



# Minister Finansów

Warszawa, 16 lipca 2025 roku

---

Sprawa: Interpelacja nr 10217  
Znak sprawy: FN3.054.6.2025  
Kontakt: Kancelaria MF  
tel.: +48 22 694 55 55  
e-mail: kancelaria@mf.gov.pl

---

**Szymon Hołownia**  
Marszałek Sejmu  
Rzeczypospolitej Polskiej

Szanowny Panie Marszałku,

w związku z interpelacją nr 10217, złożoną przez Pana Posła Dariusza Mateckiego, w sprawie nadregulacji w zakresie limitu emisji bez prospektu w ustawie o ofercie publicznej, uprzejmie proszę o przyjęcie poniższych wyjaśnień, uwzględniających stanowisko przedstawione przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego.

Na wstępie zauważenia wymaga, że art. 3 ust. 1a ustawy o ofercie publicznej<sup>1</sup> nakładający obowiązek sporządzenia memorandum informacyjnego w przypadku dokonywania w okresie 12 miesięcy wielokrotnych ofert publicznych korzystających z wyjątku od obowiązku sporządzenia prospektu, o którym mowa w art. 1 ust. 4 lit. b rozporządzenia 2017/1129<sup>2</sup>, w których łączna liczba adresatów przekracza 149 osób (tzw. oferty kroczące), został wprowadzony do ustawy o ofercie publicznej z dniem 30 listopada 2019 r. na mocy ustawy z dnia 16 października 2019 r.<sup>3</sup> nowelizującej ustawę o ofercie publicznej. Zmiana ta została zatem wprowadzona w minionej kadencji Sejmu.

Wprowadzenie do polskiego porządku prawnego art. 3 ust. 1a ustawy o ofercie publicznej było m.in. odpowiedzią na dostrzeżone zarówno przez Ministerstwo Finansów, jak i Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, nadużycia i nieprawidłowości występujące na rynku kapitałowym, w szczególności związane ze sprawą spółki GetBack. Zgodnie z poprzednią definicją oferty publicznej, zawartą w art. 3 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, który został uchylony z dniem 30 listopada 2019 r., na mocy ustawy nowelizującej z dnia 16 października 2019 r., ofertą publiczną było udostępnianie, co najmniej 150 osobom na terytorium jednego państwa

---

<sup>1</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2025 r. poz. 592).

<sup>2</sup> Art. 1 ust. 4 lit. b rozporządzenia 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. Urz. UE L 168 z 30.06.2017, str. 12, z późn. zm.) stanowi, że obowiązek opublikowania prospektu określony w art. 3 ust. 1 tego rozporządzenia nie ma zastosowania do oferty papierów wartościowych skierowanej do mniej niż 150 osób fizycznych lub prawnych na państwo członkowskie, innych niż inwestorzy kwalifikowani.

<sup>3</sup> Ustawa z dnia 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. poz. 2217, z późn. zm.).

członkowskiego lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych. W związku z tym, *a contrario*, udostępnienie wskazanych w tym przepisie informacji mniej niż 150 osobom stanowiło ofertę prywatną. Tego rodzaju oferty nie wymagały sporządzenia prospektu. Przepis ten umożliwiał dokonywanie bez prospektu wielokrotnych ofert do nie więcej niż 149 osób. Z możliwości tej korzystała spółka GetBack S.A., która przeprowadzała w krótkich odstępach czasu oferty obligacji (każda z nich była kierowana do mniej niż 150 osób), nie będąc przy tym obowiązana do zapewnienia inwestorom informacji o swojej sytuacji majątkowej i finansowej oraz ryzykach związanych z emitowanymi obligacjami, które byłaby obowiązana umieścić w prospekcie. Działanie takie było sprzeczne z celem ówczesnie obowiązującego art. 3 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, który miał ułatwić przeprowadzenie ofert poprzez ich wyłączenie spod reżimu oferty publicznej i w konsekwencji wyłączenie obowiązku prospektowego, ale jedynie w przypadku niewielkiego kręgu adresatów, zasadniczo oznaczonych.

Wymienione powyżej zmiany w zakresie definicji oferty publicznej miały także na celu ograniczenie możliwości obchodzenia przepisów o obowiązku sporządzenia prospektu. Należy w tym kontekście zauważyć, że w lipcu 2019 r. rozpoczęło się we wszystkich państwach członkowskich bezpośrednie stosowanie rozporządzenia 2017/1129, które zawierało m.in. definicję oferty publicznej papierów wartościowych, a także regulowało obowiązek sporządzenia prospektu i wyłączenia od tego obowiązku. W świetle rozporządzenia 2017/1129 oferty papierów wartościowych kierowane do mniej niż 150 osób fizycznych i prawnych, innych niż inwestorzy kwalifikowani, stanowiły oferty publiczne papierów wartościowych w rozumieniu art. 2 lit d tego rozporządzenia, z tym, że były zwolnione z obowiązku sporządzenia prospektu (art. 1 ust. 4 lit. b). Wejście w życie rozporządzenia 2017/1129 spowodowało zatem konieczność dokonania zmian ustawy o ofercie publicznej, które zostały wprowadzone ww. ustawą nowelizującą z dnia 16 października 2019 r., która weszła w życie w dniu 30 listopada 2019 r.

