

Zastaw rejestrowy jako sposób zabezpieczenia praw inkorporowanych w obligacjach

Jarosław Karpiński 

Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu

e-mail: jk.aureus@gmail.com

Streszczenie

Emitenci coraz częściej decydują się na emitowanie zabezpieczonych obligacji. Jedną z form tego jest ustanowienie zastawu rejestrowego. W przypadku wyboru tej formy dla praw emitowanych w serii konieczne jest ustanowienie administratora zastawu. Działa on w swoim imieniu, lecz na rzecz obligatariuszy. W przypadku powstania stanu wymagalności wierzytelności po stronie dłużnika, którym w tym stosunku jest emitent, administrator może złożyć oświadczenie o przejściu przedmiotu zastawu na własność. Zarówno w doktrynie, jak i orzecznictwie występują rozbieżne poglądy na temat możliwości zaspokojenia obligatariuszy w tym trybie.

Słowa kluczowe: obligacje, przedmiot zastawu, zabezpieczenie obligacji, administrator zastawu, zaspokojenie obligatariuszy

JEL: G32

1. Wprowadzenie

Ponad 10 tysięcy pokrzywdzonych obligatariuszy, straty w wysokości 2,6 mld zł poniesione przez osoby fizyczne, specjalny zespół cywilny powstały przy Prokuraturze Regionalnej w Warszawie to tylko kilka skutków jednej z największych afer finansowych ostatnich lat, związanej z działaniami znanej szerokiemu gronu odbiorców spółki windykacyjnej Get Back. To właśnie w jej kontekście coraz częściej pojawia się temat sposobów zabezpieczenia obligacji korporacyjnych. Na tym rynku najczęściej inwestują bowiem inwestorzy indywidualni, dla których to zabezpieczenie jest jedną z przesłanek dokonania wyboru danego emitenta.

Mając na uwadze definicję legalną zawartą w art. 4 ust. 1 Ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach¹, należy zauważyć, iż obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji, zwanego dalej obligatariuszem, i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Definicja ta kreuje specyfikę powstania i zmaterializowania wiązki zobowiązań o charakterze cywilno-prawnym, przeobrażającej się w wierzytelność. Uprawnienia obligatariusza są bowiem ekwiwalentem obowiązków emitenta

¹ Dalej: ustawa o obligacjach.

w zakresie spełnienia określonych świadczeń o charakterze mieszanym, w tym zobowiązań pieniężnych, takich jak wykup obligacji w oznaczonym terminie, a także wypłata odsetek (Stec, 2016, s. 232). Emitent w tym stosunku zobowiązaniowym, jako wystawca obligacji – jak już wcześniej wskazywano będącej zdematerializowanym papierem wartościowym (zapisem elektronicznym prawa inkorporowanego w obligacjach) – w chwili przeniesienia prawa zawartego w obligacji, a więc w momencie dokonania odpowiedniego wpisu w ewidencji, staje się dłużnikiem wierzyciela, którym w tej relacji jest obligatariusz (Stokłosa, Syp, 2020, s. 120). Z obligacji wynikają bowiem zobowiązania emitenta wobec obligatariuszy, a sposób ich realizacji określony jest w samej treści obligacji i warunkach jej emisji, a także zależy od unormowań dotyczących różnych rodzajów obligacji. Zgodnie z treścią art. 13 ustawy o obligacjach za niewykonanie lub nienależyte wykonanie świadczeń inkorporowanych w obligacji odpowiedzialność ponosi emitent, który odpowiada za te zobowiązania całym swoim majątkiem, chyba że ustanowił zabezpieczenia, o których mowa w dyspozycji art. 28 ust. 1 ustawy o obligacjach.

