



# **P**APIERY WARTOŚCIOWE **BEZ PAPIERU**

forma, przenoszenie i zabezpieczenia

## **Spis treści**

<b>Papiery wartościowe bez papieru</b> Marcin Pietkiewicz	3
<b>Zastaw na „akcji rejestrowej”</b> Artur Bednarski, Marcin Pietkiewicz	7
<b>Jak ustanawiać zabezpieczenia na certyfikatach inwestycyjnych zamkniętych funduszy inwestycyjnych</b> Mateusz Tusznió, Marcin Pietkiewicz	12
<b>Autorzy</b>	17
<b>O kancelarii</b>	18

## Papiery wartościowe bez papieru

MARCIN PIETKIEWICZ

**Koniec roku 2019 był swoistą cezurą w procesie legislacyjnym dotyczącym odejścia od dokumentu jako nośnika papierów wartościowych wykorzystywanych do pozyskiwania finansowania na rynkach kapitałowych. Obligacje, certyfikaty inwestycyjne, listy zastawne, akcje i warranty subskrypcyjne pożegnały się albo pożegnają się już wkrótce z dokumentem jako materialnym nośnikiem.**

Choć regulacje dotyczące formy istnienia i ewidencjonowania tych papierów wartościowych znacznie się do siebie upodobniły, nadal istnieć będzie wiele różnic wynikających albo z innej podstawy dla ich emisji, albo ze sposobu, w jaki dokonuje się nimi obrotu.

### Próba usystematyzowania

Papiery wartościowe powszechnie występujące w obrocie na rynkach kapitałowych, które będą emitowane na podstawie nowych przepisów, można podzielić w następujący sposób:

1. papiery wartościowe dopuszczone do obrotu zorganizowanego, np. na rynku regulowanym, które z tego względu muszą zostać zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych prowadzonym zgodnie z przepisami ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi („depozyt papierów wartościowych”). Do tej kategorii należą wszystkie papiery wartościowe, takie jak akcje, obligacje, certyfikaty inwestycyjne, które zostały dopuszczone do obrotu zorganizowanego;
2. papiery wartościowe niedopuszczone do obrotu zorganizowanego, które zgodnie z przepisami określającymi zasady ich emisji muszą zostać zarejestrowane w depozycie papierów wartościowych. Tu znajdują się obligacje, certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte oraz niektóre listy zastawne od dnia ich rejestracji w depozycie papierów wartościowych;
3. papiery wartościowe, które są zapisane w rejestrze albo ewidencji prowadzonych przez podmiot uprawniony na podstawie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi do prowadzenia rachunków papierów wartościowych. Posługując się pewnym uogólnieniem, do tej kategorii należyć będą akcje spółek akcyjnych i komandytowo-akcyjnych i emitowane przez nie warranty subskrypcyjne oraz, tylko czasowo, obligacje, certyfi-

katy inwestycyjne oraz listy zastawne do dnia ich rejestracji w depozycie papierów wartościowych.

Poza zaproponowanym podziałem pozostają papiery wartościowe, takie jak obligacje, certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte, listy zastawne wyemitowane przed 1 lipca 2019 r., które mogą pozostać w dotychczasowej formie, tj. w postaci dokumentu albo wpisu do ewidencji tych papierów, które nie będą przedmiotem analizy w ramach tego artykułu.

### **Zdematerializowane papiery wartościowe**

Pierwsze dwie kategorie papierów wartościowych mają wspólne zasady dotyczące ich rejestrowania, obrotu i identyfikowania uprawnionych z tych papierów. W ich przypadku kluczową instytucją jest rachunek papierów wartościowych prowadzony przez podmiot do tego uprawniony zgodnie z ustawą o obrocie instrumentami finansowymi.

Przeniesienie prawa z tych papierów wartościowych wiąże się z koniecznością zapisania ich na rachunku papierów wartościowych prowadzonym dla nabywcy. Zapis jest konieczny, aby osoba, dla której rachunek jest prowadzony, mogła się legitymować jako posiadacz papierów wartościowych tam odnotowanych, otrzymywać z nich pożytki i wykonywać prawa w nich inkorporowane.

