

O prawie o obligacjach i jego zmianach (od redaktorów prowadzących)

Przekazujemy do rąk Czytelników kolejny numer iKAR-a – wydanie w pewnym sensie wyjątkowe, ponieważ po raz pierwszy w dotychczasowej historii kwartalnika w całości poświęcone regulacji prawa o obligacjach. Źródłem tej regulacji jest *de lege lata* przede wszystkim ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach¹. Asumpt do przygotowania tego numeru stanowi ważna, być może nawet przełomowa, zmiana ustawy o obligacjach z 9 listopada 2018 r., przygotowana w ramach szerszej nowelizacji – ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku².

W odniesieniu do kluczowych zmian ustawy o obligacjach nowelizacja ta weszła w życie z dniem 1 lipca 2019 roku. Jednym z jej kierunkowych założeń w przedmiotowym obszarze jest wprowadzenie **obowiązkowej dematerializacji wszystkich obligacji emitowanych od tej daty**. Ta programowa obligatoryjna dematerializacja stanowi z jednej strony istotne *novum*, z drugiej zaś – *signum temporis*. Jest symptomatyczna, gdyż polski system prawny stoi w przededniu wejścia w życie przepisów o obowiązkowej dematerializacji wszystkich akcji spółek akcyjnych i komandytowo-akcyjnych zarówno nowej emisji, jak i już wyemitowanych – dokonanej najpóźniej do 1 stycznia 2021 roku. Obowiązkowa dematerializacja wszystkich obligacji, a w dalszej kolejności także akcji, oznaczać będzie, że wszystkie te kluczowe dla obrotu papierami wartościowymi instrumenty finansowe przestaną mieć formę dokumentu. W odniesieniu do obligacji obowiązkowa dematerializacja dotyczy tych wyemitowanych przed 1 lipca 2019 r. i nieumorzonych do tego dnia. Polski ustawodawca, w ślad za doświadczeniami regulacyjnymi innych państw, dąży w ten sposób do usunięcia z obrotu gospodarczego obligacji i akcji w formie dokumentowej oraz do zastąpienia ich obligacjami i akcjami w postaci zapisów elektronicznych, tj. zdematerializowanymi. W ten sposób pojęcie „zdematerializowanych papierów wartościowych” zerwie ostatecznie z utrwaloną konotacją z publicznym obrotem i publicznym rynkiem papierów wartościowych.

Programowa dematerializacja obligacji wymusiła zmiany niektórych przepisów ustawy o obligacjach, między innymi art. 8 oraz 55 uo. Zgodnie z obecnym brzmieniem art. 8 uo obligacje nie mogą mieć formy dokumentu. Jako takie podlegają zarejestrowaniu w depozycie papierów wartościowych prowadzonym zgodnie z art. 6 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi³, tj. co do zasady w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych. Do powstawania i do przenoszenia praw z obligacji zdematerializowanych stosuje się przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. To zaś oznacza, zgodnie z art. 7 ust. 1 uoif, że prawa ze zdematerializowanych obligacji powstają – co do zasady – z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych i przysługują osobie będącej posiadaczem tego rachunku. Zgodnie jednak z nowym art. 7a ust. 7a uoif prawa z obligacji, w odniesieniu do których emitent nie zamierza ubiegać się

¹ Ustawa z 15.01.2015 r. o obligacjach (t.j. DzU 2018, poz. 483 ze zm.); dalej:uo.

² DzU z 30.11.2018 r., poz. 2243; dalej: nowelizacja z 9 listopada 2018 r.

³ Ustawa z 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (DzU 2018, poz. 2286 ze zm.); dalej: uoif.