2. Zabezpieczenie obligacji zastawem rejestrowym

Zważając na treść art. 28 ustawy o obligacjach, należy zwrócić uwagę, że emitent może ustanowić zabezpieczenie wierzytelności wynikających z obligacji. Nie mogą one być wydawane przed ustanowieniem zabezpieczeń, które wynikają z warunków emisji, chyba że z ich treści wynika, że będą one tworzone po ich wydaniu. W przypadku gdy obligacje są zabezpieczone, obligatariusze mają prawo do egzekwowania wobec emitenta swoich zobowiązań z pierwszeństwem przed pozostałymi wierzycielami (Woźniak, 2015, s. 108). W obecnym stanie prawnym ustanowienie zabezpieczeń na prawach inkorporowanych w obligacjach ma charakter fakultatywny i jest uzależnione od faktycznej woli emitenta w tym zakresie. Warto w tym kontekście zauważyć, iż ustawa o obligacjach nie ogranicza w żaden sposób rodzaju ustanawianych zabezpieczeń wierzytelności z obligacji. Szczytkowy charakter tych regulacji uzupełniają przepisy odnoszące się do konkretnych rodzajów zabezpieczeń, w tym Kodeksu cywilnego, Ustawy z dnia 6 grudnia 1996 r. o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów², Ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe i Ustawy z dnia 6 lipca 1982 r. o księgach wieczystych i hipotece (Stokłosa, Syp, 2020, s. 280).

Zgodnie z art. 6 ust. 1 pkt 7 ustawy o obligacjach emitent jest zobowiązany do ujawnienia informacji o ustanowionych lub planowanych do ustanowienia zabezpieczeniach wierzytelności wynikających z obligacji albo braku zabezpieczenia. Zważając na treść art. 6 ust. 2 pkt 5 i 6 ustawy o obligacjach, warunki emisji zawierają – w szczególności w przypadku gdy ustanowione zostało zabezpieczenie wierzytelności wy-

2 Dalej: ustawa o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów.

kających z obligacji lub emitent zobowiązał się do ustanowienia takiego zabezpieczenia lub dodatkowego zabezpieczenia w przyszłości – wysokość, formę i warunki tego zabezpieczenia, w tym informację o sposobie zaspokojenia z przedmiotu zabezpieczenia, datę ustanowienia zabezpieczenia lub planowany termin jego ustanowienia oraz wycenę, o której mowa w art. 30, lub skrót tej wyceny i uzasadnienie wyboru podmiotu dokonującego wyceny, a w przypadku gdy zawarta została umowa z administratorem zastawu – także wskazanie podmiotu pełniącego te obowiązki.

Jednym z najczęściej stosowanych w praktyce sposobów zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji jest obciążenie składnika majątkowego emitenta zastawem rejestrowym. W związku ze wspomnianym wcześniej brakiem regulacji w zakresie trybu i zasad ustanawiania zabezpieczeń roszczeń obligatariuszy w ustawie o obligacjach obciążanie przedmiotu zabezpieczenia odbywa się na podstawie przepisów właściwych dla ich konkretnych rodzajów – w przypadku ustanowienia zastawu rejestrowego na podstawie ustawy o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów. Zgodnie z art. 2 ust. 1 przedmiotowej ustawy zastaw powstaje w drodze umowy między zastawcą (osobą uprawnioną do rozporządzania przedmiotem zastawu) a zastawnikiem (wierzycielem) oraz wpisu zastawu do sądowego rejestru zastawów. Umowa ta powinna zostać zawarta na piśmie pod rygorem nieważności.

Przedmiotem zastawu rejestrowego mogą być rzeczy oznaczone co do tożsamości, zbywalne prawa majątkowe, rzeczy oznaczone co do gatunku w przypadku, gdy w umowie zostanie skonkretyzowana ich liczba oraz sposób wyodrębnienia spośród pozostałych rzeczy należących do tego samego gatunku, rzeczy ruchome, wierzytelności, a także prawa lub zbiory rzeczy lub praw, stanowiące całość gospodarczą (Wierzbowski, 2019, s. 153). Mając na uwadze treść art. 30 ustawy o obligacjach w przypadku ustanowienia zastawu lub hipoteki jako zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji emitent zobowiązany jest poddać przedmiot zastawu wycenie przez podmiot, który ma doświadczenie i kwalifikacje zapewniające rzetelność wyceny oraz zachowuje bezstronność i niezależność. Ponadto w warunkach emisji emitent może zobowiązać się do okresowej aktualizacji wyceny.