### **Rejestracja przejściowa**

W przypadku obligacji, certyfikatów inwestycyjnych oraz listów zastawnych przepisy przewidują formę przejściową ich funkcjonowania i rejestracji. Po między zakończeniem ich emisji i powstaniem prawa z papieru wartościowego a dniem ich rejestracji w depozycie papierów wartościowych istnieją one jako wpis w ewidencji prowadzonej przez agenta emisji, będącego firmą inwestycyjną uprawnioną do prowadzenia rachunków papierów wartościowych albo bankiem powierniczym. W tym okresie prawa z takich papierów wartościowych powstają z chwilą dokonania zapisu w ewidencji osób uprawnionych z papierów wartościowych prowadzonej przez agenta emisji i przysługują osobom wskazanym w tej ewidencji. W konsekwencji umowa zobowiązująca do przeniesienia tych papierów wartościowych przenosi je z chwilą dokonania wpisu w ewidencji.

### **Rejestr akcjonariuszy**

System rejestrowania papierów wartościowych z dwóch pierwszych kategorii był inspiracją dla zasad dotyczących rejestrowania i identyfikowania posiadaczy akcji emitowanych przez spółki akcyjne i komandytowo-akcyjne.

Kluczową instytucją dla nowych zasad funkcjonowania akcji w obrocie prawnym będzie rejestr akcjonariuszy prowadzony na zlecenie ich emitenta. Podmiotami uprawnionymi do prowadzenia rejestru są podmioty uprawnione do prowadzenia rachunków papierów wartościowych zgodnie z ustawą o obrocie instrumentami finansowymi. Jest to krąg szerszy niż podmioty, które mogą pełnić funkcję agenta emisji obligacji lub certyfikatów inwestycyjnych, a należy do niego chociażby Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych.

Wpis do rejestru akcjonariuszy ma charakter konstytutywny, a bez niego powoływanie się na prawa z akcji nie będzie możliwe. Wynika to z zasady (przyjętej na wzór regulacji papierów wartościowych zapisywanych na rachunkach papierów wartościowych), że nabycie akcji albo ustanowienie na akcjach ograniczonego prawa rzeczowego, poza wyjątkowymi przypadkami, następuje z chwilą dokonania w rejestrze akcjonariuszy wpisu wskazującego nabywcę, zastawnika albo użytkownika akcji.

Kodeks spółek handlowych daje spółkom możliwość zarejestrowania emitowanych akcji nie w rejestrze prowadzonym przez firmę inwestycyjną czy bank powierniczy, ale w depozycie papierów wartościowych. Decyzję o wyborze podmiotu, który ma prowadzić rejestr akcjonariuszy, albo o rejestracji akcji | w depozycie papierów wartościowych, podejmuje walne zgromadzenie akcjonariuszy spółki. Akcje tej samej spółki nie mogą być przy tym zarejestrowane jednocześnie w rejestrze akcjonariuszy i depozycie papierów wartościowych. Skutkiem zarejestrowania akcji spółki, która nie jest spółką publiczną, w depozycie papierów wartościowych jest to, że do ich rejestracji i obrotu będą stosowane zasady dotyczące zdematerializowanych papierów wartościowych.

### **Zmiany, zmiany...**

Konsekwencją przyjęcia nowych zasad rejestrowania akcji jest zmiana definicji spółki publicznej. Obecnie spółką publiczną jest wyłącznie spółka, której co najmniej jedna akcja jest dopuszczona do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzona do obrotu w alternatywnym systemie obrotu w Polsce. Natomiast samo zarejestrowanie akcji spółki w depozycie papierów wartościowych nie czyni jej spółką publiczną, co miało miejsce poprzednio. Spółki publiczne nie będą miały wyboru co do miejsca rejestracji akcji i będą musiały zarejestrować wszystkie akcje, w tym te niedopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, w depozycie papierów wartościowych.

Ustawodawca zdecydował również, aby nowe przepisy o akcjach zapisanych w rejestrze akcjonariuszy stosować odpowiednio do warrantów subskrypcyjnych, świadectw użytkowych, świadectw założycielskich i innych tytułów

uczestnictwa w dochodach lub podziale majątku spółki. Będzie to miało wpływ na chętnie stosowane w praktyce rynkowej programy motywacyjne dla pracowników spółki, które bardzo często wykorzystują instrument warrantów subskrypcyjnych.

