

# Jak ułatwić dochodzenie wierzytelności obligatariuszy

Administrator zabezpieczeń powinien być podmiotem, który w przypadku gdy emitent np. obligacji nie wywiązuje się ze zobowiązań, a ustanowił wcześniej zabezpieczenie na rzecz obligatariuszy, działa w imieniu wierzycieli, pomagając im odzyskać wierzytelność. W praktyce zasada ta często nie działa, gdyż prawo nie wskazuje, jak sfinansować koszty windykacji. Zmiany w prawie wydają się zatem niezbędne.

By zabezpieczyć interesy obligatariuszy, spółki emitujące obligacje często ustanawiają zabezpieczenia wierzytelności wynikających z tych papierów wartościowych. Mogą one przyjąć różne formy prawne, takie jak hipoteka, zastaw rejestrowy, weksel czy poręczenie. Ze względów praktycznych zabezpieczenie ustanawiane jest zwykle na rzecz podmiotu, który ma reprezentować interesy obligatariuszy – administratora zabezpieczeń. W przypadku problemów emitenta ze spłatą zobowiązań to właśnie rolą administratora jest dochodzenie zaspokojenia przysługujących obligatariuszom wierzytelności z ustanowionych zabezpieczeń. Wiąże się to z koniecznością wykonania określonych czynności: uzyskania tytułów egzekucyjnych przeciwko emitentowi, następnie tytułów wykonawczych, a finalnie wszczęcia i prowadzenia egzekucji z przedmiotów poszczególnych zabezpieczeń.

W praktyce oznacza to z reguły konieczność wszczęcia i prowadzenia nierządka

długotrwałych i kosztownych postępowań, w których administrator działa jako zastępca pośredni, co oznacza, że występuje (np. przed sądami powszechnymi) w imieniu własnym, lecz w interesie i na rzecz obligatariuszy. Przepisy w aktualnym brzmieniu w żaden sposób nie różnicują przy tym administratora w kwestii kosztów opłat sądowych i egzekucyjnych – jest on zobowiązany do ich poniesienia w

tów sądowych na podstawie indywidualnej decyzji sądu w odniesieniu do konkretnego postępowania (wnioski tego rodzaju są niestety w znacznej części oddalane), administratorowi pozostaje zwrócić się o finansowanie do emitenta, pokryć te wydatki z własnych środków lub zwrócić się o finansowanie do obligatariuszy.

W praktyce żadna z tych metod nie działa. Emitent w naturalny sposób nie chce

obowiązujące przepisy nie przewidują takiego obowiązku, z czego często korzystają emitenci, dążąc do maksymalnego ograniczenia kosztów emisji obligacji. Presji tej często ulegają domy maklerskie.

Pozostaje zatem trzecia możliwość, tj. zwrócenie się o finansowanie do obligatariuszy. Ci jednak z racji już poniesionych strat (brak spłaty odsetek i wykupu obligacji) nie chcą ponosić kolejnych obciążeń. W praktyce

miotów o porównywalnych lub zbliżonych funkcjach lub wprowadzenie instytucji opłaty wstępnej.

Dostrzegając różnice systemowe pomiędzy tymi podmiotami, w niektórych zakresach pewnym punktem odniesienia mogłyby być status przyznany przez aktualne przepisy syndykowi masy upadłości. Ten bowiem, analogicznie do administratora, występuje w imieniu własnym, lecz na rzecz osoby trzeciej, w tym przypadku – upadłego. Nie musi jednak ponosić kosztów sądowych z własnych środków, bowiem należą one do kosztów postępowania upadłościowego, pokrywanych z masy upadłości. W przypadku braku środków w masie upadłości przewidziano odpowiednie mechanizmy umożliwiające syndykowi wykonywanie jego ustawowych obowiązków bez sięgania do jego środków prywatnych.

Drugie z proponowanych rozwiązań polega na pobieraniu od administratora (zamiast np. opłaty od pozwu) opłaty wstępnej, nawiązującej konstrukcyjnie do opłaty tymczasowej w rozumieniu art. 15 ustawy o kosztach sądowych w sprawach cywilnych. O ile jednak w przepisie tym dopuszcza się opłatę tymczasową w przypadku niemożności określenia wartości przedmiotu sporu (od którego ta opłata zależy), o tyle postulowane rozwiązanie polegałoby na wpłacie określonej kwoty („zaliczki”) niezależnie od wartości przedmiotu sporu. Po wygranej pozostała część

kosztów, w tym opłata od pozwu, pomniejszałaby sumę uwzględnionego roszczenia.

Konkludując, choć instytucja administratora zabezpieczeń jest niezwykle ważna z perspektywy komfortu oraz bezpieczeństwa osób inwestujących w papiery wartościowe (np. obligatariuszy), przepisy ją regulujące są dalekie od ideału. Zagwarantowanie niezależności finansowej administratora zabezpieczeń względem emitenta umożliwiłoby zapewnienie obligatariuszom odpowiedniej ochrony prawnej poprzez podejmowanie działań mających na celu odzyskanie zainwestowanych środków w największym możliwym stopniu. ©

Choć instytucja administratora zabezpieczeń jest niezwykle ważna z perspektywy komfortu oraz bezpieczeństwa osób inwestujących w papiery wartościowe, przepisy ją regulujące są dalekie od ideału.

całości. W zależności od przedmiotu zabezpieczenia i wartości przedmiotu sporu opłaty te mogą sięgać dziesiątków, a nawet setek tysięcy złotych. Niestety, przepisy regulujące działanie administratora nie wskazują, w jaki sposób i przez kogo tego rodzaju opłaty mają być finansowane.

Tu pojawia się ogromny problem praktyczny. Mianowicie w większości przypadków administrator nie dysponuje środkami powierzonymi mu na taki cel ani przez emitenta, ani przez obligatariuszy. W rezultacie, o ile nie zostanie zwolniony z obowiązku uiszczenia kosz-

finansować podejmowanych przeciwko niemu czynności prawnych. Administrator zastawu z kolei nie ma motywacji (ani obowiązku), by ponosić ryzyko finansowe związane z finansowaniem kosztów dochodzenia roszczeń – nie jest w końcu ani obligatariuszem, ani wierzycielem osobistym emitenta. Rozwiązaniem mogłoby tu być uprzednie wyposażenie administratora w odrębną, powierzoną mu przez emitenta wyłącznie w tym celu kaucję, która mogłaby być wykorzystana w przypadku konieczności prowadzenia działań windykacyjnych przeciwko emitentowi. Niestety,

na wpłatę celem sfinansowania kosztów postępowania sądowych i egzekucyjnych rzadko decydują się wszyscy obligatariusze. Może to prowadzić albo do niemożności pokrycia stosownej opłaty sądowej lub egzekucyjnej w ogóle (co uniemożliwia administratorowi działanie na rzecz obligatariuszy), albo do finansowania tych opłat kosztem jedynie części z nich (tj. tych obligatariuszy, którzy zdecydowali się je sfinansować).

Jak rozwiązać problem finansowania? Nasuwają się dwie opcje: zrównanie uprawnień administratora zabezpieczeń z uprawnieniami innych pod-



**Sergiusz Kielian**  
radca prawny, współnik Kancelarii Prawnej Kielian i Wspólnicy

FOT. MAT. PRASOWE



**Szymon Jelonek**  
aplikant radcowski, pracownik Kancelarii Prawnej Kielian i Wspólnicy

FOT. MAT. PRASOWE