Zgodnie z dyspozycją art. 4 ust. 3 i 4 ustawy o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów zastaw rejestrowy zabezpieczający wierzytelności z tytułu dłużnych papierów wartościowych emitowanych w serii może być ustanowiony na rzecz wszystkich wierzycieli bez imiennego ich wskazywania. W tym przypadku obowiązkowe jest ustanowienie administratora zastawu, na podstawie umowy między emitentem i administratorem zastawu. Administrator zastawu nie musi być wierzycielem z tytułu dłużnych papierów wartościowych emitowanych w serii. Ustanowienie instytucji administratora zastawu ma przede wszystkim na celu zabezpieczenie jednym zastawem wierzytelności przysługujących dużej liczbie wierzycieli, co związane jest także z redukcją kosztów. Stosunek obligacyjny w przypadku zabezpieczenia praw

inkorporowanych w obligacjach powstaje na mocy umowy, która jest zawierana pomiędzy administratorem a emitentem (Osajda, 2020, s. 1406). Dzięki umowie administratorskiej administrator zastawu jest uprawniony do dokonywania we własnym imieniu, ale na rachunek obligatariuszy, praw i obowiązków zastawnika, które wynikają z treści umowy, ale także z przepisów prawa. Może on zatem zgłaszać wierzytelności do masy upadłości zastawcy, wytoczyć powództwo windykacyjne, przenieść lub zrzec się zastawu rejestrowego, a także ma prawo wykonywać swoje uprawnienia związane z zaspokojeniem zabezpieczonych wierzytelności (Osajda, 2020, s. 1410).

3. Przejęcie przedmiotu zastawu przez administratora zastawu a zaspokojenie obligatariuszy

Według art. 22 ust. 1 pkt 3 ustawy o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów umowa zastawnicza może przewidywać zaspokojenie zastawnika przez przejęcie przez niego na własność przedmiotu zastawu rejestrowego, jeżeli przedmiotem zastawu rejestrowego są rzeczy, wierzytelności i prawa lub zbiory rzeczy lub praw, stanowiące całość gospodarczą, a strony w umowie zastawniczej ściśle oznaczyły wartość przedmiotu zastawu albo określiły sposób ustalenia jego wartości dla zaspokojenia zastawnika. Stosownie do ust. 2 pkt 2 tego artykułu przejęcie na własność przedmiotu zastawu rejestrowego następuje po upływie terminu wykonania zobowiązania, które zostało zabezpieczone tym zastawem, z dniem złożenia przez zastawnika oświadczenia na piśmie o przejęciu tego przedmiotu na własność.

W zakresie problematyki zaspokojenia obligatariuszy w drodze przejęcia przedmiotu zastawu na własność przez administratora zastawu pojawiło się wiele rozbieżnych poglądów prezentowanych zarówno w orzecznictwie sądów powszechnych, jak i przez przedstawicieli doktryny. Zgodnie z wyrokiem I Wydziału Cywilnego Sądu Apelacyjnego w Katowicach z dnia 17 lipca 2015 r., wydanym w sprawie o sygn. akt I ACa 279/15, obligatariusz nie jest stroną stosunku prawnorzeczowego, który wynika w sposób bezpośredni z umowy zastawu rejestrowego zawartej pomiędzy emitentem, będącym w tym stosunku zastawcą, a administratorem zastawu. Przejęcie przez administratora na własność przedmiotu zastawu rejestrowego nie powoduje automatycznie zaspokojenia zabezpieczonej wierzytelności przysługującej obligatariuszowi. Mając także na uwadze wyrok I Wydziału Cywilnego Sądu Apelacyjnego w Katowicach z dnia 22 stycznia 2016 r., wydany w sprawie o sygn. akt I ACa 950/15, należy zauważyć, iż z chwilą złożenia przez administratora oświadczenia o przejęciu przedmiotu zastawu na własność nie następuje od razu skutek w postaci zaspokojenia wierzycieli – obligatariuszy. Nie stają się oni współwłaścicielami przedmiotu zastawu: własność nabywa administrator działający we własnym imieniu, a wierzyciele mogą uzyskać zaspokojenie dopiero z chwilą spieniężenia przejętego prawa i proporcjonalnego podziału uzyskanej za nie kwoty.