o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym ani o wprowadzenie do alternatywnego systemu obrotu (ASO), powstają z chwilą dokonania zapisu w ewidencji osób uprawnionych z obligacji prowadzonej przez agenta emisji i przysługują osobom wskazanym w tej ewidencji jako osoby uprawnione z tych obligacji. Taka konstrukcja reżimu kreacji praw z obligacji zdematerializowanych (bez względu na to czy znajdują się one w obrocie zorganizowanym, czy nie) implikuje konstytutywny charakter zapisu na rachunku papierów wartościowych prowadzonym przez firmę inwestycyjną lub w ewidencji osób uprawnionych z obligacji prowadzonej przez agenta emisji. Ponadto, implikuje ona quasi-realny reżim przenoszenia praw z takich obligacji. Wszystkie zdematerializowane *de lege lata* obligacje są ewidencjonowane w jednym zbiorczym systemie – bezpośrednio przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych lub pośrednio, na podstawie obowiązków notyfikacyjnych wykonywanych wobec Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych przez podmioty prowadzące dotychczasowe ewidencje obligacji zgodnie z przepisami obowiązującymi przed 1 lipca 2019 r. (por. art. 44 ust. 3–5 nowelizacji z 9 listopada 2018 r.). Wymaga podkreślenia, że od 1 lipca 2019 r. istnieje stan dualizmu prawnego w zakresie regulacji obligacji. Zgodnie bowiem z art. 44 ust. 1–2 nowelizacji z 9 listopada 2018 r. obligacje wyemitowane przed dniem 1 lipca 2019 r. i nieumorzone przed tym dniem, mające formę dokumentów albo niemające formy dokumentu, lecz zapisane w ewidencji prowadzonej na podstawie przepisów dotychczasowych, pozostają w mocy. Do takich obligacji stosuje się przepisy dotychczasowe. W praktyce oznacza to konieczność stosowania uchylonych przepisów ustawy o obligacjach, co niewątpliwie dodatkowo komplikuje obrót. Programowa dematerializacja wszystkich obligacji wymusiła także zmiany w porządku legitymacyjnym w związku z ustalaniem kręgu legitymowanych do uczestniczenia w zgromadzeniu obligatariuszy (art. 55 uo). *De lege lata* wykazywaniu takiej legitymacji służy co do zasady świadectwo depozytowe wystawione przez firmę inwestycyjną zgodnie z art. 9, 10, 11 i 12 uoif lub zaświadczenie wystawione przez agenta emisji, potwierdzające, że obligacje nie będą przedmiotem obrotu do chwili utraty ważności przez to zaświadczenie albo jego zwrotu przed upływem terminu ważności. Takie zaświadczenie stanowi surogat świadectwa depozytowego, do którego stosuje się odpowiednio przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi dotyczące świadectwa depozytowego. Rzecz jasna, uprawnieni z obligacji mających formę dokumentu lub obligacji zdematerializowanych zapisanych w ewidencji na zasadach sprzed 1 lipca 2019 r. wykazują legitymację do udziału w zgromadzeniu obligatariuszy na zasadach dotychczasowych.

Pierwszy artykuł tego numeru iKAR-a poświęcony jest zatem nowej instytucji agenta emisji – wprowadzonej jako konsekwencja programowej dematerializacji obligacji. Wymaga podkreślenia, że instytucję agenta emisji przewidziano we wspomnianej nowelizacji z 9 listopada 2018 r., i jako taka weszła ona w życie z dniem 1 lipca 2019 r. Instytucja ta uległa jednak dalszym zmianom na mocy ustawy z 16 października 2019 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw⁴. Zgodnie zatem z art. 7a ust. 1 uoif, w brzmieniu nadanym wspomnianą nowelizacją z 16 października 2019 r., w przypadku obligacji emitowanych na podstawie ustawy o obligacjach, w odniesieniu do których emitent nie zamierza ubiegać się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym ani o wprowadzenie do Alternatywnego Systemu Obrotu, emitent ma obowiązek zawrzeć umowę o wykonywanie funkcji agenta emisji tych obligacji

⁴ DzU 2019, poz. 2217.

z firmą inwestycyjną uprawnioną do prowadzenia rachunków papierów wartościowych albo z bankiem powierniczym. Agent emisji ma wspierać emitenta w procesie emisji, reprezentować go przed Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych, a także – co ważne – prowadzić ewidencję osób uprawnionych z tych obligacji. Zagadnienia te omawiają Tomasz Sójka oraz Adrian Rycerski.

