

Tomasz Sójka\*, Adrian Rycerski\*\*

## Agent emisji obligacji

### Spis treści

- I. Wprowadzenie
- II. Ustanowienie agenta emisji
- III. Zdolność do pełnienia funkcji agenta emisji
- IV. Obowiązki agenta emisji
- V. Najnowsze zmiany w zakresie obowiązków agenta emisji
- VI. Instytucja banku-reprezentanta
- VII. Podsumowanie

### Streszczenie

Niniejszy artykuł prezentuje problematykę obowiązku uczestnictwa agenta emisji w procesie emisji obligacji, listów zastawnych i certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez niepubliczny fundusz inwestycyjny zamknięty. Jest to *novum* wprowadzone do polskiego prawa rynku kapitałowego na mocy ustawy z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (dalej: Ustawa)<sup>1</sup> bezpośrednio oddziałujące na kształt podstawowych instytucji ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (dalej: *uo*)<sup>2</sup>.

**Słowa kluczowe:** agent emisji; obligacje; ochrona inwestorów; MIFID II; emisja obligacji; instrumenty finansowe.

**JEL:** K22

## I. Wprowadzenie

Ustawa, oprócz instytucji zaprezentowanej w niniejszym artykule, wprowadziła kilka istotnych zmian w obszarze funkcjonowania rynku kapitałowego. W szczególności zmianie uległa organizacja i funkcjonowanie Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego (dalej: KNF), który po wejściu w życie Ustawy stał się państwową osobą prawną<sup>3</sup>. Skład KNF został poszerzony o czterech członków, reprezentujących:

\* Profesor nadzwyczajny Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza w Poznaniu; strona internetowa: [www.sojkatomasz.pl](http://www.sojkatomasz.pl).

\*\* Doktorant w Katedrze Prawa Europejskiego na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza w Poznaniu oraz prawnik w kancelarii SMM Legal Maciak Mataczyński Adwokaci sp.k. z siedzibą w Warszawie.

<sup>1</sup> Ustawa z dnia 9.11.2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (DzU 2018, poz. 2243).

<sup>2</sup> T.j. DzU 2018, poz. 483 ze zm.

<sup>3</sup> Uzasadnienie do Ustawy, s. 2.

Prezesa Rady Ministrów, Bankowy Fundusz Gwarancyjny, Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów (dalej: Prezesa UOKiK) oraz ministra – członka Rady Ministrów właściwego do spraw koordynowania działalności służb specjalnych, a jeżeli nie został wyznaczony – Prezesa Rady Ministrów<sup>4</sup>. Ustawa wprowadziła także zmiany w zakresie przekazywania informacji m.in. pomiędzy KNF a NBP, a także ABW, CBA, Krajową Administracją Skarbową, Policją, Prezesem UOKiK<sup>5</sup>. Na mocy Ustawy zmianie uległ zakres obowiązków Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. (dalej: KDPW). I tak, zgodnie z art. 48 ust. 5e ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (dalej: uoif)<sup>6</sup> KDPW gromadzi i udostępnia do publicznej wiadomości informacje o nieumorzonych obligacjach, listach zastawnych oraz certyfikatach inwestycyjnych wyemitowanych przez poszczególnych emitentów posiadających siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, informacje dotyczące wielkości ich zobowiązań z tytułu tych papierów wartościowych, a także informacje pozwalające ustalić zakres i terminowość wykonywania przez nich tych zobowiązań.

Najważniejsze zmiany – z perspektywy emitenta i obligatariuszy – to: obligatoryjna dematerializacja obligacji, ich rejestracja w depozycie prowadzonym przez KDPW, publiczne udostępnianie informacji, a także obowiązek zawarcia umowy z agentem emisji. Zmiany te są znaczące dla emitentów obligacji, którzy muszą się zmierzyć z nowym modelem pozyskiwania finansowania dłużnego. „Afera GetBack”, która w pierwszym półroczu 2018 r. obnażyła wiele mankamentów systemu nadzoru, w szczególności w zakresie ochrony klientów detalicznych, niewątpliwie stanowiła asumpt do niezwłocznego podjęcia prac nad Ustawą. Tego rodzaju negatywne zjawiska stanowią pokusę do podejmowania doraźnych działań legislacyjnych, niemniej jednak zbyt pochopnie konstruowane środki prawne mogą mieć niekorzystny wpływ na funkcjonujące mechanizmy rynkowe (wymowna jest w tym zakresie maksyma *hard cases make bad law*).

