

RYNEK KAPITAŁOWY

Memorandum informacyjne na nowych zasadach

Nowe przepisy w sprawie memorandum informacyjnego wprowadzają diametralne uproszczenie dokumentu memorandum poprzez ograniczenie jego objętości oraz, w założeniu, poprawę przejrzystości sposobu prezentacji informacji. W efekcie memorandum ma być krótsze i łatwiejsze do zrozumienia dla inwestorów.



TOMASZ KAMIŃSKI

Adwokat, Wspólnik w Krzysztof Rożko i Wspólnicy Kancelaria Prawna



KATARZYNA OKON

Radca Prawny w Kancelarii Krzysztof Rożko i Wspólnicy

Przeregulowanie wymogów prawnych związanych z prowadzeniem publicznych ofert papierów wartościowych stanowiło przez lata jedną z głównych barier rozwoju rynku kapitałowego. Relatywnie wysokie koszty procesu pozyskania finansowania w związku z emisją akcji lub obligacji oraz konieczność poświęcenia dużego nakładu czasu w celu przygotowania i przeprowadzenia emisji powodowały, że wielu przedsiębiorców, w szczególności z sektora MŚP, sceptycznie podchodziło do traktowania rynku kapitałowego jako realnej możliwości pozyskiwania finansowania dla prowadzonych projektów.

Zaznaczyć należy, iż niniejsze problemy nie dotyczyły tylko rynku polskiego, ale były charakterystyczne dla całego obszaru Unii Europejskiej, dlatego w związku z potrzebą poprawy konkurencyjności europejskich rynków kapitałowych, na szczeblu unijnym zostały przyjęte przepisy, których celem jest zwiększenie atrakcyjności publicznych rynków kapitałowych w Unii dla spółek oraz ułatwienie małym i średnim przedsiębiorstwom dostępu do kapitału („rozporządzenie 2024/2809”, tzw. „Listing Act”).

Przepisy Listing Act wchodziły w życie stopniowo, przy czym ostatnia część przepisów, dotycząca zasad sporządzania prospektu, jest stosowana począwszy od dnia 5 czerwca 2026 r.

Listing Act a przepisy krajowe

Wejście w życie przepisów Listing Act pociągnęło za sobą konieczność zmian prawnych również na szczeblu krajowym, w tym regulujących zasady sporządzania memorandum informacyjnego. Związane jest to ze skorzystaniem przez Polskę z tzw. opcji narodowej, na podstawie której

państwa mogą wprowadzić obowiązek opublikowania dokumentu ofertowego w przypadku ofert publicznych o wartości niższej niż konstytuująca obowiązek publikacji prospektu. Dokumenty te nie mogą jednak nakładać na emitentów obciążeń większych niż te wynikające z mających zastosowanie przepisów rozporządzenia prospektowego, w związku z czym należało odpowiednio dostosować przepisy krajowego rozporządzenia w sprawie memorandum informacyjnego do aktualnej treści unijnego rozporządzenia prospektowego.

Memorandum informacyjne to uproszczony dokument, sporządzany w przypadku ofert papierów wartościowych, których wartość nie kwalifikuje ich do publikacji prospektu, tj. poniżej 5 mln euro (a po wejściu w życie projektowanych obecnie przepisów krajowych, o ile nie nastąpi zmiana w trakcie procedowania projektu ustawy – 12 mln euro) w okresie 12 miesięcy, ale nie niższej niż 1 mln euro.

5 czerwca 2026 r., tj. z datą, która nieprzypadkowo zbiegła się z rozpoczęciem stosowania ostatniej części pakietu przepisów Listing Act, weszły w życie przepisy nowego rozporządzenia Ministra Finansów i Gospodarki z dnia 2 czerwca 2026 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne. Nowy akt prawny zastępuje dotychczas obowiązujące rozporządzenie z dnia 12 maja 2020 r. o tożsamym tytule. Rozporządzenie Ministra Finansów i Gospodarki wraz z ustawą o ofercie publicznej w sposób kompleksowy reguluje zasady sporządzania memorandum informacyjnego.

Prościej, krócej i czytelniej

Nowe przepisy rozporządzenia w sprawie memorandum informacyjnego wprowadzają diametralne uproszczenie dokumentu memorandum poprzez ograniczenie jego objętości oraz, w założeniu, poprawę przejrzystości sposobu prezentacji informacji. W efekcie memorandum ma być krótsze i łatwiejsze do zrozumienia dla inwestorów.

Jedną z największych zmian jest wprowadzenie ograniczenia objętości memorandum informacyjnego – do maksymalnie siedmiu stron A4 po wydrukowaniu, z możliwością dodania jednej dodatkowej strony A4 na fundusz podstawowy lub na każdy subfundusz funduszu z wydzielonymi subfunduszami, lub na każdy podmiot udzielający zabezpieczenia, pod warunkiem, że strony te zostaną przeznaczone na opis tych podmiotów.

Dotychczasowa praktyka rynkowa przyzwyczaiła nas do dużo dłuższych, liczących zazwyczaj grubo ponad sto stron dokumentów. W znacznym stopniu wynikało to z dążenia do ograniczenia po stronie emitentów ryzyka zarzutu niekompletności informacji zawartych w memorandum i pominięcia potencjalnie istotnej dla inwestorów informacji. Aktualnie emitenci i ich doradcy staną przed wyzwaniem związanym z koniecznością dokonania oceny, które z dotychczas publikowanych informacji mogą zostać pominięte, a które powinny zostać uwzględnione i przedstawione w zwięzłej i czytelnej formie. Wydaje się, że znalezienie równowagi między ograniczeniem objętości memorandum a dostarczeniem informacji istotnych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej może okazać się – przynajmniej do czasu wypracowania standardów

” Dla inwestorów krótsze i prostsze memoranda informacyjne to łatwiejszy dostęp do informacji na temat oferty. Dla emitentów – niższe koszty związane ze sporządzeniem tego dokumentu i większa dostępność finansowania kapitałowego

rynkowych – wymagającym zadaniem.