Należy przy tym podkreślić, że wprowadzone rozwiązanie uwzględniło rekomendację przygotowaną wspólnie przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy w ramach oceny stabilności systemu finansowego w Polsce (tzw. „Financial System Stability Assessment”), dotyczącą ograniczenia ryzyka związanego z emisjami prywatnymi.

Istotne jest również to, że w pierwotnym brzmieniu art. 3 ust. 1a ustawy o ofercie publicznej, który wszedł w życie w dniu 30 listopada 2019 r., memorandum informacyjne, o którym mowa w art. 38b ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, podlegało zatwierdzeniu przez Komisję Nadzoru Finansowego. Natomiast w związku ze zmianą ustawy o ofercie publicznej dokonanej na mocy ustawy z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz. U. poz. 1723, z późn. zm.) odstąpiono od stosowania wymogu zatwierdzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego tego memorandum. W aktualnie obowiązującym stanie prawnym istnieje jedynie obowiązek złożenia do Komisji Nadzoru Finansowego memorandum informacyjnego. Przyjęte rozwiązania przyczyniają się do istotnego ułatwienia i przyspieszenia procedowania dokumentów ofertowych wymaganych dla pozyskania kapitału przez przedsiębiorców, a także są wyrazem unikania tzw. goldplatingu, poprzez rezygnację z nadanych organowi nadzorczemu nadmiernych uprawnień lub nadmiarowych obowiązków nałożonych na uczestników rynku. Jednocześnie rozwiązania te stanowią środek proporcjonalny do zamierzonego celu, jakim jest również ochrona inwestora detalicznego i zapewnienie mu adekwatnego

zakresu informacji o ofercie publicznej, aby mógł on podjąć świadomą decyzję o danej inwestycji.

Mając na uwadze kwestię kosztów związanych z przygotowaniem memorandum informacyjnego, Ministerstwo Finansów wyjaśnia, że z informacji przekazanych przez Urząd Komisji Nadzoru Finansowego wynika, że w latach 2023–2025 przeprowadzono łącznie 42 oferty publiczne (2023 – 11 ofert, 2024 – 23 oferty, 2025 – 8 ofert) na podstawie memorandum informacyjnego, o którym mowa w art. 38b ustawy o ofercie publicznej. Wszystkie ww. oferty publiczne dotyczyły obligacji. Jednym z obowiązkowych elementów treści memorandum informacyjnego, sporządzanego na podstawie art. 38b ustawy o ofercie publicznej dla oferty publicznej obligacji, jest informacja o kosztach emisji i przeprowadzenia publicznej oferty papierów wartościowych. Wobec powyższego emitent nie jest zobowiązany do wskazywania w memorandum informacyjnym informacji o kosztach sporządzenia samego memorandum. Informacje o kosztach emisji emitent może przedstawić łącznie. Z memorandum informacyjnych przekazanych do Komisji Nadzoru Finansowego wynika, że na koszty te składają się: prowizja za plasowanie, koszty sporządzenia dokumentów ofertowych, koszty doradztwa, koszty administracyjne oraz opłaty sądowe i notarialne. Z analizy treści memorandum informacyjnych, które zostały przekazane do Komisji Nadzoru Finansowego na podstawie art. 3 ust. 1a ustawy o ofercie publicznej, wynika, że koszty emisji, które ponosił emitent, nie przekraczały średnio: (i) w 2023 r. – 3,75% wartości całej emisji, (ii) w 2024 r. – 3,61% wartości całej emisji, a (iii) w 2025 r. – 3,55% wartości całej emisji.

Odnosząc się do kwestii dalszego funkcjonowania obowiązku sporządzenia i udostępnienia dokumentu ofertowego w sytuacji określonej w art. 3 ust. 1a ustawy o ofercie publicznej, zarówno w ocenie Ministerstwa Finansów, jak i Komisji Nadzoru Finansowego, rozwiązanie to powinno zostać utrzymane. Należy podkreślić, że ta regulacja ma uniemożliwić obchodzenie przepisów rozporządzenia 2017/1129 poprzez dokonywanie, w krótkich odstępach czasu, wielokrotnych ofert publicznych do mniej niż 150 osób (tzw. ofert kroczących). W przeszłości taka praktyka powodowała oferowanie papierów wartościowych praktycznie nieograniczonemu kręgowi adresatów, bez jakichkolwiek obowiązków informacyjnych ciążących na emitencie. Działanie takie było ewidentnie sprzeczne z celem przepisu art. 1 ust. 4 lit b rozporządzenia 2017/1129, który miał ułatwiać przeprowadzenie ofert przez zniesienie obowiązku prospektowego jedynie w przypadku niewielkiego kręgu adresatów.

Z wyrazami szacunku

Z upoważnienia Ministra Finansów

**Jarosław Neneman**  
Podsekretarz Stanu