## II. Ustanowienie agenta emisji

W ocenie prawodawcy realizacja obowiązku korzystania z pomocy agenta emisji ułatwić ma emitentom przeprowadzenie procesu rejestracji dłużnych papierów wartościowych w depozycie. Zaproponowana przez prawodawcę koncepcja niesie za sobą wiele konsekwencji, czego nie uwzględniono przy jej opracowywaniu. Perspektywa zwiększenia kosztów finansowania dłużnego przewyższa bowiem zakładane przez prawodawcę korzyści. Korzyści, których można by poszukiwać we wsparciu emitentów w procesie rejestracji papierów wartościowych są iluzoryczne. Zauważyć bowiem należy, że prawodawca wyeliminował uproszczony sposób dematerializacji obligacji i zastąpił go bardziej kosztowną i skomplikowaną rejestracją w depozycie papierów wartościowych prowadzonym zgodnie z przepisami uoif, jednocześnie motywując obowiązek zawarcia umowy o wykonywanie agenta emisji niezbędną pomocą w przeprowadzeniu procesu rejestracji. Może się więc wydawać, że prawodawca w jednym akcie prawnym stworzył problem i sposób na jego rozwiązanie, przy czym rozwiązanie to niesie za sobą daleko idące konsekwencje, o czym mowa poniżej. W rzeczywistości jednak, jak się wydaje, realną motywacją dla tej instytucji było wprowadzenie dodatkowego, instytucjonalnego mechanizmu ochrony inwestorów na rynku obligacji. Świadczy o tym szeroki zakres obowiązków agenta emisji obligacji.

<sup>4</sup> Art. 10 pkt 4 lit. b Ustawy.

<sup>5</sup> Uzasadnienie do Ustawy, s. 5.

<sup>6</sup> Ustawa z dnia 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. DzU 2018, poz. 2286 ze zm.).

Obowiązek zawarcia umowy z agentem emisji przewiduje art. 7a ust. 1 uoif. Został on jednak ograniczony do obligacji emitowanych na podstawie uo, listów zastawnych emitowanych na podstawie ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych<sup>7</sup>, które nie są emitowane w drodze oferty publicznej i w odniesieniu do których emitent nie zamierza ubiegać się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym ani o wprowadzenie do Alternatywnego Systemu Obrotu (dalej: ASO), a także do certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusz inwestycyjny zamknięty, który nie jest publicznym funduszem inwestycyjnym zamkniętym. Umowę taką emitenci muszą zawrzeć przed zawarciem umowy, której przedmiotem jest rejestracja tych papierów wartościowych w depozycie (art. 7a ust. 1 uoif) oraz przed rozpoczęciem proponowania nabycia tych papierów wartościowych (art. 7a ust. 2 uoif). Chodzi więc o to, aby inwestorzy już od początku procesu emisyjnego obligacji objęci byli ochroną świadczoną przez agenta emisji.

W świetle art. 7a uoif obowiązek ustanowienia agenta emisji dotyczy wyłącznie nowych obligacji emitowanych przez emitenta. Nie dotyczy on sytuacji proponowania nabycia znacznego pakietu obligacji w obrocie wtórnym przez jednego z obligatariuszy. Obowiązkiem tym objęte są wyłącznie obligacje oferowane w sposób niepubliczny i jednocześnie te, które nie zostaną wprowadzone do obrotu na rynku regulowanym lub ASO. Wprowadzenie do tych systemów obrotu instrumentami finansowymi pociąga bowiem za sobą odpowiednie obowiązki informacyjne – wynikające z uop<sup>8</sup> albo regulaminu ASO. Intencją ustawodawcy było więc objęcie zakresem tego obowiązku tych przypadków emisji obligacji, z którymi nie są powiązane szersze obowiązki informacyjne ze strony emitenta (np. obowiązek sporządzenia prospektu emisyjnego) oraz pośrednictwo firm inwestycyjnych w ich oferowaniu. Analizowany przepis wprowadza zatem profesjonalnego pośrednika do emisji obligacji, które w poprzednim stanie prawnym pozostawały najmniej uregulowane. Ustawodawca zakłada więc, że w tych przypadkach nieprofesjonalni inwestorzy pozostawali najbardziej narażeni na nieuczciwe praktyki sprzedażowe takich instrumentów finansowych.

Emitent obligacji, oferowanych publicznie lub mających być wprowadzone do obrotu na rynku regulowanym lub na ASO może zawrzeć z firmą inwestycyjną umowę o wykonywanie funkcji agenta emisji tych papierów wartościowych na zasadzie dobrowolności (art. 7a ust. 10 uoif). Znaczenie tego przepisu nie jest jednak wielkie, gdyż wspomniane typy oferowania obligacji podlegają swoistym dla nich obowiązkom mającym na celu ochronę inwestorów.

