



**Stanowisko UKNF w związku z ryzykiem częściowego niedostosowania polskiego porządku prawnego do przepisów Rozporządzenia Listing Act w zakresie ofert publicznych papierów wartościowych**

## **Stanowisko UKNF w związku z ryzykiem częściowego niedostosowania polskiego porządku prawnego do przepisów Rozporządzenia Listing Act w zakresie ofert publicznych papierów wartościowych**

22 maja 2026 roku

### **I. WPROWADZENIE**

- 1.1. 5 czerwca 2026 roku wejdzie w życie ostatni pakiet przepisów Rozporządzenia Listing Act<sup>1</sup>, wprowadzającego zmiany m.in. w Rozporządzeniu 2017/1129<sup>2</sup>.
- 1.2. Na mocy Rozporządzenia Listing Act państwa członkowskie zostały upoważnione – w odniesieniu do niektórych zagadnień – do skorzystania z tzw. opcji krajowych, pozwalających na odmienne ukształtowanie w krajowych porządkach prawnych zagadnień regulowanych przez prawo unijne.
- 1.3. Rozporządzenia unijne z chwilą ich wejścia w życie stosuje się bezpośrednio we wszystkich państwach członkowskich UE. Mają one zasięg ogólny i wiążą w całości.
- 1.4. Trwają prace legislacyjne, które mają na celu dostosowanie w pełnym zakresie regulacji krajowych do znowelizowanego Rozporządzenia 2017/1129 (wyeliminowanie ewentualnych sprzeczności pomiędzy polskim porządkiem prawnym, a znowelizowanym Rozporządzeniem 2017/1129 oraz skorzystanie z opcji krajowych). Zmiany przepisów ustawy o ofercie<sup>3</sup> oraz ustawy o obrocie<sup>4</sup> są objęte projektem ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z usprawnieniem funkcjonowania rynku kapitałowego (projekt UC137<sup>5</sup>). Prace legislacyjne objęte tym projektem nie zakończą się przed 5 czerwca 2026 roku, co skutkować będzie częściowym niedostosowaniem polskiego porządku prawnego do znowelizowanego Rozporządzenia 2017/1129 w okresie, o którym mowa w pkt 1.6.
- 1.5. Równoległe do projektu UC137 trwają prace legislacyjne dotyczące określenia zakresu informacji wymaganych w nowym dokumencie ofertowym zgodnie z przepisami Rozporządzenia Listing Act. 13 maja 2026 roku został opublikowany projekt nowego rozporządzenia Ministra Finansów i Gospodarki w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne (dalej: **nowe rozporządzenie w sprawie memorandum**)<sup>6</sup>. Zgodnie z treścią projektu tego rozporządzenia, wejdzie ono w życie 5 czerwca 2026 roku i znajdzie zastosowanie do ofert publicznych prowadzonych na podstawie memorandum informacyjnego od dnia wejścia w życie nowego rozporządzenia w sprawie memorandum.
- 1.6. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (dalej: **UKNF**) przedstawia stanowisko w sprawie stosowania przepisów ustawy o ofercie, ustawy o obrocie, a także

<sup>1</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2809 z dnia 23 października 2024 r. w sprawie zmiany rozporządzenia (UE) 2017/1129, (UE) nr 596/2014 i (UE) nr 600/2014 w celu zwiększenia atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla spółek oraz ułatwienia małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału (Dz. U. UE. L. z 2024 r. poz. 2809 z późn. zm.)

<sup>2</sup> 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 (Dz. U. UE. L. z 2017 r. Nr 168, str. 12 z późn. zm.)

<sup>3</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz. U. z 2025 r. poz. 592)

<sup>4</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2024 r. poz. 722 z późn. zm.)

<sup>5</sup> Projekt ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z usprawnieniem funkcjonowania rynku kapitałowego, dostępny w RCL <https://legislacja.gov.pl/projekt/12408751/katalog/13195460#13195460>

<sup>6</sup> <https://legislacja.gov.pl/projekt/12410201>

projektowanego nowego rozporządzenia w sprawie memorandum w okresie od 5 czerwca 2026 roku do dnia wejścia w życie znowelizowanych przepisów krajowych, o których mowa w pkt 1.4. (dalej: **okres przejściowy**).

