

Wojciech Chabasiewicz\*

## Moment zawarcia umowy o administrowanie zabezpieczeniami obligacji

### Spis treści

- I. Wprowadzenie
- II. Problematiczne brzmienie przepisów
- III. Emisja obligacji
- IV. Cel regulacji
- V. Wykładnia nieprecyzyjnych przepisów
- VI. Praktyczne problemy
- VII. Podsumowanie

### Streszczenie

Skuteczność zabezpieczeń obligacji ma istotne znaczenie w pierwszej kolejności dla obligatariuszy, ale w szerszej perspektywie dla całego rynku dłużnych papierów wartościowych. Zapewnienie sytuacji, w której ustanowione zabezpieczenia dają gwarancje rzeczywistego bezpieczeństwa jest warunkiem wzrostu zaufania do rynku. Sprzyjać temu powinna odpowiednia wykładnia przepisów prawa, zgodna z celami regulacji.

Przepisy jedynie szcążkowo regulują kwestie związane z umową o administrowanie zabezpieczeniami. Mimo niewielkiej ilości, przepisy są niespójne, a ich stosowanie rodzi sporo wątpliwości. Jedną z nich jest kwestia momentu, w którym powinna zostać zawarta umowa o administrowanie zabezpieczeniami.

Celem opracowania jest wskazanie argumentów przemawiających za tezą, że umowa o administrowanie zabezpieczeniami może zostać zawarta w dowolnym momencie, począwszy od powstania pomysłu na emisję obligacji, aż do momentu wykupienia przez emitenta ostatniej obligacji danej serii.

**Słowa kluczowe:** obligacje; umowa o administrowanie zabezpieczeniami; administrator hipoteki; administrator zastawu; administrator zabezpieczeń.

**JEL:** K22

\* Radca prawny; wspólnik w kancelarii Chabasiewicz Kowalska i Partnerzy. Specjalizuje się w prawie papierów wartościowych, zagadnieniach prawnych rynku kapitałowego oraz prawie spółek. Doradza w zakresie pozyskiwania środków na rynku kapitałowych, a w szczególności publicznych i prywatnych emisji obligacji; autor bloga [www.prawainwestora.pl](http://www.prawainwestora.pl).

## I. Wprowadzenie

Zabezpieczenie obligacji zastawem rejestrowym, hipoteką lub w inny sposób wymaga ustanowienia administratora zabezpieczeń<sup>1</sup>. Wyboru administratora zabezpieczeń dokonuje emitent obligacji, zawierając z wybraną osobą umowę, na podstawie której administrator zabezpieczeń ma działać w imieniu własnym, lecz na rachunek obligatariuszy<sup>2</sup>. Przepisy w zasadzie nie wskazują żadnych elementów takiej umowy. Praktyka wypełniła tę lukę. Na ile poszczególne rozwiązania przyjmowane w takich umowach przejdą test weryfikacji sądowej, okaże się w przyszłości. Moim zdaniem, można obecnie pokusić się o stwierdzenie, że standard umowy o administrowanie zabezpieczeniami został ukształtowany. Trzeba jednak postawić tylko z pozoru banalne i nieistotne pytanie – kiedy powinna zostać zawarta umowa o administrowanie zabezpieczeniami?

## II. Problematiczne brzmienie przepisów

Rozproszone przepisy nie dają nam jednoznacznej odpowiedzi. Kwestia momentu zawierania umowy o administrowanie zabezpieczeniami jest regulowana różnie w odniesieniu do poszczególnych rodzajów zabezpieczeń. I tak:

### 1) Zastaw rejestrowy.

Dla zabezpieczenia obligacji zastawem rejestrowym „(...)obowiązkowe jest ustanowienie administratora zastawu, na podstawie umowy między emitentem i administratorem zastawu” (art. 4 ust. 4 ustawy o zastawie rejestrowym). Przepis nie odnosi się do momentu zawarcia umowy o administrowanie zastawem.

### 2) Hipoteka.

W przypadku hipoteki przepis dotyka problemu momentu zawarcia umowy o administrowanie zabezpieczeniami i wskazuje, że „Przed rozpoczęciem emisji obligacji emitent jest obowiązany zawrzeć w formie pisemnej pod rygorem nieważności umowę z administratorem hipoteki” (art. 31 ust. 4 ustawy o obligacjach).

### 3) Zabezpieczenia inne niż hipoteka lub zastaw rejestrowy.

Tożsamy z regulacją dotyczącą hipoteki jest przepis dotyczący innych zabezpieczeń, stanowiący, że: „(...) emitent może, przed rozpoczęciem emisji obligacji, zawrzeć w formie pisemnej pod rygorem nieważności umowę z administratorem zabezpieczeń (...)” (art. 29 ustawy o obligacjach).