W literaturze przedmiotu zwrócono uwagę na problematyczny warunek obligatoryjnego uczestnictwa agenta emisji w postaci „braku zamiaru” ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzenia do ASO. M. Grześków wskazuje, że nie jest jasne na jakim etapie emisji zamiar ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzenie do ASO ma zostać zrealizowany (Grześków, 2019, s. 46). W konsekwencji M. Grześków przyjmuje, że wystarczy, iż „emitent tylko zadeklaruje, że zamierza się ubiegać o ich wprowadzenie do obrotu zorganizowanego w bliżej nieokreślonej przyszłości, a w rzeczywistości nie wprowadzić ich nigdy z różnych przyczyn”<sup>9</sup>. Zabieg ten miałby doprowadzić do braku konieczności korzystania z pośrednictwa agenta emisji<sup>10</sup>. Jakkolwiek słuszna jest uwaga o wysoce nieprecyzyjnym sformu-

<sup>7</sup> T.j. DzU 2016, poz. 1771 ze zm.

<sup>8</sup> Ustawa z dnia 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. DzU 2019, poz. 623 ze zm.).

<sup>9</sup> Ibidem.

<sup>10</sup> Ibidem.

lowaniu (zamiar jest przecież kwestią trudno weryfikowalną), niemniej jednak wniosek ten wydaje się być nieuzasadniony i raczej pozbawiony praktycznej doniosłości. Trzeba bowiem pamiętać, że agent emisji jest obligatoryjnym łącznikiem pomiędzy emitentem a KDPW, a zatem pozorowanie czynności korporacyjnych nie przyniosłoby pożądanego rezultatu w postaci pominięcia obowiązku jego ustanowienia. Z kolei w przypadku zadeklarowania zamiaru ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzenie do ASO, na emitencie ciążyłyby dalej idące obowiązki niż tylko zawarcie umowy z agentem emisji. Ustanie tego zamiaru implikowałoby konieczność zawarcia umowy z agentem emisji.

### III. Zdolność do pełnienia funkcji agenta emisji

Agentem może być firma inwestycyjna uprawniona do prowadzenia rachunków papierów wartościowych albo bank powierniczy (art. 7a ust. 1 *in fine* uoif). Nie jest zatem możliwe pełnienie funkcji agenta emisji przez banki, które wykonują czynności maklerskie na podstawie art. 70 ust. 2 uoif, a które nie są bankami powierniczymi<sup>11</sup>. Zgodnie ze stanowiskiem Urzędu KNF z dnia 27 czerwca 2019 r.<sup>12</sup> (dalej: Stanowisko KNF) czynności w ramach pełnienia funkcji agenta emisji powinny być co do zasady realizowane w jednostce banku powierniczego odpowiedzialnej za ten zakres działalności. KNF, w drodze wyjątku, dopuszcza jednak wykonywanie „niektórych czynności” przez pracowników pozostających poza ścisłą strukturą jednostki odpowiedzialnej za działalność powierniczą. W kontekście przedstawionych wyżej uwag należy podkreślić, że nie jest dopuszczalne łączenie funkcji agenta emisji oraz emitenta lub sprzedającego (oferującego), co zostało wyraźnie potwierdzone w Stanowisku KNF. Ponadto, co również znalazło odzwierciedlenie w Stanowisku KNF, łączenie funkcji agenta emisji nie jest możliwe – co wydaje się oczywiste – w przypadku banku prowadzącego działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej banku.

Ustawodawca przewidział także regulacje mające na celu ochronę inwestorów w przypadku, gdy agent emisji obciążony jest istotnym konfliktem interesów. Wiąże się to z tym, że ustanawiany on jest wprawdzie przez emitenta, jednak wyłącznie w interesie inwestorów i obligatariuszy. Konstrukcja ta podyktowana jest trudnościami z koordynacją działań zbiorowych obligatariuszy i subskrybentów obligacji (Sójka, 2018, s. 103 i nast.). Pociąga ona jednak za sobą ryzyko powstawania konfliktów interesów po stronie potencjalnego agenta.

Zgodnie z art. 7a ust. 3 uoif, jeżeli firma inwestycyjna lub bank powierniczy są jednostkami powiązanymi z emitentem w rozumieniu ustawy o rachunkowości albo są związane z emitentem jakimkolwiek innym stosunkiem prawnym lub faktycznym, który mógłby prowadzić do konfliktu interesów lub wywoływać wątpliwości co do możliwości prawidłowego wywiązywania się z obowiązków agenta emisji, mogą one zawrzeć z emitentem umowę o wykonywanie funkcji agenta emisji, jeżeli spełnią określone prawem warunki<sup>13</sup>. Po pierwsze, wydzielią pod względem organizacyjnym wykonywanie tej funkcji od osób lub czynności, które mogą wywoływać powstanie konfliktu

<sup>11</sup> Z informacji publikowanych na stronie internetowej KNF wynika, że tylko trzy spośród banków wykonujących czynności maklerskie na podstawie art. 70 ust. 2 uoif posiadają zezwolenie na prowadzenie działalności powierniczej.