Ponadto, niezależnie od rodzaju emitenta i papieru wartościowego będącego przedmiotem oferty, memorandum ma mieć jednolity układ obejmujący wprowadzenie oraz kluczowe informacje o emitencie, papierach wartościowych i ofercie publicznej papierów wartościowych. Jak wyjaśniono w uzasadnieniu do projektu rozporządzenia, intencją legislatora było zapewnienie, by memorandum informacyjne koncentrowało się na istotnych informacjach, bez powtarzania informacji dostępnych z innych źródeł oraz nadmier-

” Niezależnie od rodzaju emitenta i papieru wartościowego będącego przedmiotem oferty, memorandum ma mieć jednolity układ obejmujący wprowadzenie oraz kluczowe informacje o emitencie, papierach wartościowych i ofercie publicznej papierów wartościowych

nie szerokiego ujawniania. W związku z tym zmianie uległ sposób ujawniania informacji – zamiast, tak jak dotychczas, zamieszczać w memorandum informacyjnym sprawozdania finansowe, uchwały emisyjne, dokumenty korporacyjne, a także warunki emisji lub propozycje nabycia obligacji, aktualnie wystarczające jest wskazanie, gdzie można zapoznać się z tymi dokumentami. Dodatkowo w memorandum

można umieścić również hiperłącze przekierowujące do tych dokumentów.

Wszystkie te rozwiązania mają przełożyć się na krótsze, łatwiejsze w odbiorze dla inwestorów memoranda informacyjne.

Opóźnienia legislacyjne

Pomimo że przepisy Listing Act są stosowane w pełni od 5 czerwca 2026 r. oraz z tym dniem weszły w życie również przepisy nowego rozporządzenia w sprawie memorandum informacyjnego, nadal trwają prace legislacyjne nad nowelizacją drugiego z krajowych aktów prawnych regulujących zasady sporządzania memorandum informacyjnego, tj. ustawy o ofercie publicznej. Z uwagi na powyższe, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego przedstawił stanowisko w sprawie stosowania przepisów nowego rozpo-

ządzenia ws. memorandum informacyjnego, ustawy o ofercie publicznej oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (która z kolei ma wpływ na kwestię pośrednictwa przy ofercie publicznej), do czasu nowelizowania tych dwóch ostatnich ustaw.

Zgodnie ze stanowiskiem UKNF, w okresie przejściowym, tj. do czasu wejścia w życie procedowanej nowelizacji ustawy o ofercie, należy nadać pierwszeństwo rozporządzeniu prospektowemu w przypadku sprzeczności jego przepisów z regulacjami krajowymi. W praktyce oznacza to obowiązek stosowania przepisów krajowych w ob-

szarach nieuregulowanych na szczeblu unijnym.

Jak obliczyć wartość oferty?

Wspomniane sprzeczności występują np. w przypadku ustalania wartości oferty papierów wartościowych, która od 5 czerwca 2026 r. została zastąpiona pojęciem „zagregowanej wartości oferowa-

nych papierów wartościowych”. Zagregowana wartość oferowanych papierów wartościowych obejmuje 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. Jest to jednocześnie pojęcie szersze – uwzględnia wszystkie rodzaje i klasy oferowanych papierów wartościowych, podczas gdy ustawa o ofercie publicznej uwzględnia jedynie zakładane wpływy brutto z tytułu ofert publicznych tego samego rodzaju.

Zgodnie ze stanowiskiem UKNF do czasu wejścia w życie nowelizacji ustawy o ofercie publicznej, emitenci powinni stosować przepisy rozporządzenia prospektowego. Wyjątkiem jest ustalanie wartości oferty publicznej na potrzeby oceny zaistnienia obowiązku pośrednictwa firmy inwestycyjnej lub banku państwowego prowadzącego działalność maklerską – jako że jest to kwestia nieuregulowana w rozporządzeniu prospektowym, zastosowanie znajdą przepisy krajowe, a zatem zliczanie wyłącznie wartości papierów wartościowych tego samego rodzaju. Jednocześnie warto wspomnieć, że zgodnie z projektem nowelizacji, udostępnienia memorandum informacyjnego mają wymagać oferty publiczne o wartości mniejszej niż 12 mln euro. Zgodnie ze stanowiskiem UKNF w okresie przejściowym stosować należy jednak jako górny próg kwotę 5 mln euro.

Skutki zmian

Dla inwestorów krótsze i prostsze memoranda informacyjne to łatwiejszy dostęp do informacji na temat oferty. Dla emitentów – niższe koszty związane ze sporządzeniem tego dokumentu i większa dostępność finansowania kapitałowego. Jednocześnie jednak należy liczyć się po pierwsze z okresem przejściowym, podczas którego wymagana jest każdorazowa analiza relacji przepisów unijnych i krajowych, a po drugie z procesem kształtowania się nowego podejścia rynkowego do zagadnienia „kluczowych informacji” ujawnianych w memorandum informacyjnym. Warto zatem skorzystać ze wsparcia doświadczonych doradców, którzy pomogą odnaleźć się w nowych realiach prawnych i dopilnują, by oferta publiczna została przeprowadzona w sposób sprawny i zgodny z przepisami. / ©