francia

Instrukcje AMF 2018-07 oraz AMF 2014-12 oraz Stanowisko AMF 2013-03.

Règlement général de l'autorité des marchés financiers.

Niderlandy

Ustawa o nadzorze finansowym (Vrijstellingsregeling Wft).

Irlandia

Companies Act 2014 Irish Statute Book, Number 38 of 2014.

Islandia

Reglugerð um almenn útböð verðbréfa að verðmæti jafnvirðis 100.000 evra til 5.000.000 evra í ís-
lenskum krónum. (836/2013).

Lög um verðbréfavíðskipti (2007 nr. 108 26. Júní).

Litwa

VERTYBINIŲ POPIERIŲ ĮSTATYMO NR. X-1023 PAKEITIMO ĮSTATYMAS 2019 m. liepos 16
d. Nr. XIII-2356, Vilnius.

Luksemburg

Loi du 16 juillet 2019 relative aux prospectus pour valeurs mobilières. Journal officiel du Grand-
-Duché de Luxembourg 16/07/2019.

Łotwa

Finanšu instrumentu tirgus likums (12.12.2019. likums / LV, 257A, 23.12.2019. / Stājas spēkā 6.01.2020.)

Malta

Malta Prospects MTF Rules.

Polska

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów
finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, RP, Dz.U.
z 2005 r. Nr 184, poz. 1539.

RFN

Wertpapierprospektgesetz vom 22. Juni 2005 (BGBl. I S. 1698), das zuletzt durch Artikel 60 des
Gesetzes vom 20. November 2019 (BGBl. I S. 1626) geändert worden ist.

Wertpapierhandelsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S.
2708), das zuletzt durch Artikel 4 des Gesetzes vom 27. März 2020 (BGBl. I S. 543) geändert
worden ist.

Rumunia

Legea nr. 24/2017 privind emitenții de instrumente financiare și operațiuni de piață În vigoare de la
01 aprilie 2017 Publicat în Monitorul Oficial, Partea I nr. 213 din 29 martie 2017.

Regulemente nr. 5/2018 privind emitenții de instrumente financiare și operațiuni de piață — Monitorul Oficial, Partea I nr. 213 din 29 martie 2017.

Norwegia

Lov om verdipapirhandel (Publisert I 2007 hefte 6).

Słowenia

Zakon o trgu finančnih instrumentov (Uradni list RS, št. 77/18, 17/19 — popr. in 66/19).

USA

US Regulation A (17 C.F.R. §230.251 n.).

Węgry

Magyar joganyagok — 2001. évi CXX. törvény — a tőkepiacról.

Wielka Brytania

Prawo finansowe (The UK Financial Services and Markets Act 2000, FCA Handbook, Listing and Prospectus Rules).

Włochy

Regolamento Consob n. 18592/2013.

Regolamento Consob n. 11971/1999 (Emittenti).

Źródła internetowe

Casale A., Bianchi M., Spatola P., *The New Prospectus Regulation: A Missed Opportunity?* Oxford Business Law Blog 2017, <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/03/new-prospectus-regulation-missed-opportunity>. (dostęp: 1.04.2020).

Höppner D., *Europe's broken IPO market*, <https://www.investeurope.eu/news-opinion/opinion/blog/2015/ipo/>. (dostęp: 1.04.2020).

<https://www.amf-france.org/en/news-publications/news-releases/amf-news-releases/amf-amends-its-general-regulation-and-publishes-instruction-following-entry-force-new-prospectus> (dostęp: 10.04.2020).

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2018/fa_bj_1807_Wertpapierprospekte_en.html. (dostęp: 10.04.2020).