

## Wstęp

Tematem niniejszego opracowania są uprawnienia organizacyjne obligatariuszy. Mają one charakter dodatkowy i zabezpieczający wobec podstawowego prawa obligatariusza przyjmującego postać wierzytelności, której przedmiotem są najczęściej: świadczenie odpowiadające wartości nominalnej obligacji oraz odsetki. Funkcją praw organizacyjnych nie jest więc bezpośrednie zaspokojenie interesu majątkowego obligatariusza. Rolą organizacyjnych stosunków prawnych jest koordynacja zbiorowych działań obligatariuszy w celu ochrony ich podstawowych, czysto majątkowych uprawnień. Uprawnienia organizacyjne umożliwiają, po pierwsze, lepszy nadzór nad sytuacją finansową emitenta oraz szybkie i skoordynowane reagowanie w sytuacji, gdy wspomniana sytuacja zaczyna zagrażać majątkowym interesom obligatariuszy. Po drugie, umożliwiają one dostosowanie treści czysto majątkowych uprawnień obligatariuszy do zmieniających się okoliczności, a w szczególności pogarszającej się sytuacji finansowej emitenta. Uprawnienia organizacyjne obligatariuszy w ramach konkretnego stosunku prawnego występują z różnym natężeniem, zależnie od treści warunków emisji. W różnym stopniu są one także wykorzystywane – zależnie od indywidualnej sytuacji emitenta i potencjalnego ryzyka jego niewypłacalności. Nie zmienia to jednak faktu, że organizacyjne stosunki prawne obligatariuszy są wspólną i jednocześnie najbardziej kontrowersyjną cechą nowoczesnego prawa o obligacjach.

W tradycyjnej, polskiej literaturze przedmiotu dominowało uproszczone pojmowanie obligacji jako dłużnych papierów wartościowych inkorporujących po prostu wierzytelność wobec emitenta. Rozważania doktrynalne, dotyczące prawa o obligacjach, wpisywały się w klasyczny nurt prawa zobowiązań i papierów wartościowych, koncentrując się przede wszystkim na problematyce emisji obligacji oraz obrotu nimi, a także egzekucji i zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji. Sytuacja taka nie może dziwić, skoro do 2015 r. polskie ustawy o obligacjach nie przewidywały instytucji zgromadzenia obligatariuszy jako nowoczesnego mechanizmu zmiany warunków emisji obligacji. Nie bez znaczenia jest też fakt istotnego niedorozwoju polskiego rynku kapitałowego w zakresie dłużnych i nieskarbowych instrumentów finansowych. Dla polskich przedsiębiorców podstawowym źródłem finansowania dłużnego pozostaje instytucja kredytu bankowego. Z tej przyczyny nie były w praktyce wykorzystywane takie instytucje jak np. konstrukcja wspólnego przedstawiciela obligatariuszy (banku-reprezentanta). W rozważaniach doktrynalnych pomijano więc także niewralgiczną problematykę jaką jest koordynacja działań obligatariuszy w zakresie monitorowania sytuacji finansowej emitenta.

Tradycyjna literatura przedmiotu nie doceniała w wystarczającym stopniu pojawiającej się potrzeby pozasądowej restrukturyzacji zobowiązań z obligacji. W praktyce finansowanie dłużne pozyskane przez spółkę za pomocą emisji obligacji stanowi istotną część zobowiązań spółki kapitałowej. W konsekwencji obligatariusze ponoszą znaczną część jej ryzyka kredytowego. W przypadku niewykonania zobowiązań z niezabezpieczonych obligacji podjęcie próby przymusowej egzekucji wierzytelności z obligacji z reguły prowadzi do zainicjowania przez emitenta sądowych postępowań restrukturyzacyjnych albo upadłościowych. Postępowania te bywają nie tylko nieefektywne z punktu widzenia wielkości odzyskanych przez obligatariuszy należności, ale także same w sobie powodują trwałe uszczerbek reputacyjny dla emitenta. Do pewnego stopnia, zarówno w interesie emitenta, jak i w interesie obligatariuszy leży pozasądowa restrukturyzacja zobowiązań z obligacji w celu uniknięcia formalnej niewypłacalności emitenta. Na przeszkodzie dla przeprowadzenia takiej operacji najczęściej stają trudności związane z koordynacją zbiorowych działań obligatariuszy. Podstawową funkcją organizacyjnych stosunków prawnych obligatariuszy jest więc możliwość koordynacji zbiorowych działań obligatariuszy. Pozwala to na prowadzenie nadzoru nad emitentem oraz na zmianę treści zobowiązań wynikających z obligacji, jeśli zajdzie taka potrzeba.