- 1.7. Stanowisko dotyczy: art. 27 ust. 2 pkt 1, art. 37a, art. 37b, art. 37d, art. 38b, art. 40, art. 55 pkt 1 ustawy o ofercie, art. 19 ust. 1 pkt 2 lit. aa) i ust. 1a i 1b ustawy o obrocie.

## **II. ZASADY OGÓLNE**

- 2.1. Przepisy krajowe m.in. ustawy o ofercie, powinny być interpretowane w zgodzie z prawem unijnym, a w przypadku konfliktu pomiędzy treścią znowelizowanych przepisów Rozporządzenia 2017/1129 a przepisami prawa krajowego, pierwszeństwo stosowania mają przepisy rozporządzenia.
- 2.2. W ocenie UKNF oznacza to:
- (I) konieczność przeprowadzania prounijnej wykładni obowiązujących przepisów krajowych (np. w zakresie wysokości progu zwalniającego z obowiązku sporządzenia prospektu i obowiązku udostępnienia dokumentu ofertowego);
  - (II) konieczność pomijania w okresie przejściowym przepisów ustaw krajowych, jeżeli są one niewątpliwie sprzeczne z mającymi skutek bezpośredni przepisami znowelizowanego Rozporządzenia 2017/1129, tj. takimi przepisami, które są wystarczająco jasne, precyzyjne i bezwarunkowe (np. w zakresie nowych zasad ustalania wartości ofert publicznych);
  - (III) obowiązek dalszego stosowania przepisów ustaw krajowych w zakresie nieuregulowanym przepisami znowelizowanego Rozporządzenia 2017/1129 (np. w zakresie obowiązku pośrednictwa przy ofercie publicznej).

## **III. JĘZYK PROSPEKTU**

### **Oferta publiczna i dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym wyłącznie w Polsce**

- 3.1. Zgodnie ze znowelizowanym art. 27 ust. 1 akapit pierwszy Rozporządzenia 2017/1129 wprowadzono zasadę, zgodnie z którą prospekt sporządzany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem do obrotu na rynku regulowanym wyłącznie w macierzystym państwie członkowskim sporządza się w języku dopuszczonym przez właściwy organ macierzystego państwa członkowskiego albo w języku przyjętym w sferze międzynarodowych finansów (tj. języku angielskim), wedle uznania emitenta, oferującego lub osoby wnioskującej o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym.
- 3.2. Państwa członkowskie zostały jednak uprawnione do wymagania, aby w takich przypadkach dopuszczalne było sporządzenie prospektu jedynie w języku zaakceptowanym przez właściwy organ tego państwa członkowskiego (art. 27 ust. 1 akapit drugi znowelizowanego Rozporządzenia 2017/1129).
- 3.3. W ocenie UKNF, w okresie przejściowym, wyrazem skorzystania z upoważnienia, o którym mowa w pkt 3.2. jest art. 27 ust. 2 pkt 1 (przed przecinkiem) ustawy o ofercie, który wymaga, aby prospekt sporządzany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem do obrotu na rynku regulowanym wyłącznie w Polsce był sporządzany w języku polskim. Stąd w dalszym ciągu prospekt w takich sytuacjach będzie mógł być sporządzony wyłącznie w języku polskim.

## **Oferta publiczna lub dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym także poza Polską**

- 3.4. Zgodnie ze znowelizowanym art. 27 ust. 2 Rozporządzenia 2017/1129 wprowadzono zasadę, zgodnie z którą prospekt sporządzany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem do obrotu na rynku regulowanym wyłącznie w przyjmującym państwie członkowskim albo w macierzystym i przyjmującym państwie członkowskim sporządza się w języku dopuszczonym przez – w stosownych przypadkach – właściwy organ macierzystego państwa członkowskiego i każdego państwa przyjmującego albo w języku przyjętym w sferze międzynarodowych finansów (tj. języku angielskim), wedle uznania emitenta, oferującego lub osoby wnioskującej o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym.
- 3.5. Art. 27 ust. 2 pkt 1 (po przecinku) ustawy o ofercie pozostaje więc w sprzeczności z art. 27 ust. 2 Rozporządzenia 2017/1129. Stąd do wspomnianych przypadków zastosowanie znajdzie bezpośrednio art. 27 ust. 2 Rozporządzenia 2017/1129.