<sup>12</sup> Stanowisko Urzędu Komisji w sprawie wejścia w życie instytucji agenta emisji; [https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stnowisko\\_UKNF\\_ws\\_wejscia\\_w\\_zycie\\_instytucji\\_agenta\\_emisji\\_66359.pdf](https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Stnowisko_UKNF_ws_wejscia_w_zycie_instytucji_agenta_emisji_66359.pdf) [dostęp: 14.08.2019 r.].

<sup>13</sup> Warunkami tymi są: 1) wydzielenie wykonywania funkcji agenta emisji pod względem organizacyjnym od osób lub czynności, które mogą wywoływać powstanie konfliktu interesów; oraz 2) zapewnienie identyfikacji i monitorowania konfliktów interesów oraz właściwe zarządzanie nimi.

interesów. Po drugie, zapewnią identyfikację i monitorowanie konfliktów interesów oraz właściwe zarządzanie nimi. W tym zakresie analizowany przepis niewątpliwie nawiązuje do wynikających z dyrektywy MIFID II<sup>14</sup> regulacji dotyczących zarządzania konfliktami interesów<sup>15</sup>.

#### IV. Obowiązki agenta emisji

Zakres obowiązków agenta emisji jest bardzo szeroki. Zgodnie z art. 7a ust. 4 uoif obejmuje takie czynności, jak:

- 1) weryfikację spełniania przez emitenta wymogów dotyczących emisji papierów wartościowych, wynikających z przepisów prawa;
- 2) weryfikację zgodności dokumentacji i oświadczeń przedstawionych przez emitenta z wymogami dotyczącymi oferowania papierów wartościowych, wynikającymi z przepisów prawa;
- 3) weryfikację spełniania przez papiery wartościowe oraz przez ich emitenta warunków rejestracji w depozycie papierów wartościowych;
- 4) utworzenie ewidencji osób uprawnionych z papierów wartościowych oraz wydawanie odpowiednich zaświadczeń; czy też
- 5) zawarcie w imieniu emitenta umowy, której przedmiotem jest rejestracja papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych, a także udzielanie emitentowi niezbędnej pomocy w zakresie ustalenia i przygotowania dokumentacji niezbędnej do zawarcia tej umowy.

Obowiązki wymienione wyżej w pkt 3–5 wydają się nie budzić większych wątpliwości. Dotyczą one bowiem wsparcia techniczno-prawnego udzielanego emitentowi w procesie rejestracji obligacji w depozycie, czyli systemie rejestracji zdematerializowanych papierów wartościowych (art. 3 pkt 21 uoif). Wątpliwe jest także to czy emitent rzeczywiście takiego wsparcia potrzebuje. Podmiot prowadzący depozyt (KDPW) albo jego spółka zależna są profesjonalistami prowadzącymi tę działalność dla zysku. W praktyce więc są one skłonne udzielać swoim potencjalnym klientom wszelkiej pomocy koniecznej dla podjęcia współpracy w zakresie rejestracji papierów wartościowych w depozycie.

Najwięcej wątpliwości budzą natomiast obowiązki określone w art. 7a ust. 4 pkt 1–2 uoif dotyczące weryfikacji spełniania przez emitenta wymogów prawnych dotyczących emisji papierów wartościowych oraz oferowania papierów wartościowych. Jak się wydaje, obowiązki te stanowią podstawowe *ratio legis* nałożenia na emitenta obowiązku ustanowienia agenta emisji obligacji.

Przez pojęcie „weryfikacji” należy rozumieć kontrolę ze strony agenta emisji czy określone działania emitenta związane z emisją lub oferowaniem obligacji spełniają odpowiednie wymogi prawa. Co do zasady – o ile umowa nie stanowi inaczej – agent emisji nie jest zatem obowiązany do wspierania emitenta w samym emitowaniu oraz oferowaniu obligacji, poza czynnościami, o którym mowa dalej w art. 7a ust. 4 pkt 3–5 uoif związanymi z procesem rejestracji obligacji w depozycie. Rolą agenta emisji nie jest zatem doradztwo na rzecz emitenta w zakresie strukturyzowania samej emisji obligacji oraz procesu ich oferowania na rzecz inwestorów, lecz nadzór nad prawidłowością tego procesu.