Podstawowa specyfika obligacji jako dłużnych papierów wartościowych polega na tym, że w ramach stosunku prawnego z nich wynikającego po stronie wierzycielskiej występuje najczęściej wielu wierzycieli. Kreuje to zupełnie specyficzne problemy, które nie występują w przypadku dłużnego finansowania przedsiębiorców przez instytucje bankowe. W praktyce podmiotem uprawnionym z obligacji najczęściej nie jest jeden podmiot, ani nawet zamknięty krąg podmiotów, które utrzymują ze sobą relacje. Krąg obligatariuszy często składa się z wielu niepowiązanych ze sobą podmiotów, które są względem siebie stosunkowo anonimowe. Kreuje to wiele problemów związanych z tzw. działaniami zbiorowymi, do których należy problem racjonalnej pasywności obligatariuszy oraz trudności w podjęciu wspólnej decyzji. Jednym z podstawowych problemów ekonomicznych i zarazem regulacyjnych dotyczących obligacji jest więc nieefektywność zbiorowych działań obligatariuszy w zakresie nadzorowania sytuacji finansowej emitenta, reagowania na problemy finansowe emitenta, a w końcu dostosowywania treści stosunku prawnego wynikającego z obligacji do zmieniających się uwarunkowań.

Trudności w podjęciu wspólnej i racjonalnej decyzji o nadzorowaniu sytuacji emitenta lub restrukturyzacji jego zobowiązań określane są w literaturze mianem *hold out problem* oraz *hold up problem*. Pierwszy z tych problemów wynika z braku koordynacji działań wszystkich obligatariuszy i komunikacji między nimi. Sprowadza się on do braku zgody ze strony poszczególnych obligatariuszy na działania, które leżą w ogólnym interesie wszystkich obligatariuszy. Poszczególni obligatariusze mogą nie zgadzać się na dodatkowe działania we wspólnym interesie (np. restrukturyzację zobowiązań z obligacji) i ponoszenie ich „kosztów” (np. wynikających z ograniczenia praw wynikających z obligacji) z uwagi na ich indywidualny interes. Często liczą oni na to, że pozostali obligatariusze wezmą na siebie całość kosztów tej restrukturyzacji i dzięki

temu pasywni obligatariusze odniosą korzyść z udanej restrukturyzacji, nie ponosząc jej kosztów. W praktyce, rozpowszechnienie się tego rodzaju taktyki pośród obligatariuszy z reguły prowadzi do szkodliwej dla wszystkich sytuacji, w której w ogóle nie dochodzi do restrukturyzacji.

Niniejsza książka jest pierwszą w polskiej doktrynie próbą kompleksowej analizy wszystkich organizacyjnych stosunków prawnych obligatariuszy. Stosunkowo obfita literatura poświęcona nowej ustawie o obligacjach z 2015 r. ma bowiem charakter przede wszystkim komentatorski oraz wrywkowy. Koncentruje się ona na praktycznych aspektach funkcjonowania zgromadzenia obligatariuszy jako nowej instytucji prawnej. Moim celem było osadzenie tej problematyki w szerszym kontekście systemowym i funkcjonalnym. Kompetencje zgromadzenia obligatariuszy i uprawnienia obligatariuszy w ramach tego zgromadzenia należało osadzić w perspektywie całego systemu uprawnień organizacyjnych obligatariuszy oraz problematyki pozasądowej restrukturyzacji zobowiązań z obligacji. Centralnym przedmiotem niniejszej publikacji jest więc dogmatycznoprawna analiza uprawnień organizacyjnych obligatariuszy na gruncie polskiej ustawy o obligacjach z 2015 r. Problematyka ta przeanalizowana została przy wykorzystaniu pogłębionej refleksji prawnoporównawczej oraz funkcjonalnej.