## **Podsumowanie**

- 3.6. W konsekwencji, w okresie przejściowym, w przypadku prospektu zatwierdzonego przez KNF w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem do obrotu na rynku regulowanym:
- (I) wyłącznie w Polsce – prospekt może być sporządzony wyłącznie w języku polskim (patrz: pkt 3.2. i 3.3.);
  - (II) wyłącznie w państwie członkowskim innym niż Polska – prospekt będzie mógł zostać sporządzony w języku polskim albo angielskim, wedle uznania emitenta, oferującego lub osoby wnioskującej o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym (patrz: pkt 3.4. i 3.5.);
  - (III) jednocześnie w Polsce i innym państwie członkowskim – prospekt będzie mógł zostać sporządzony w języku polskim albo angielskim, wedle uznania emitenta, oferującego lub osoby wnioskującej o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym (patrz: pkt 3.4. i 3.5.).

## **IV. WARTOŚĆ PROGU PROSPEKTOWEGO I NOWE WYMOGI CO DO DOKUMENTU OFERTOWEGO**

- 4.1. Art. 3 ust. 2 Rozporządzenia 2017/1129<sup>7</sup> w aktualnym brzmieniu upoważnia państwa członkowskie do zwolnienia ofert papierów wartościowych o wartości mniejszej niż 8 mln euro z obowiązku sporządzenia prospektu. W ramach tego upoważnienia państwa członkowskie mają swobodę ustanowienia w przepisach krajowych innych, niższych od 8 mln euro, progów zwalniających od obowiązku sporządzenia prospektu, w tym określenia większej liczby progów i odpowiadających tym progom odpowiednich wymogów związanych z dokumentami ofertowymi.

<sup>7</sup> Zgodnie z art. 3 ust. 2 Rozporządzenia 2017/1129 (...) państwo członkowskie może zdecydować o wyłączeniu ofert publicznych papierów wartościowych z określonego w ust. 1 obowiązku publikacji prospektu, pod warunkiem że: a) oferty takie nie są objęte procedurą powiadomienia zgodnie z art. 25; oraz b) łączna wartość każdej takiej oferty w Unii jest niższa od kwoty pieniężnej obliczonej w okresie 12 miesięcy, która nie przekracza 8 000 000 EUR. Państwa członkowskie powiadamiają Komisję i ESMA o tym, czy i w jaki sposób zdecydowały o zastosowaniu wyłączenia na podstawie akapitu pierwszego, w tym o kwocie pieniężnej, poniżej której ma zastosowanie wyłączenie dla ofert w danym państwie członkowskim. Powiadamiają również Komisję i ESMA o wszelkich późniejszych zmianach tej kwoty pieniężnej.