<sup>14</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15.05.2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz. Urz. UE L 173, 12.06.2014, s. 349–496) (dalej: dyrektywa MIFID II lub regulacja MIFID II; przez te pojęcia należy rozumieć także rozporządzenia delegowane do dyrektywy MIFID II oraz przepisy prawa krajowego wdrażające dyrektywę MIFID II).

<sup>15</sup> Zob. art. 23 dyrektywy MIFID II.

Weryfikacja spełniania przez emitenta wymogów dotyczących emisji papierów wartościowych dotyczy więc przede wszystkim jego zdolności emisyjnej określonej w art. 2 uo. Wydaje się jednak, że dotyczy to wszystkich czynności prawnych emitenta, które są niezbędne dla prawidłowego wykreowania obligacji jako ważnych papierów wartościowych. Dotyczy to na przykład uzyskania wszelkich zgód korporacyjnych oraz spełniania przez warunki emisji oraz propozycję nabycia obligacji minimalnych przesłanek niezbędnych dla ważności wyemitowanych na ich podstawie obligacji (art. 5 i 6 uo). Agent obligacji nie stanowi natomiast w żadnej mierze gwaranta wypłacalności emitenta, gdyż dla takiego wniosku brakuje podstaw normatywnych. Weryfikacja ta obejmuje także realizację przez emitenta wszelkich obowiązków informacyjnych, ale także czuwanie nad dotrzymaniem terminów przydziału obligacji (art. 44 pkt 3 uo). Przez pojęcie „weryfikacji realizacji obowiązków informacyjnych przez emitenta” należy rozumieć przygotowanie przez emitenta poprawnego formalnie dokumentu informacyjnego. W przypadku niepublicznej oferty obligacji – jest nim propozycja nabycia obligacji w rozumieniu art. 34 i nast. uo. Agent emisji zobowiązany jest więc zweryfikować czy propozycja nabycia obligacji zawiera wszystkie elementy wymagane przez art. 35 uo. Należą do nich między innymi warunki emisji obligacji oraz informacje, które umożliwiają ocenę sytuacji finansowej emitenta (art. 35 ust. 1 *in principio* uo), a w szczególności informacje określone w art. 35 ust. 1 pkt 1 i 2 uo dotyczące wartości zaciągniętych zobowiązań emitenta oraz perspektyw kształtowania się tych zobowiązań do dnia wykupu obligacji.

Należy zatem przyjąć, że agent emisji nie ponosi odpowiedzialności za prawdziwość i rzetelność informacji zawartych w propozycji nabycia obligacji (art. 35 ust. 1 uo). Agent emisji jest podmiotem trzecim wobec emitenta, który nie uczestniczy w bieżącym zarządzaniu jego działalnością. Przyjęcie przez agenta emisji odpowiedzialności za prawdziwość informacji ujawnianych przez emitenta wymagałoby wyraźnej podstawy prawnej. Prowadziłoby to do konieczności przeprowadzenia przez agenta audytu sytuacji finansowej emitenta, co radykalnie podwyższyłoby koszty funkcjonowania agenta emisji. Agent emisji ponosi odpowiedzialność za kompletność informacji ujawnianych przez emitenta wyłącznie pod kątem formalnym – tj. za rodzaj i formę sporządzonych przez emitenta dokumentów informacyjnych. Nie ponosi natomiast odpowiedzialności za materialną kompletność tych dokumentów – tj. fakt, że zawierają one wszystkie informacje niezbędne dla dokonania przez inwestorów oceny sytuacji finansowej emitenta oraz perspektyw kształtowania się tej sytuacji na przyszłość.

## V. Najnowsze zmiany w zakresie obowiązków agenta emisji

Należy zwrócić uwagę na zakres zmian wprowadzonych ustawą 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<sup>16</sup>. Przy okazji wdrażania szeregu dyrektyw unijnych i dostosowania polskich przepisów do rozporządzenia prospektowego<sup>17</sup>, wprowadzono liczne zmiany w uoif, w tym dotyczące agenta emisji. Przede wszystkim zmiany obejmują obowiązki agenta emisji określone w art. 7a ust. 4 pkt 2, 4 i 5 uoif.

<sup>16</sup> Druk nr 3755; <http://www.sejm.gov.pl/sejm8.nsf/PrzebiegProc.xsp?nr=3755> [dostęp: 03.11.2019 r.].

<sup>17</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14.06.2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE (Dz. Urz. UE L 168 z 30.06.2017, s. 12).