Zdecydowana większość nowych przepisów Kodeksu spółek handlowych dotyczących zmiany formy akcji wchodzi w życie 1 stycznia 2021 r. Również w tym dniu utracą moc dotychczas wydane dokumenty akcji. Emitenci muszą kilkakrotnie wzywać swych akcjonariuszy, aby złożyli oni dokumenty w spółce celem ich przyszłego wpisania do rejestru. Jest to bardzo ważne, ponieważ 1 stycznia 2021 r. moc obowiązująca dokumentów akcji wydanych przez spółkę wygasa z mocy prawa, a uzyskują moc prawną wpisy w rejestrze akcjonariuszy. Pierwszego wezwania spółki muszą dokonać do 30 czerwca 2020 r.

Przedstawione powyżej zmiany należy ocenić pozytywnie. Elektroniczna forma zapisu papierów wartościowych wydaje się w dzisiejszych czasach naturalna, a częściowe ujednoczenie zasad rejestrowania papierów wartościowych oraz przenoszenia praw i ustanawiania na nich ograniczonych praw rzeczowych będzie ułatwieniem dla rynku. Oczywiście nowe zasady mogą na początku stanowić dodatkowe obciążenie administracyjno-prawne dla niektórych emitentów, zwłaszcza tych mniejszych. Ta obawa w przypadku mniejszych spółek akcyjnych może chociażby skłaniać je do podjęcia rozważań na temat zmiany formy prawnej spółki na taką, która tym zasadom nie podlega.

*Marcin Pietkiewicz, radca prawny, praktyka rynków kapitałowych i instytucji finansowych kancelarii Wardyński i Wspólnicy*

## Zastaw na „akcji rejestrowej”

ARTUR BEDNARSKI, MARCIN PIETKIEWICZ

**1 stycznia 2021 r. wejdą w życie przepisy, które wprowadzają nowe zasady funkcjonowania w obrocie prawnym akcji spółek akcyjnych i komandytowo-akcyjnych. Nastąpi odejście od tradycyjnie rozumianego dokumentu akcji wydawanego w formie papierowej, pełniącego rolę nośnika praw inkorporowanych w akcjach, na rzecz elektronicznego zapisu w rejestrze prowadzonym przez uprawnioną do tego instytucję finansową. Istotnie zmieni to zasady ustanawiania zastawów na akcjach i niewątpliwie wpłynie na już istniejące zabezpieczenia, wymuszając wprowadzenie do nich odpowiednich modyfikacji zbliżających te zastawy do zastawów na akcjach w spółkach publicznych.**

Zagadnienie ma duże znaczenie dla rynku finansowania dłużnego, gdyż zastaw na akcjach jest częstym sposobem zabezpieczania wierzytelności wynikających z udzielonego długu. Podmioty finansujące spółkę często oczekują ustanowienia zabezpieczenia również na jej akcjach, co poprawia strukturę zabezpieczenia, dając potencjalną możliwość przejęcia kontroli nad dłużnikiem, a w dalszej perspektywie sprzedaży jego akcji prowadzącej do zaspokojenia wierzytelności. Zastaw na akcjach odgrywa również istotną rolę w transakcjach M&A, gdzie roszczenia wspólników lub sprzedających są zabezpieczane na akcjach pozostałych wspólników lub kupujących.

### Rejestr akcjonariuszy

Nowe regulacje zrywają z dotychczasową koncepcją papierowego dokumentu akcji jako podstawowego nośnika praw pozwalającego identyfikować akcjonariusza spółki, zastępując ją identyfikacją poprzez wpis w prowadzonym elektronicznie rejestrze. Kluczową instytucją dla nowych zasad funkcjonowania akcji w obrocie prawnym będzie rejestr akcjonariuszy prowadzony na zlecenie spółki przez instytucję finansową uprawnioną do prowadzenia rachunków papierów wartościowych.