- 4.2. Polska w ramach upoważnienia, o którym mowa w pkt 4.1. zwolniła z obowiązku sporządzenia prospektu oferty publiczne papierów wartościowych o wartości mniejszej niż 5 mln euro, przy czym wymogi związane z dokumentami ofertowymi zróżnicowała w oparciu o następujące progi wartościowe: (i) oferty o wartości mniejszej niż 100 000 euro – brak dokumentu ofertowego, (ii) oferty o wartości nie mniejszej niż 100 000 euro i mniejszej niż 1 000 000 euro – dokument informacyjny, o którym mowa w art. 37a ustawy o ofercie oraz (iii) oferty papierów wartościowych, o wartości nie mniejszej niż 1 000 000 euro i mniejszej niż 5 000 000 euro – memorandum informacyjne, o którym mowa w art. 37b ustawy o ofercie.
- 4.3. Znowelizowany art. 3 ust. 2 Rozporządzenia 2017/1129 przewiduje ustanowienie zwolnienia z mocy prawa z obowiązku sporządzenia prospektu ofert papierów wartościowych o zagregowanej wartości papierów wartościowych mniejszej niż 12 mln euro. Jednocześnie dodawany do art. 3 Rozporządzenia 2017/1129 ust. 2a przyznaje państwom członkowskim upoważnienie do obniżenia tego progu do kwoty 5 mln euro.
- 4.4. Z kolei dodawany do art. 3 Rozporządzenia 2017/1129 ust. 2d przyznaje państwom członkowskim upoważnienie do nałożenia na emitenta korzystającego z wyjątku od obowiązku sporządzenia prospektu, o którym mowa w art. 3 ust. 2 lub 2a znowelizowanego Rozporządzenia 2017/1129, obowiązku przedłożenia i podania do wiadomości publicznej dokumentu zawierającego informacje określone w art. 7 ust. 3-10 i 12 Rozporządzenia 2017/1129 lub dokumentu zawierającego informacje wymagane na szczeblu krajowym (krajowy dokument ofertowy), pod warunkiem że zakres i poziom takich informacji są równoważne lub niższe od określonych w art. 7 ust. 4-10 i 12 tego rozporządzenia.
- 4.5. Skorzystanie z upoważnień, o których mowa w art. 3 ust. 2a i 2d znowelizowanego Rozporządzenia 2017/1129 powinno znaleźć odzwierciedlenie w przepisach krajowych. W ocenie UKNF, w okresie przejściowym, wyrazem skorzystania przez Polskę z:
- (I) upoważnienia z art. 3 ust. 2a znowelizowanego Rozporządzenia 2017/1129 będzie, z uwzględnieniem jego prounijnej wykładni, art. 37b ustawy o ofercie,
  - (II) upoważnienia z art. 3 ust. 2d znowelizowanego Rozporządzenia 2017/1129 będą, z uwzględnieniem ich prounijnej wykładni, art. 37a i 37b ustawy o ofercie.
- 4.6. Zgodnie z delegacją ustawową, o której mowa w art. 55 pkt 1 ustawy o ofercie, planowane jest wydanie przez Ministra Finansów i Gospodarki nowego rozporządzenia w sprawie memorandum, które z 5 czerwca 2026 roku ma zastąpić obecnie obowiązujące rozporządzenie<sup>8</sup>. Wydanie nowego rozporządzenia ma na celu dostosowanie zakresu informacji wymaganego w krajowym dokumencie ofertowym do wymogów wynikających z przepisów unijnych (patrz: pkt 4.4.).
- 4.7. Z tego względu, w ocenie UKNF, w okresie przejściowym:
- (I) Obowiązujący w Polsce próg warunkujący obowiązek sporządzenia i opublikowania prospektu będzie wynosił 5 mln euro. Wartość ta będzie jednak ustalana na nowych zasadach, określonych w art. 3 ust. 2c Rozporządzenia 2017/1129 (patrz: punkt V). Oznacza to, że oferty publiczne papierów wartościowych o całkowitej zagregowanej wartości oferowanych papierów wartościowych mniejszej niż 5 000 000 euro będą zwolnione z obowiązku sporządzenia prospektu.
  - (II) Dla ofert publicznych o całkowitej zagregowanej wartości oferowanych papierów wartościowych nie mniejszej niż 1 000 000 euro i mniejszej niż 5 000 000 euro wymagane będzie sporządzenie memorandum informacyjnego,

<sup>8</sup> Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 maja 2020 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne (Dz. U. poz. 1053)

o którym mowa w art. 37b ust. 1 ustawy o ofercie. Do tego memorandum zastosowanie będą mieć przepisy art. 37b ust. 2-3 i 4-9 ustawy o ofercie. Szczegółowe warunki, jakim powinno odpowiadać memorandum, określać będzie nowe rozporządzenie w sprawie memorandum.

- (III) Dla ofert publicznych o całkowitej zagregowanej wartości oferowanych papierów wartościowych nie mniejszej niż 100 000 euro i mniejszej niż 1 000 000 euro wymagane będzie sporządzenie dokumentu informacyjnego, o którym mowa w art. 37a ust. 1 ustawy o ofercie. Do tego dokumentu zastosowanie będą miały przepisy art. 37a ust. 2, 3 i 5 ustawy o ofercie, z tym zastrzeżeniem, że zakres i poziom informacji w nim zamieszczonych nie powinien być wyższy niż określony w art. 7 ust. 4-10 i 12 Rozporządzenia 2017/1129.
- (IV) Oferty publiczne o całkowitej zagregowanej wartości oferowanych papierów wartościowych mniejszej niż 100 000 euro nie będą wymagały sporządzenia dokumentu ofertowego<sup>9</sup>.
- (V) Emitent lub oferujący będzie miał obowiązek zawiadomienia KNF o zamiarze przeprowadzenia oferty publicznej, o której mowa w pkt (II) albo (III), nie później niż na 7 dni roboczych przed dniem udostępnienia memorandum informacyjnego albo dokumentu informacyjnego (art. 37b ust. 3a i art. 37a ust. 4 ustawy o ofercie).