Zgodnie z nowym brzmieniem art. 7a ust. 4 pkt 2 uoif agent emisji odpowiedzialny jest za weryfikację zgodności dokumentacji i oświadczeń przedstawionych przez emitenta z wymogami dotyczącymi oferowania papierów wartościowych, wynikającymi z przepisów prawa (uprzednio weryfikacja obejmowała zgodność „działań emitenta”). Uzupełnieniu uległ także obowiązek określony w art. 7a ust. 4 pkt 4 uoif, polegający na utworzeniu ewidencji osób uprawnionych z papierów wartościowych o obowiązek w postaci wydawania zaświadczeń, o których mowa w ustawie o funduszach inwestycyjnych oraz uo. Bardziej kategorię ujęty został art. 7a ust. 4 pkt 5 uoif, gdzie sformułowanie „pośredniczenie w zawieraniu przez emitenta umowy (...)” zostało zastąpione zostanie przez „zawarcie w imieniu emitenta umowy (...)”.

W art. 7a uoif dodane zostały ustępy 7a i 7b. Zgodnie z ustępem 7a, prawa z papierów wartościowych, o których mowa w art. 7a ust. 1 uoif, powstają z chwilą dokonania zapisu w ewidencji osób uprawnionych, prowadzonej przez agenta emisji i przysługują osobom wskazanym w tej ewidencji jako osoby uprawnione z tych papierów wartościowych. Z kolei ust. 7b reguluje konsekwencje zbycia papierów wartościowych zapisanych w ewidencji prowadzonej przez agenta emisji<sup>18</sup>.

Istotnej zmianie uległ także art. 7a ust. 8 uoif. W związku z tą zmianą do art. 7a uoif dodany został ust. 8a i 8b. W pierwszej kolejności wskazać należy na zmianę art. 7a ust. 8 uoif, na skutek której agent emisji tworzy ewidencję osób uprawnionych z papierów wartościowych dopiero po spełnieniu wymogów będących przedmiotem jego weryfikacji w zakresie określonym w ust. 4 pkt 1–3 lub gdy ujawnione w toku weryfikacji nieprawidłowości lub niezgodności zostaną usunięte przez emitenta albo nie będą zagrażać bezpieczeństwu obrotu ani interesom inwestorów. Ustęp 8a przewiduje skutki utworzenia ewidencji osób uprawnionych z papierów wartościowych. Wówczas bowiem agent emisji staje się „bezw warunkowo i nieodwołalnie umocowany do zawarcia w imieniu emitenta umowy, której przedmiotem jest rejestracja papierów wartościowych w depozycie.

## VI. Instytucja banku-reprezentanta

Wydaje się, że rozwiązaniem, które stanowiłoby właściwy i adekwatny środek służący ochronie interesów obligatariuszy, byłoby ponowne zwrócenie się ku instytucji banku-reprezentanta z jednoczesnym dokonaniem zmiany modelu jego funkcjonowania (Sójka, 2018, s. 127 i nast.). Eliminacja wad tej instytucji w aktualnie obowiązujących regulacjach przyczyniłaby się do szerszego wykorzystania instytucji banku-reprezentanta, a tym samym do polepszenia całościowej sytuacji obligatariuszy zarówno w sferze ograniczenia ryzyka finansowego, jak i w sferze organizacyjnej (Sójka, 2018, s. 144 i nast.).

Grono podmiotów uprawnionych z obligacji z reguły składa się z większej liczby niepowiązanych podmiotów. Skutkować to może wieloma problemami dotyczącymi tzw. działań zbiorowych, do których należy problem racjonalnej pasywności obligatariuszy oraz trudności w podjęciu wspólnej decyzji (Schmidtbleicher, 2010, s. 178). Dlatego też jednym z aspektów nieefektywności zbiorowych działań obligatariuszy w zakresie reprezentowania ich interesów wobec emitenta jest

<sup>18</sup> Zgodnie z art. 7a ust. 7b uoif, „Do chwili zarejestrowania papierów wartościowych, o których mowa w ust. 1, w depozycie papierów wartościowych: 1) umowa zobowiązująca do przeniesienia tych papierów wartościowych przenosi je z chwilą dokonania wpisu w ewidencji osób uprawnionych prowadzonej przez agenta emisji, wskazującego nabywcę oraz liczbę nabytych przez niego papierów wartościowych; 2) w przypadku, gdy nabycie tych papierów wartościowych nastąpiło na podstawie zdarzenia prawnego powodującego z mocy ustawy ich przeniesienie na nabywcę, agent emisji dokonuje wpisu w ewidencji osób uprawnionych z tych papierów wartościowych na żądanie nabywcy.”

problem należytego nadzoru nad sytuacją finansową emitenta oraz aktywnej reprezentacji ich wspólnych interesów w sytuacji kryzysowej (Cagalj, 2013, s. 27).