W rejestrze wpisywane będą m.in. informacje identyfikujące akcje wyemitowane przez spółkę, posiadających je akcjonariuszy oraz informacje o ustanowieniu na akcji ograniczonego prawa rzeczowego takiego jak zastaw. Należy podkreślić, że w rejestrze wpisywane będą wszystkie rodzaje akcji emitowane przez spółkę, bez względu na to, czy będą to akcje na okaziciela, czy imienne. Oznacza to, że w miejsce odrębnych zasad ustanawiania zastawu na akcjach imiennych (w odniesieniu do których zastaw był odnotowywany w prowa-

dzanej przez zarząd księdze akcyjnej) oraz akcjach na okaziciela (który nie był odnotowywany, ale łączył się z koniecznością wydania dokumentów akcji) wprowadzony zostaje jednolity system umożliwiający bieżącą weryfikację istnienia obciążeń na akcjach oraz związanych z tym praw i ograniczeń.

Wpis do rejestru akcjonariuszy będzie dokonywany na wniosek akcjonariusza, zastawnika, użytkownika albo podmiotu, który ma w tym interes prawny. Do wniosku trzeba będzie dołączyć dokumenty uzasadniające dokonanie wpisu, np. umowę zastawniczą lub odpis z rejestru zastawów potwierdzające ustanowienie zastawu albo oświadczenie akcjonariusza potwierdzające ustanowienie wpisu. Podmiot prowadzący rejestr akcjonariuszy będzie zobowiązany do zbadania treści i formy dokumentów uzasadniających dokonanie wpisu. Nie będzie jednak badał zgodności z prawem oraz prawdziwości dokumentów uzasadniających dokonanie wpisu, w tym podpisów zbywcy akcji lub osób ustanawiających ograniczone prawo rzeczowe na akcji, chyba że powźmie w tym względzie uzasadnione wątpliwości. Przed zawarciem umowy zastawu strony powinny zatem rozważyć skonsultowanie jej treści z podmiotem prowadzącym rejestr, aby uniknąć komplikacji przy wpisie do rejestru.

Co ważne, ustawodawca zrezygnował z procedury sprzeciwu wobec wpisu do rejestru, jaka funkcjonowała przy dokonywaniu wpisów do księgi akcji imiennych. Zgodnie z regulacjami obowiązującymi do końca 2020 r. zarząd przed dokonaniem wpisu do księgi akcyjnej powinien poinformować osoby, których prawa doznają uszczerbku na skutek wpisu (poprzez wykreślenie albo obciążenie), i umożliwić im złożenie sprzeciwu. Wniesienie sprzeciwu uniemożliwia dokonanie wpisu aż do momentu uzyskania prawomocnego orzeczenia sądu. Takie rozwiązanie umożliwia skuteczne zablokowanie praw zastawnika np. w związku z przejęciem akcji w wykonaniu praw z zastawu.

Nowe przepisy znacząco modyfikują tę zasadę, rezygnując z prawa wniesienia sprzeciwu wobec planowanego wpisu w rejestrze. Przed dokonaniem wpisu podmiot prowadzący rejestr będzie musiał jednak poinformować o zamierzonym wpisie osobę, której on dotyczy. Czy jednak nowa konstrukcja prawna oznacza, że podmiot prowadzący rejestr akcjonariuszy nie może odmówić dokonania wpisu? Przepisy mogą budzić w tym względzie wątpliwości, zwłaszcza gdyby osoba, której wpis dotyczy, podnosiła zastrzeżenia co do zgodności z prawem oraz prawdziwości dokumentów, na podstawie których wpis ma być dokonany.

### **Skutki wpisu do rejestru**

Powyższe nabiera szczególnego znaczenia w kontekście charakteru wpisu do rejestru akcjonariuszy. Ustawodawca celowo posłużył się słowem „rejestr”



(zamiast np. „ewidencja”), aby podkreślić, że nie ma on wyłącznie charakteru informacyjnego. Nowe przepisy Kodeksu spółek handlowych przewidują, że nabycie akcji albo ustanowienie na niej ograniczonego prawa rzeczowego, poza wyjątkowymi przypadkami, następuje z chwilą dokonania w rejestrze akcjonariuszy wpisu wskazującego nabywcę, zastawnika albo użytkownika. Oznacza to, że wpis do rejestru ma charakter konstytutywny, a bez niego powoływanie się na prawa wynikające z ustanowionego zastawu nie będzie możliwe.