Ograniczając się do ścisłej wykładni językowej, można dojść do wniosku, że umowa o administrowanie zastawem może być zawarta w dowolnym momencie, a administrowanie innymi zabezpieczeniami, w tym hipoteką, wymaga zawarcia umowy jeszcze przed rozpoczęciem emisji obligacji.

W dalszej części tego opracowania postaram się wykazać, że wniosek taki jest jednak błędny. Moim zdaniem, właściwa interpretacja przepisów prowadzi do konkluzji, że umowa o administrowanie

<sup>1</sup> W dalszej części artykułu pojęć „administrator zabezpieczeń” lub „umowa o administrowanie zabezpieczeniami” będę używał w znaczeniu szerokim, czyli jako pojęć dotyczących wszelkich rodzajów administratorów zabezpieczeń, a więc zarówno administratora zastawu, hipoteki lub każdego innego zabezpieczenia. W wypadków rozróżniania tych pojęć będzie to wyraźnie wskazane. Pojęcia te wyjątkowo bowiem występują w stanie czystym. Regułą jest łączenie zabezpieczeń, w szczególności zabezpieczeń rzeczowych (zastaw, hipoteka) z zabezpieczeniami ułatwiającymi egzekucję, takimi jak weksle lub oświadczenia o poddaniu się egzekucji (art. 777 kpc) oraz zabezpieczeniami udzielanymi przez osoby trzecie (np. poręczenia lub gwarancje).

<sup>2</sup> Dla poszczególnych rodzajów zabezpieczeń wymagają tego: (i) dla hipoteki – art. 31 ust. 4 ustawy z 15.01.2015 r. o obligacjach (t.j. DzU 2015, poz. 238 ze zm.; dalej: ustawa o obligacjach); (ii) dla zastawu rejestrowego – art. 4 ust. 4 ustawy z 6.12.1996 r. o zastawie rejestrowym i o rejestrze zastawów (DzU 1996 Nr 149, poz. 703 ze zm.; dalej: ustawa o zastawie rejestrowym) i dla innych rodzajów zabezpieczeń art. 29 ustawy o obligacjach.

zabezpieczeniami, a w tym umowa o administrowanie zastawem oraz hipoteką mogą zostać zawarte w dowolnym momencie, począwszy od powstania pomysłu na emisję obligacji (przed rozpoczęciem emisji), aż do momentu wykupienia przez emitenta ostatniej obligacji danej serii.

### III. Emisja obligacji

Zacznijmy od tego, czym jest emisja obligacji oraz kiedy się rozpoczyna. Ustawa nie zawiera legalnej definicji tego pojęcia. Powszechnie jednak przyjmuje się, że emisja papierów wartościowych to cały proces ich tworzenia. Nie dotykając nawet szczegółów dobrze opisanych w doktrynie teorii powstawania papierów wartościowych (Romanowski, 2005, s. 66–70), można stwierdzić, że emisja obligacji to ogół czynności prawnych prowadzących do utworzenia obligacji jako papieru wartościowego (Weiss, 2006, s. 451–452). O ile można toczyć spory co do momentu końcowego emisji, o tyle wyznaczenie momentu początkowego jest proste. Emisja obligacji rozpoczyna się od podjęcia przez emitenta decyzji o emisji obligacji, mającej formę uchwały emisyjnej<sup>3</sup>.

Wszystkie pozostałe czynności emisyjne są następstwem uchwały emisyjnej i mają oparcie w jej treści. Rozpoczęcie emisji obligacji następuje więc w momencie podjęcia przez emitenta uchwały emisyjnej, która określa podstawowe parametry obligacji, takie jak: ilość emitowanych obligacji, ich nominał, podstawowe parametry finansowe (wysokość oprocentowania, okresy odsetkowe), czas trwania (dzień wykupu) oraz wskazanie zabezpieczeń, jeśli je przewidziano.

Najbardziej typowa chronologia zdarzeń przy emisji obligacji zabezpieczonych jest następująca:

- 1) podjęcie uchwały emisyjnej;
- 2) zawarcie umowy o administrowanie zabezpieczeniami;
- 3) ustanowienie warunków emisji;
- 4) ustanowienie zabezpieczeń (zawarcie umów, złożenie oświadczeń, dokonanie odpowiednich wpisów w rejestrach lub księgach wieczystych);
- 5) oferowanie obligacji (składania propozycji nabycia lub zbieranie zapisów);
- 6) przydział obligacji;
- 7) zapis obligacji na rachunku papierów wartościowych.