W polskim systemie prawnym jedynym wprost przewidzianym przez ustawę wspólnym przedstawicielem obligatariuszy jest bank-reprezentant, uregulowany w rozdziale 7 uo. Bank reprezentant ustanawiany jest przed rozpoczęciem emisji na podstawie umowy zawartej z emitentem (art. 78 ust. 1 uo). Pełni on funkcję przedstawiciela ustawowego obligatariuszy (art. 79 ust. 1 uo) (szerzej: Sójka, 2018, s. 138 i nast.). Jego obowiązki wobec obligatariuszy określa ustawa oraz umowa o reprezentację (art. 81 ust. 1 uo). Zgodnie z ustawą do jego obowiązków należy monitorowanie sytuacji finansowej emitenta, wypełnianie przez tego ostatniego obowiązków wynikających z warunków emisji obligacji (art. 83 ust. 1 uo), a także podejmowanie działań mających na celu ochronę obligatariuszy w przypadku naruszenia przez emitenta tych obowiązków (art. 84 ust. 1 uo).

W pierwszej kolejności należałoby ograniczyć przeregulowanie instytucji banku-reprezentanta. Zobowiązania banku-reprezentanta zostały przez polskiego ustawodawcę określone stosunkowo szczegółowo za pomocą norm semiimperatywnych, przy czym jednocześnie ustanowiony został wysoki standard obowiązków obciążających instytucję finansową mającą pełnić tę funkcję. Konsekwencją tego jest znaczny poziom zaangażowania oraz wysokie ryzyko odpowiedzialności odszkodowawczej banku-reprezentanta wobec obligatariuszy. W praktyce zawsze będzie to znajdowało odzwierciedlenie w wysokości wynagrodzenia, którego domagać się będzie instytucja finansowa będąca kandydatem do pełnienia wspomnianej roli. Wysokość takiego wynagrodzenia z reguły jest w znacznej mierze przerzucana na obligatariuszy w postaci niższej rentowności oferowanych przez emitenta obligacji. Z uwagi na wysokie koszty i pomimo zasadniczo dobrowolnego charakteru instytucji banku-reprezentanta, instytucja ta w polskiej praktyce rynku kapitałowego prawie w ogóle nie występuje (Kozdra, 2015, s. 235 i nast.). Wydaje się, że relacja kosztów do korzyści uzyskiwanych dzięki powołaniu banku-reprezentanta przemawia – w ocenie obligatariuszy – za brakiem ekonomicznego uzasadnienia wykorzystania tej instytucji (Sójka, 2018, s. 127 i nast.). Zjawisko to potęguje także fakt, że podmiot pełniący funkcję banku-reprezentanta wybierany i opłacany jest przez emitenta, co może stawiać pod znakiem zapytania jego lojalność wobec obligatariuszy. Jest to zresztą zjawisko dostrzegane także na rynkach zagranicznych (Sójka, 2018, s. 139 i nast.).

Oczywiście należy zdawać sobie sprawę z tego, że nie wszystkie problemy związane z przedstawicielem obligatariuszy ustanawianym w warunkach emisji da się uniknąć. We wszystkich analizowanych systemach prawnych ten typ instytucjonalnej reprezentacji interesów obligatariuszy pociąga za sobą konieczność obciążenia emitenta obowiązkiem dokonania wyboru podmiotu pełniącego tę funkcję oraz wypłaty wynagrodzenia na jego rzecz, co oczywiście musi pociągać za sobą nieefektywność (koszty agencyjne) reprezentacji interesów obligatariuszy (Sójka, 2018, s. 130 i nast.). Jednakże bardziej elastyczne unormowanie obowiązków i odpowiedzialności banku-reprezentanta umożliwiając ich istotne ograniczenie względem aktualnego standardu ustawowego mogłoby się przyczynić do istotnego ograniczenia kosztów tej instytucji<sup>19</sup>, czego konsekwencją byłby wzrost zainteresowania tą instytucją.

Kolejną istotną wadą uo jest brak unormowań dotyczących reprezentanta obligatariuszy ustanawianego *ad hoc* przez zgromadzenie obligatariuszy. Instytucja w takiej formie mogłaby cieszyć

<sup>19</sup> Przyjmując za wzorcowe uregulowania w prawie niemieckim.



się dużą atrakcyjnością np. w przypadku kłopotów finansowych emitenta. Stwarzałaby ona możliwość lepszej koordynacji działań obligatariuszy wobec emitenta, co do którego istnieje ryzyko jego przyszłej niewypłacalności. Z niezadowoleniem należy jednak stwierdzić, że pomimo faktu, iż uo stanowi stosunkowo nowoczesny akt prawny, to w zakresie obejmującym instytucjonalną reprezentację interesów obligatariuszy ustawa ta przejęła bez większych zmian niedoskonałe regulacje ustawy o obligacjach z 1995 roku.