Konstytutywny charakter wpisu i zniesienie formy dokumentu akcji usunie szereg niegodności związanych z koniecznością przeniesienia posiadania dokumentów akcji imiennych lub wydania dokumentów akcji na okaziciela zastawnikowi, a następnie ich przechowywania przez okres trwania zastawu (np. zastawnik nie będzie musiał wydawać akcjonariuszowi akcji na okaziciela przed każdym walnym zgromadzeniem w celu wykonywania praw głosu z tych akcji).

Jednakże przypisanie wpisowi do rejestru charakteru konstytutywnego może budzić wątpliwość w kontekście ustawy o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów, która przewiduje, że dla ustanowienia zastawu rejestrowego wymagane jest zawarcie umowy zastawniczej oraz wpis zastawu do rejestru zastawów. Nowe przepisy Kodeksu spółek handlowych wprowadzają, co prawda, wyjątek od powyższej zasady, dotyczy on jednak sytuacji, gdy przejście akcji lub ustanowienie na niej ograniczonego prawa rzeczowego następuje z mocy prawa na skutek zajścia innego zdarzenia prawnego (np. dziedziczenia). Trudno odnosić ten wyjątek do wpisu zastawu do rejestru zastawów. Podobnie próby poszukiwania odpowiedzi w oparciu o reguły interpretacyjne, dające np. prymat przepisom szczególnym przed ogólnymi albo przepisom późniejszym przed wcześniejszymi, nie dają jednoznacznej odpowiedzi na powyższe pytanie. W tym kontekście pojawi się wątpliwość, czy zastaw wpisany do rejestru zastawów a niewpisany do rejestru akcjonariuszy (lub odwrotnie) rzeczywiście został ustanowiony.

### **Prawo głosu zastawnika**

Wprowadzenie rejestru akcjonariuszy istotnie zmodyfikuje zasady wykonywania prawa głosu z akcji będących przedmiotem zastawu.

Dotychczas uprawnionym do wykonywania prawa głosu był wyłącznie zastawnik akcji imiennych, pod warunkiem ujawnienia go w księdze akcyjnej. Zastawnik akcji na okaziciela nie mógł wykonywać prawa głosu inaczej niż na podstawie pełnomocnictwa (które często okazywało się bezprzedmiotowe, np. w przypadku sanacji zastawcy). Nowe zasady zrównują pozycję zastawnika z akcji na okaziciela z akcjami imiennymi, dopuszczając wykony-

wanie przez zastawnika prawa głosu ze wszystkich akcji, jeżeli przewiduje to umowa zastawu oraz zostało to wskazane w rejestrze akcjonariuszy.

Ustawodawca zdecydował się też na usunięcie przepisu uniemożliwiającego zastawnikowi wykonywanie prawa głosu z akcji spółki publicznej. Aktualnie prawo głosu przysługuje wyłącznie podmiotowi, na którego rachunku zapisano akcje (akcjonariuszowi), a zastawnik może wykonywać to prawo tylko na podstawie pełnomocnictwa. Po zmianach przepisy dopuszczają możliwość występowania przez zastawnika na walnym zgromadzeniu we własnym imieniu pod warunkiem, że przewiduje to umowa zastawu oraz na rachunku papierów wartościowych prowadzonym dla akcjonariusza dokonano wzmianki o ustanowieniu zastawu i upoważnieniu zastawnika do wykonywania głosu z akcji. Oznacza to, że zastawnik powinien zadbać o to, by akcjonariusz, składając w podmiocie prowadzącym dla niego rachunek papierów wartościowych dyspozycję blokady akcji obciążonych zastawem, wskazał w niej również informację o prawie zastawnika do głosowania z akcji.

### **Świadcstwo rejestrowe**

Rezygnacja z dokumentu w formie papierowej pozwalającego na identyfikację danej osoby jako akcjonariusza wymagała wprowadzenia nowego rozwiązania, które pozwoliłoby akcjonariuszom na wykazanie swych praw do akcji wobec osób innych niż spółka.

Na wzór świadectwa depozytowego wydawanego w stosunku do akcji spółek publicznych ustawodawca przewidział imienne świadectwo rejestrowe, które będzie wydawane przez podmiot prowadzący rejestr akcjonariuszy na żądanie akcjonariusza, zastawnika albo użytkownika uprawnionego do wykonywania prawa głosu z akcji. Akcjonariusz planujący zawrzeć umowę zastawu na posiadanych akcjach będzie musiał okazać przy zawarciu umowy zastawu imienne świadectwo rejestrowe, aby wykazać swe prawo do akcji wynikające ze wpisu do rejestru akcjonariuszy.