## V. NOWE ZASADY USTALANIA WARTOŚCI OFERT

- 5.1. Począwszy od 5 czerwca 2026 roku Rozporządzenie Listing Act zastępuje pojęcie „wartości oferty” pojęciem „zagregowanej wartości oferowanych papierów wartościowych”, definiując jednocześnie, w jaki sposób należy ustalać tę wartość<sup>10</sup>. Zgodnie z tą definicją w zagregowanej wartości papierów wartościowych uwzględniać należy wartość wszystkich rodzajów i klas oferowanych papierów wartościowych. Jest to zasada odmienna od wynikającej z art. 37a i 37b oraz odnoszącego się do nich art. 37d ustawy o ofercie. Przepisy te posługują się pojęciem zakładanych wpływów brutto, przy czym odnoszą je wyłącznie do ofert papierów wartościowych tego samego rodzaju (ofert publicznych „takich papierów wartościowych”).
- 5.2. Od 5 czerwca 2026 roku emitenci i oferujący przy ustalaniu wartości oferty publicznej papierów wartościowych na potrzeby skorzystania z wyjątku od sporządzenia prospektu, o którym mowa w art. 3 ust. 2a znowelizowanego Rozporządzenia 2017/1129 (patrz: punkt IV) oraz ustalenia, czy i jaki dokument ofertowy jest wymagany, powinni stosować art. 3 ust. 2c znowelizowanego Rozporządzenia 2017/1129, z pominięciem zasad ustalania wartości oferty, o których mowa w art. 37a, 37b i 37d ustawy o ofercie.

<sup>9</sup> Poza ewentualnym dokumentem ofertowym wymaganym przez przepisy regulujące emisję określonego rodzaju papieru wartościowego (np. oferta objęcia akcji, propozycja nabycia obligacji).

<sup>10</sup> Zgodnie z dodanym do art. 3 Rozporządzenia 2017/1129 ustępem 2c w całkowitej zagregowanej wartości papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej, o której to wartości mowa w ust. 2 lit. b) i w ust. 2a tego rozporządzenia, uwzględnia się całkowitą zagregowaną wartość wszystkich trwających ofert publicznych papierów wartościowych oraz ofert publicznych papierów wartościowych przeprowadzonych w ciągu 12 miesięcy poprzedzających datę rozpoczęcia nowej oferty publicznej papierów wartościowych z wyjątkiem ofert publicznych papierów wartościowych, dla których opublikowany został prospekt lub które są objęte wyłączeniem z obowiązku publikacji prospektu zgodnie z art. 1 ust. 4 akapit pierwszy. Ponadto w całkowitej zagregowanej wartości papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej uwzględnia się wszystkie rodzaje i klasy oferowanych papierów wartościowych.

## **VI. ODMIENNE ZASADY ZLICZANIA WARTOŚCI OFERT PUBLICZNYCH DLA OCENY ZAISTNIENIA OBOWIĄZKU POŚREDNICTWA**

- 6.1. Zmiany w Rozporządzeniu 2017/1129 nie modyfikują zakresu zastosowania art. 19 ust. 1 pkt 2 lit. aa) ustawy o obrocie. Przepis ten stanowi krajową instytucję, nieregulowaną przepisami prawa unijnego, a w szczególności nieobjętą zakresem regulacji Rozporządzenia 2017/1129.
- 6.2. W rezultacie w okresie przejściowym w odmienny sposób będzie liczona wartość ofert papierów wartościowych dla oceny zaistnienia obowiązku sporządzenia prospektu (art. 3 ust. 2a i ust. 2c znowelizowanego Rozporządzenia 2017/1129) i oceny zaistnienia obowiązku pośrednictwa firmy inwestycyjnej lub banku państwowego prowadzącego działalność maklerską. Art. 19 ust. 1 pkt 2 lit. aa) i ust. 1a i 1b ustawy o obrocie odnoszą się bowiem do zakładanych wpływów brutto emitenta lub oferującego z tytułu ofert publicznych jednego rodzaju papierów wartościowych. W konsekwencji przepisy ustawy o ofercie, do których odwołują się wskazane przepisy ustawy o obrocie, zachowają swoją aktualność dla oceny zaistnienia obowiązku pośrednictwa.