## VII. Podsumowanie

Sposób, w jaki zostały sformułowane obowiązki agenta emisji (w szczególności nałożenie na agenta emisji obowiązku weryfikacji spełniania przez emitenta wymogów „wynikających z przepisów prawa”) z pewnością wpłynie na koszt takiej usługi. Agent emisji zdaje się być bowiem swoistym „gwarantem” przestrzegania przez emitenta jego obowiązków wynikających z przepisów prawa dotyczących emisji oraz oferowania tych obligacji. Ponadto, treść przypisanych agentowi obowiązków jest wysoce nieprecyzyjna, co w połączeniu z ich zakresem, kompleksowością i odpowiedzialnością daje uzasadnienie dla wysokiej wyceny oferowanej usługi. Usługi, której koszty mogą skutecznie zniechęcić do poszukiwania finansowania poprzez emisję dłużnych papierów wartościowych. Agenci emisji będą bowiem żądać wynagrodzenia adekwatnego do wykonywanych przez nich obowiązków powiększonego o premię za ryzyko wynikające z ewentualnych niekorzystnych zdarzeń w otoczeniu danego emitenta. Wprowadzenie obligatoryjnego uczestnictwa agenta emisji, w przypadku emisji obligacji, które nie są emitowane w drodze oferty publicznej i w odniesieniu do których emitent nie zamierza ubiegać się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzenie do ASO, należy ocenić jako najłagodniejszy punkt Ustawy. Pośrednim efektem takich zmian legislacyjnych będzie spadek atrakcyjności instytucji obligacji jako sposobu pozyskiwania finansowania dłużnego, względem kredytów bankowych.

Zdaniem Autorów, Ustawa nie przyczyni się do istotnego zwiększenia ochrony inwestorów – zwłaszcza klientów detalicznych – natomiast znacznie zwiększy koszty emisji obligacji, co należy ocenić krytycznie. Priorytetem w ramach działań na rzecz wzmocnienia ochrony nieprofesjonalnych uczestników rynku kapitałowego powinno być pełne stosowanie i egzekwowanie obowiązków wynikających z regulacji MIFID II, które wdrożono do krajowego porządku prawnego (z niespełnieniem czteromiesięcznym opóźnieniem) dopiero 21 kwietnia 2018 r.<sup>20</sup>. Są to skuteczne środki ochrony inwestorów na rynku kapitałowym, które powinny być w pełni egzekwowane. Weryfikacja realizacji tych obowiązków przez KNF powinna była pozwolić na wcześniejszą identyfikację nieprawidłowości, które wystąpiły w przeszłości. Okoliczności te zostały jednak pominięte przy pospiesznym konstruowaniu nowych instytucji prawnych. Instytucja agenta emisji powinna zostać ponownie przemyślana, przy czym tym razem z uwzględnieniem bardziej precyzyjnego określenia obowiązków tego podmiotu. W kontekście podejmowanej problematyki, zwłaszcza obowiązków agenta emisji, należałoby także rozważyć zmianę modelu funkcjonowania banku-reprezentanta (Sójka, 2018, s. 127 i nast.). Stosowanie instrumentów mających swe źródło w regulacji MIFID II w połączeniu z realizacją postulatów, przedstawionych w niniejszym artykule, powinno zapewnić

<sup>20</sup> Ustawa z dnia 1.03.2018 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (DzU 2018, poz. 685).

bezpieczeństwo zarówno inwestorów, jak i emitentów, dla których kluczowym aspektem jest kosztowność pozyskania finansowania na rynku kapitałowym.

### Bibliografia

Cagalj, K. (2013). *Restrukturierung von Anleihen nach dem neuen Schuldverschreibungsgesetz*. Baden-Baden: Nomos.

Grześków, M. (2019). Status prawny agenta emisji. *Przegląd Prawa Handlowego*, 5, 42–50.

Kozdra, K. (2015). Rynek Catalyst w finansowaniu przedsiębiorstw. W: J. Grzywacz, S. Kowalski (red.), *Przedsiębiorstwa, banki i polityka regionalna w nowej perspektywie finansowej UE. Zeszyty Naukowe PWST w Płocku*, 22.

Schmidtbleicher, R. (2010). *Die Anleihegläubigermehrheit*. Tübingen.

Sójka, T. (2018). *Uprawnienia organizacyjne obligatariuszy. Studium cywilnoprawne ze szczególnym uwzględnieniem pozasądowej restrukturyzacji zobowiązań z obligacji*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.