Rozwój polskiego rynku obligacji emitowanych przez spółki kapitałowe niewątpliwie ujawnia pierwsze problemy związane z trudnościami finansowymi emitentów oraz potrzebą ich efektywnego rozwiązywania. Można zaryzykować twierdzenie, że od efektywności funkcjonowania uprawnień organizacyjnych obligatariuszy oraz mechanizmów prywatnoprawnej restrukturyzacji zobowiązań emitentów obligacji zależy to, by dobrze dla inwestorów problemy takich spółek, jak np. GetBack S.A. zdarzały się jak najrzadziej. Jednocześnie dla cywilisty zafascynowanego wolną przedsiębiorczością analizowana w tej pracy problematyka stanowi wdzięczne pole dla badań nad zdolnością prywatnoprawnych mechanizmów do rozwiązywania złożonych problemów gospodarczych bez bezpośredniej ingerencji organów władzy państwowej.

Pierwsze dwa rozdziały opracowania mają charakter wprowadzający. Ich celem jest osadzenie dalszych rozważań w siatce pojęciowej i instytucjonalnej ustawy o obligacjach. Uprawnienia organizacyjne obligatariuszy mają charakter uboczny wobec podstawowych uprawnień obligatariuszy. Nie sposób więc przeprowadzić szczegółowej analizy problematyki praw organizacyjnych obligatariuszy bez ogólnego omówienia ich praw podstawowych i zasadniczych instytucji ustawy o obligacjach. W rozdziale III przedstawiono podstawowe problemy nieefektywności działań zbiorowych obligatariuszy. Wykazano tam, że organizacyjne stosunki prawne stanowią próbę mitygowania tych nieefektywności poprzez koordynację działań obligatariuszy w zakresie nadzoru nad sytuacją finansową emitenta oraz restrukturyzacji zobowiązań emitenta. Rozdział IV poświęcony jest instytucji wspólnego przedstawiciela obligatariuszy jako metody na koordynację działań obligatariuszy w zakresie nadzoru nad sytuacją emitenta. Rozdział V dotyczy ogólnej problematyki pozasądowej restrukturyzacji zobowiązań emitenta wynikających z obligacji. Rozdział VI rozwija i uszczegóławia tę

problematykę poprzez analizę unormowań dotyczących zgromadzenia obligatariuszy jako centralnej instytucji umożliwiającej efektywną zmianę treści podstawowych praw wynikających z obligacji. Wreszcie ostatni rozdział VII omawia problematykę uprawnień obligatariuszy w zakresie obrotu i wykupu obligacji, a w szczególności organizacyjnych ograniczeń kompetencji obligatariuszy do żądania przedterminowego wykupu obligacji.

Podstawowe hipotezy badawcze niniejszego opracowania sprowadzają się do dwóch twierdzeń: po pierwsze, że uprawnienia obligatariuszy związane z funkcjonowaniem zgromadzenia obligatariuszy są tylko wycinkiem szerszego systemu praw organizacyjnych obligatariuszy; po drugie, że uprawnienia organizacyjne obligatariuszy mają znaczenie nie tylko w kontekście restrukturyzacji zobowiązań emitenta wynikających z obligacji, ale pełnią także funkcję prewencyjną w zakresie koordynacji działań obligatariuszy, w ramach nadzoru nad sytuacją finansową emitenta.

Poznań, październik 2018 r.

*Tomasz Sójka*