Jednak z drugiej strony warto mieć na uwadze treść art. 23 ust. 3 ustawy o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów, którego dyspozycja wprost wskazuje, iż wierzytelność zabezpieczona zastawem rejestrowym ulega zaspokojeniu do wysokości wartości przedmiotu zastawu rejestrowego przejętego na własność przez zastawnika. Jeżeli natomiast wartość przedmiotu zastawu rejestrowego przewyższa wysokość wierzytelności zabezpieczonej zastawem rejestrowym, zastawnik jest zobowiązany do uiszczenia kwoty nadwyżki w terminie 14 dni od dnia przejęcia przedmiotu zastawu rejestrowego. W tym miejscu warto podkreślić, iż zgodnie z poglądem doktryny zaspokojenie wymagalnych wierzytelności następuje automatycznie z chwilą przejęcia przedmiotu zabezpieczenia przez zastawnika. Natomiast w przypadku, gdy ustanowiono administratora zastawu, do zaspokojenia dochodzi z chwilą przejęcia przedmiotu zabezpieczenia przez administratora, a więc w momencie złożenia przez niego oświadczenia w tym przedmiocie.

Zastawnik, który przejął przedmiot zastawu w trybie art. 22 ustawy o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów, dysponuje, co do zasady, pełną swobodą w dalszym dysponowaniu tym przedmiotem. Stanowi on bowiem składnik jego majątku. Zgodnie z poglądami doktryny, w tym zważając na treść komentarza do art. 22 ustawy o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawu pod redakcją K. Osajda: „[...] w przypadku, gdy zastaw rejestrowy ustanowiono na administratora (art. 4 przedmiotowej ustawy) i administrator dokonał przejęcia przedmiotu zastawu na podstawie umowy zastawniczej, zaspokojenie zabezpieczonych wierzytelności następuje z chwilą tego przejęcia (niezależnie od woli wierzycieli, których uznaje się za zaspokojonych). Nie ma znaczenia chwila przekazania wierzycielom przez administratora przejętych składników lub ich równowartości. Kwestia takiego dalszego rozliczenia odnosi się do relacji wewnętrznej między administratorem a wierzycielami zgodnie z postanowieniami umowy administratorskiej (w tym problemu ewentualnej odpowiedzialności odszkodowawczej administratora wobec wierzycieli) i sytuacja prawna zastawcy nie może być uzależniona od późniejszych działań administratora (tj. działań dokonywanych po przejęciu przedmiotu zastawu)” (Osajda, 2020, s. 1409).

4. Podsumowanie

Emitowanie zabezpieczonych obligacji jest sposobem na przyciągnięcie potencjalnych inwestorów. Zabezpieczenie stanowi bowiem pewien rodzaj gwarancji w przypadku, gdy emitent nie wywiąże się ze swoich zobowiązań wobec obligatariuszy. Najczęściej jest to spowodowane problemami finansowymi spółek emitujących obligacje, które w związku ze złą sytuacją gospodarczą nie potrafią regulować swoich bieżących zobowiązań wynikających z emisji obligacji, a więc nie płacą odsetek, a także nie płacą wartości nominalnej w terminie wykupu obligacji. Zabezpieczenie wierzytelności, które

wynikają z obligacji, dają obligatariuszom realną możliwość egzekwowania zobowiązań emitenta inkorporowanych w tych obligacjach. Mogą oni wtedy egzekwować przysługujące im wierzytelności od tych podmiotów, które udzieliły zabezpieczenia, albo z określonych praw lub rzeczy należących do innych podmiotów, lub do emitenta, z pierwszeństwem zaspokojenia przed innymi wierzycielami osobistymi (Weiss, 2006, s. 419). Jednym ze sposobów zabezpieczenia obligacji jest ustanowienie zastawu rejestrowego. Jego przedmiotem mogą być przede wszystkim rzeczy, wierzytelności i prawa lub zbiory rzeczy lub praw stanowiące całość gospodarczą. W przypadku zabezpieczenia obligacji zastawem rejestrowym obligatoryjne jest ustanowienie administratora zastawu, który działa w swoim imieniu, lecz na rzecz obligatariuszy. W przypadku bezskutecznego upływu terminu na wykonanie swoich zobowiązań przez emitenta administrator może złożyć oświadczenie o przejęciu przedmiotu zastawu na własność.