Z dniem 21 lipca 2019 r. państwa członkowskie Unii Europejskiej zaczęły stosować w całości rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE z dnia 14 czerwca 2017 r.⁵. Z tym dniem stosuje się między innymi nową legalną definicję oferty publicznej papierów wartościowych, wprowadzoną w art. 2 lit. d wspomnianego rozporządzenia. Nowa definicja legalna niesie ze sobą istotną zmianę koncepcji oferty publicznej papierów wartościowych, przede wszystkim z uwagi na jej bardzo szerokie otwarcie. *De lege lata* pojęcie „oferty publicznej” abstrahuje od utrwalonego kryterium ilościowego, gdyż ofertą publiczną jest skierowanie komunikatu dotyczącego (nabycia) papierów już do dwóch odbiorców. Innymi słowy, nie jest ofertą publiczną – jak dotychczas – udostępnienie co najmniej 150 osobom na terytorium jednego państwa członkowskiego lub nieoznaczonemu adresatowi, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji inwestycyjnej. Kryterium to zachowuje jednak aktualność na potrzeby aktualizacji obowiązku prospektowego. O implikacjach przyjęcia tej nowej koncepcji oferty publicznej papierów wartościowych w kontekście dopuszczalnych trybów emitowania obligacji pisze Jarosław Szewczyk.

Swoistym uzupełnieniem tego tekstu są artykuły autorstwa: Joanny Róg-Dyrdy – poświęcony problematyce oferowania obligacji jako instrumentu finansowego, Wojciecha Nowosada – dotyczący naruszenia zbiorowych interesów konsumentów w toku prywatnej emisji obligacji oraz Rafała Woźniaka, w którym omówiono obowiązki emitentów związane z emisją obligacji, obsługą oraz wykupem obligacji.

Przed przystąpieniem do redagowania niniejszego numeru przyjęliśmy założenie, że niezależnie od wspomnianej nowelizacji ustawy o obligacjach z 9 listopada 2018 r., w następnie także drugiej, „opóźnionej” nowelizacji dostosowującej polski porządek prawny między innymi do rozporządzenia 2017/1129, omówimy także zagadnienia prawa obligacyjnego nieporuszane często lub nieporuszone w ogóle w dotychczasowej literaturze przedmiotu. Do tych zagadnień należą:

- a) ramy regulacyjne anulowania wypłaty odsetek wynikających z obligacji AT1 – omówione przez Aleksandra Kowalskiego;
- b) zasady zaskarżania uchwał zgromadzeń obligatariuszy – przedstawione w wybranym zakresie przez Angelinę Stokłosę;
- c) zasada tożsamości personalnej i ciągłości czasowej emitenta obligacji – opisana przez Szymona Sypa, oraz
- d) moment zawarcia umowy o administrowanie zabezpieczeniami obligacji – opisana przez Wojciecha Chabasiewicza.

W tym numerze prezentujemy także monografię Tomasza Sójki pt. „Uprawnienia organizacyjne obligatariuszy. Studium cywilnoprawne ze szczególnym uwzględnieniem pozasądowej

⁵ Dz. Urz. UE L Nr 168, s. 12.

restrukturyzacji zobowiązań z obligacji”. Jest to bez wątpienia jedna z najważniejszych publikacji naukowych poświęconych problematyce obligacji, jaka ukazała się w ostatnim czasie.

Przedstawiamy również krótkie sprawozdanie z Kongresu Obligacji Korporacyjnych, który odbył się w Warszawie w dniach 21–22 października 2019 r. Kongres był okazją do wymiany poglądów w zakresie emitowania obligacji, obsługi zadłużenia oraz ostatnich, dość licznych zmian ustawy o obligacjach, a ponadto wpływu innych niż ustawa o obligacjach nowych regulacji (krajowych i unijnych) na aktualny kształt polskiego prawa obligacyjnego. Prelegentami podczas Kongresu byli uznani praktycy oraz przedstawiciele instytucji rynku kapitałowego, co wpłynęło na wysoki poziom merytoryczny tego wydarzenia.

Dziękujemy wszystkim Autorom za wartościowe teksty oraz Recenzentom, których recenzje pozwoliły te teksty udoskonalić. Zapraszamy do lektury tego numeru iKAR-a oraz do dyskusji nad aktualnym kształtem regulacji polskiego prawa o obligacjach.

dr Angelina Stokłosa

dr Szymon Syp