Ustanawianie administratora zabezpieczeń następuje z reguły przed ustaleniem warunków emisji. Wynika to z wymogu, by warunki emisji wskazywały, że zawarta została umowa z administratorem zastawu lub administratorem hipoteki<sup>4</sup> (art. 6 ust. 2 pkt 6 ustawy o obligacjach).

Zawieranie umowy o administrowanie zabezpieczeniami przed emisją obligacji jest problematyczne. Umowa ta nie może bowiem wskazywać konkretnej emisji, której będzie dotyczyć, ponieważ emisji tej po prostu jeszcze nie ma. Może istnieć co najwyżej pomysł i plan na taką emisję. Zawarcie umowy o administrowanie przed emisją wymaga jej zmiany lub uzupełnienia po rozpoczęciu emisji obligacji, gdy będą znane już parametry emitowanych obligacji, których zabezpieczenia będą przedmiotem administrowania. Sensowne wydaje się jedynie zawieranie umów ramowych na administrowanie zabezpieczeniami dotyczących programów emisji obligacji

<sup>3</sup> Ustawa o obligacjach używa pojęcia „decyzja o emisji” w przepisach ogólnych dotyczących warunków emisji (art. 6 ust. 1 pkt 4 ustawy o obligacjach). Pojęcie „uchwała emisyjna” pojawia się jednak przy regulacjach dotyczących szczególnych rodzajów obligacji (art. 19 ust. 3 i 4 dla obligacji zamiennych, art. 20 ust. 2 dla obligacji z prawem pierwszeństwa i art. 25 ust. 2 dla obligacji przychodowych).

<sup>4</sup> Trudno nie wskazać niekonsekwencji ustawodawcy, który pomija wymóg wskazywania w warunkach emisji obligacji faktu zawarcia umowy z administratorem zabezpieczeń innych niż zastaw lub hipoteka.

oferowanych na podstawie prospektu emisyjnego podstawowego<sup>5</sup>. W takim prospekcie sporządzonym przed dokonaniem emisji obligacji opisywane są zabezpieczenia przyszłych obligacji oraz wskazywana jest osoba administratora zabezpieczeń. Po zatwierdzeniu prospektu podstawowego przez Komisję Nadzoru Finansowego stanowi on podstawę do kolejnych emisji obligacji, opisywanych w sukcesywnie sporządzanych ostatecznych warunkach emisji obligacji każdej z serii. W przypadku takiego programu emisji obligacji zawarcie umowy o administrowanie przed emisją ma więc uzasadnienie prawne, które jest mocno powiązane z celami tego specyficznego mechanizmu.

Ten wyjątkowy przypadek nie powinien być jednak rozszerzany na klasyczne emisje obligacji.

#### IV. Cel regulacji

Istnienie zabezpieczeń obligacji ma zwiększyć ich atrakcyjność dla inwestorów, gdyż pozwala na pewniejsze, łatwiejsze i szybsze zaspokojenie długu, na wypadek braku jego terminowej spłaty. Wprowadzenie do polskiego porządku prawnego instytucji administratora zabezpieczeń miało na celu – wzorem bardziej rozwiniętych rynków – zwiększenie elastyczności instytucji obligacji zabezpieczonych i zwiększenie bezpieczeństwa obrotu dla wszystkich jego uczestników. W tym kontekście, podstawowym celem istnienia instytucji administratora zabezpieczeń jest ochrona obligatariuszy. Jest ona dokonywana poprzez ustanowienie profesjonalnego podmiotu, który ma działać na rzecz wierzycieli w taki sposób, aby w wypadku braku terminowej spłaty obligacji przez emitenta doprowadzić do zaspokojenia długu. Administrator ma doprowadzić do ważnego i skutecznego ustanowienia zabezpieczeń, stworzenia realnych mechanizmów użycia zabezpieczeń oraz – w wypadku braku terminowej zapłaty – doprowadzić do zaspokojenia długu poprzez realizację zabezpieczeń. Taki cel przepisów nakazuje takie dokonywanie ich wykładni, by ochrona obligatariuszy była dokonywana w sposób jak najpełniejszy. W wypadku wątpliwości co do treści danej regulacji, powinna ona być interpretowana zgodnie z jej celem, a więc by zapewnić ochronę praw obligatariuszy.