W kwestii zaspokojenia obligatariuszy z przedmiotu zastawu rejestrowego zarówno w doktrynie, jak i orzecznictwie kształtują się dwa odmienne poglądy. Z jednej strony w orzecznictwie dominuje pogląd, że obligatariusz nie jest stroną stosunku prawnorzecowego wynikającego z umowy zastawu rejestrowego między emitentem-zastawcą a administratorem zastawu. Przepisy o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów mają służyć ich ochronie, a nie wymuszać skorzystanie z takiej formy zaspokojenia. W konsekwencji zatem przejęcie przez administratora na własność przedmiotu zabezpieczenia nie powoduje automatycznie zaspokojenia zabezpieczonej wierzytelności przysługującej obligatariuszowi. Z drugiej jednak strony należy mieć na uwadze przepisy samej ustawy o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów, w której art. 23 ust. 3 wprost wskazuje, iż wierzytelność zabezpieczona zastawem rejestrowym ulega zaspokojeniu do wysokości wartości przedmiotu zastawu rejestrowego przejętego na własność przez zastawnika. Zgodnie z poglądem doktryny regułę tę należy stosować także, gdy zastaw rejestrowy ustanowiony jest na rzecz administratora. Stanowi ona również konsekwencje zastosowania jednej z reguł wykładni językowej – *Lege non distinguente nec nostrum est distinguere*. Zważając zatem na wyżej wymienione rozbieżności, należy zaakcentować, iż ma na nie wpływ sposób postrzegania obligatariuszy jako podmiotów szczególnych. Mają oni bowiem wyjątkowe przywileje związane z faktem, że jako pewien zbiór osób reprezentowanych przez administratora nie mogą ponosić negatywnych konsekwencji związanych z jego nie zawsze prawidłowym działaniem. Należy mieć także na względzie to, że orzecznictwo w zakresie rozstrzygnięcia kwestii zaspokojenia obligatariuszy jest jeszcze niezwykle skromne. Co więcej, w większości odnosi się do nieobowiązujących już przepisów, w tym ustawy o obligacjach sprzed nowelizacji, która miała miejsce w 2015 roku. Być może – w związku z widoczną obecnie tendencją związaną z bardziej powszechnym emitowaniem obligacji zabezpieczonych – będą miały miejsce zmiany w tym zakresie.

Bibliografia

- Osajda K., *Ustawa o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2020.
- Stec M., *Prawo instrumentów finansowych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016.
- Stokłosa A., Syp S., *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa 2020.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. z 1964 r. Nr 16, poz. 93).
- Ustawa z dnia 6 lipca 1982 r. o księgach wieczystych i hipotece (Dz.U. z 1982 r. Nr 19, poz. 147).
- Ustawa z dnia 6 grudnia 1996 r. o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów (Dz.U. z 1996 r. Nr 149, poz. 703).
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz.U. z 1997 r. Nr 140, poz. 939).
- Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. z 2015 r., poz. 238).
- Weiss I., *Obligacje*, [w:] A. Szumański (red.), *System prawa prywatnego*, t. 19, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2006, s. 369–476.
- Wierzowski M., *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2019.
- Woźniak R.P., *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2015.
- Wyrok Sądu Apelacyjnego w Katowicach z dnia 17 lipca 2015 roku, sygn. akt I ACa 279/15, Legalis nr 1348927.
- Wyrok Sądu Apelacyjnego w Katowicach z dnia 22 stycznia 2016 roku, sygn. akt I ACa 950/15, Legalis nr 1428014.

Registered pledge as a method of securing rights incorporated in bonds

Issuers are increasingly choosing to issue covered bonds. One form of bond security is the establishment of a registered pledge. If this form is selected in the case of rights issued in a series, it is necessary to establish a lien administrator. The administrator of the pledge acts on his behalf, but on behalf of the bondholders. In the event of a claim on the part of the debtor, to whom the issuer is in this relationship, the administrator may make a declaration of acquisition of the subject-matter of the lien on the property. There are divergent views in both doctrine and case-law as to the possibility of satisfying bondholders in this way.

Keywords: bonds, subject-matter of the lien, covered bonds, registered pledge, satisfaction of bondholders

JEL Classification: G32