#### V. Wykładnia nieprecyzyjnych przepisów

Moim zdaniem, właściwie odczytany przepis art. 31 ust. 4 lub art. 29 ustawy o obligacjach wskazuje jedynie najwcześniejszy moment zawarcia umowy o administrowanie zabezpieczeniami. Przepis ten określa jedynie pierwszy możliwy moment zawarcia umowy o administrowanie zabezpieczeniami. W tym sensie wyraz „przed” powinien być odczytywany, jako „nawet wcześniej niż” lub „zanim dojdzie do podjęcia”. Emitent i administrator zabezpieczeń mogą taką umowę zawrzeć jeszcze przed emisją. Z oczywistych względów umowa ta musi odwoływać się do konkretnej emisji i być z nią powiązana. Właśnie z przyczyny konieczności powiązania umowy o administrowanie z konkretną emisją, standardem jest zawieranie takiej umowy po podjęciu przez emitenta uchwały emisyjnej. Dopiero podjęcie uchwały o emisji pozwala na ustalenie kluczowych parametrów nie tylko obligacji, lecz także samej umowy o administrowanie (np. rodzaje zabezpieczeń oraz czas trwania obligacji).

<sup>5</sup> Na podstawie art. 8 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z 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 uchylenia dyrektywy 2003/71/WE.

Nic nie stoi jednak na przeszkodzie, by umowa o administrowanie została zawarta w trakcie emisji (np. po podjęciu uchwały emisyjnej), bezpośrednio po jej zakończeniu (np. tydzień po przydziale obligacji), ale również w trakcie trwania obligacji (np. rok po emisji, a dwa lata przed terminem wykupu) czy nawet po terminie wykupu wskazanym w warunkach emisji (restrukturyzacja zadłużenia połączona z ustanowieniem nowych zabezpieczeń). W takim kierunku rozwinęła się polska praktyka emisyjna, dopuszczająca by umowa o administrowanie zabezpieczeniami była zawierana w różnych momentach, w tym w dużej liczbie już po emisji obligacji.

Argumentów za możliwością ustanawiania administratora zabezpieczeń w trakcie emisji dostarcza sama ustawa o obligacjach. Przepisy przewidują bowiem możliwość zmiany administratora zabezpieczeń<sup>6</sup>. Zmiana administratora może być dokonana tak w trakcie, jak i już po emisji. W takiej sytuacji emitent zawiera z nowym administratorem umowę o administrowanie zabezpieczeniami. W konsekwencji, sama ustawa przewiduje wprost zawieranie umów o administrowanie już po emisji obligacji.

Co więcej, zmiana warunków emisji obligacji w zakresie wskazania zawarcia umowy z administratorem zastawu i hipoteki może być dokonana przez emitenta na podstawie jednostronnego oświadczenia woli (art. 7 ust. 2 ustawy o obligacjach). Emitent może więc zmieniać istniejące warunki emisji (nie mogą one istnieć przed emisją) i wskazać fakt zawarcia nowej umowy o administrowanie.

## VI. Praktyczne problemy

Problem momentu, w którym może zostać zawarta umowa o administrowanie zabezpieczeniami obligacji nie ma charakteru czysto akademickiego. Niestaranna redakcja przepisów, a w szczególności umieszczenie niefortunnego sformułowania „przed emisją” w art. 29 oraz art. 31 ust. 4 ustawy o obligacjach oraz bezrefleksyjne odczytywanie tych przepisów są przyczyną wielu problemów praktycznych. Pierwszym z nich jest odmawianie statusu administratora zabezpieczeń tym podmiotom, które zawarły z emitentem umowy o administrowanie już po podjęciu uchwały o emisji obligacji. Może to następować w stosunkach cywilnoprawnych, ale także i w procesowych. Szczególnym przypadkiem takiej sytuacji jest odmowa uznania administratora hipoteki za reprezentanta obligatariuszy w postępowaniu restrukturyzacyjnym. Prawa i obowiązki obligatariuszy zabezpieczonych hipoteką w postępowaniu restrukturyzacyjnym wykonuje „administrator hipoteki, o którym mowa w art. 31 ust. 4 ustawy o obligacjach<sup>7</sup>” (art. 363 ust. 2 prawa restrukturyzacyjnego<sup>8</sup>). Jest to wyjątek od zasady, że prawa i obowiązki obligatariuszy w postępowaniu restrukturyzacyjnym wykonuje kurator ustanowiony przez sąd restrukturyzacyjny (art. 363 ust. 1 prawa restrukturyzacyjnego). Sąd nie ma więc wyboru i musi uznać, że w postępowaniu restrukturyzacyjnym za obligatariuszy działa administrator hipoteki<sup>9</sup>. Sąd restrukturyzacyjny może jednak uznać, że administrator hipoteki nie jest administratorem „o którym mowa w art. 31 ust. 4 ustawy

<sup>6</sup> W tym zakresie do administratora innych zabezpieczeń oraz administratora odpowiednio stosuje się przepisy dotyczące banku-reprezentanta (art. 80 ust. 4–5 w zw. z art. 29 oraz art. 31 ust. 4 ustawy o obligacjach). Takiego odwołania brakuje wobec administratora zastawu.

<sup>7</sup> Na marginesie należy wskazać, że niezrozumiałe jest ograniczenie tej reprezentacji do administratora hipoteki, a wyłączenie pozostałych administratorów. Moim zdaniem, optymalne dla realizacji celów postępowania byłoby to, żeby administrator zabezpieczeń reprezentował obligatariuszy w postępowaniu restrukturyzacyjnym. W wypadku kilku administratorów albo konieczności zmiany administratora (np. na skutek nieprawidłowego wykonywania czynności) do zmiany reprezentanta obligatariuszy byłby uprawniony sąd restrukturyzacyjny, przy czym postanowienie o zmianie lub wskazaniu reprezentanta obligatariuszy powinno podlegać kontroli instancyjnej.

<sup>8</sup> Ustawa z 15.05.2015 r. – Prawo restrukturyzacyjne (DzU 2015, poz. 978 ze zm.).

<sup>9</sup> P. Zimmerman, *Prawo upadłościowe i Prawo restrukturyzacyjne. Komentarz*, Warszawa 2016, s. 1745.

o obligacjach”, właśnie ze względu na moment zawarcia umowy o administrowanie hipoteką. Taka sytuacja powoduje dalsze komplikacje sytuacji prawnej emitenta, obligatariuszy, administratora i kuratora nie tylko w postępowaniu restrukturyzacyjnym, lecz także po jego zakończeniu.

Idąc dalej, trzymanie się wykładni „przed emisją, albo nigdy!” prowadzi wprost do zakazu do-ubezpieczenia obligacji lub zabezpieczenia obligacji pierwotnie niezabezpieczonych. Niemożliwe jest bowiem zawarcie umowy o administrowanie zabezpieczeniami dla wyemitowanych już obligacji przed ich emisją. Przy zastosowaniu takiej interpretacji, wszystkie strony stosunku obligacyjnego, czyli dłużnik (emitent) i wierzyciele (obligatariusze), są pozbawieni możliwości zmiany łączącego ich stosunku zobowiązaniowego w zakresie zabezpieczeń. Moim zdaniem, wprowadzanie tak drastycznych ograniczeń swobody umów na tak wątej podstawie prawnej jest niedopuszczalne. Na tym przykładzie widać słabość literalnej wykładni analizowanych przepisów.

## VII. Podsumowanie

Podsumowując, moim zdaniem umowa o administrowanie zabezpieczeniami, a w tym i umowy o administrowanie zarówno zastawem, jak i hipoteką, mogą zostać zawarte w dowolnym momencie, począwszy od powstania pomysłu na emisję obligacji, aż do momentu wykupienia przez emitenta ostatniej obligacji danej serii. Przemawiają za tym przedstawione wyżej argumenty, a przede wszystkim:

- 1) cel przepisów – konieczność wszechstronnej ochrony praw obligatariuszy;
- 2) spójność systemu prawnego – stosowanie tożsamyh rozwiązań do podobnych sytuacji (brak uzasadnienia innego traktowania administratora zastawu od administratora hipoteki lub innych zabezpieczeń);
- 3) przewidziane w prawie instytucja zmiany administratora i zmiany warunków emisji obligacji.

Przedstawiony problem świetnie pokazuje jak istotna jest staranna legislacja oraz rozsądna wykładnia przepisów uwzględniająca ich literalne brzmienia, ale przede wszystkim cel i spójność systemu.

## Bibliografia

- Romanowski, M. (2005). Zagadnienia Ogólne Papierów Wartościowych. W: A. Szumański (red.), *System prawa Prywatnego Prawo Papierów Wartościowych* (t. 18, s. 66–70). Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Szumański, A. (red.). (2005). *Prawo Papierów Wartościowych. System prawa Prywatnego. Tom 18*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Szumański, A. (red.). (2006). *Prawo Papierów Wartościowych. System prawa Prywatnego. Tom 19*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Weiss, I. (2006). W: A. Szumański (red.), *System prawa Prywatnego Prawo Papierów Wartościowych* (t. 19, s. 451–452). Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.