Skutkiem wydania świadectwa rejestrowego jest zablokowanie akcji w rejestrze przez prowadzącego rejestr. Oznacza to, że do czasu utraty ważności świadectwa albo jego zwrotu akcje w nim wskazane nie będą mogły być przedmiotem obrotu. Konieczność odnotowania blokady w związku z wydaniem świadectwa rejestrowego stanowi istotną wartość dodaną dla zastawników. Mogą oni bowiem w ten sposób uzyskać faktyczny zakaz zbywania akcji nawet bez ustanowienia zastawu rejestrowego na tych akcjach.

Należy również zwrócić uwagę, że funkcja świadectwa rejestrowego nie jest związana z prawem wykonywania głosu z akcji. Prawo to – czy to wykonywane przez akcjonariusza, czy to przez zastawnika – wynika wprost z samego wpisu w rejestrze akcjonariuszy. Zastawnik będzie mógł wykonywać prawo

głosu z akcji, jeżeli zostało ono wpisane do rejestru akcjonariuszy na co najmniej tydzień przed odbyciem walnego zgromadzenia, bez potrzeby uzyskiwania świadectwa rejestrowego. Nie oznacza to, że ze względów ostrożnościowych nie może on takiego świadectwa pobrać.

### **Akcje aportowe**

Zerwanie z formą papierową dokumentów akcji wpływa również na możliwość obciążenia akcji aportowych. Aktualnie możliwość ta jest wyłączona aż do zatwierdzenia sprawozdania finansowego za rok obrotowy, w którym nastąpiło pełne pokrycie akcji. Przy większych restrukturyzacjach w grupach kapitałowych może to prowadzić do wyłączenia z zakresu zastawu istotnej liczby akcji. Po zmianach ograniczenie to zostanie zniesione, a akcje aportowe będą mogły być przedmiotem zastawu od razu po ich emisji.

### **Kiedy zmiany**

Zdecydowana większość nowych przepisów wchodzi w życie 1 stycznia 2021 r. Również w tym dniu utracą moc dokumenty akcji. Dokumenty te zachowają jedynie ograniczoną moc dowodową (wobec spółki) przez okres 5 lat. Ustawodawca, zdając sobie sprawę z drastycznych skutków takiego rozwiązania, zobowiązał zarządy do publikacji aż pięciu ogłoszeń wzywających do złożenia dokumentów akcji. Zastawnicy powinni się przygotować na liczne zgłoszenia od akcjonariuszy związane z nadchodzącymi zmianami i zabezpieczyć swoje prawa, wydając dokumenty akcji dla potrzeb przeprowadzenia procedury wpisu do rejestru akcjonariuszy. Powinni też już teraz rozważyć, jakich zmian będzie wymagała istniejąca umowa zastawu po wejściu w życie nowych przepisów.

### **Podsumowanie**

Wprowadzenie rejestru akcjonariuszy jest elementem szerszej reformy przepisów dotyczących papierów wartościowych używanych w obrocie na rynku kapitałowym w Polsce (akcji, obligacji, certyfikatów inwestycyjnych), która zastępuje tradycyjną formę papierów wartościowych formą elektronicznego zapisu. Ułatwi ona identyfikację akcjonariuszy oraz osób posiadających ograniczone prawa rzeczowe do akcji i wprowadzi szereg innowacji, których zastawcy i zastawnicy powinni być świadomi i na które powinni się przygotować już teraz.

*Artur Bednarski, adwokat, praktyka bankowości i finansowania projektów kancelarii Wardyński i Wspólnicy*

*Marcin Pietkiewicz, radca prawny, praktyka rynków kapitałowych i instytucji finansowych kancelarii Wardyński i Wspólnicy*

# Jak ustanawiać zabezpieczenia na certyfikatach inwestycyjnych zamkniętych funduszy inwestycyjnych

MATEUSZ TUSZNIÓ, MARCIN PIETKIEWICZ

**W 2019 r. weszły w życie regulacje prawne przewidujące obowiązkową dematerializację certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez zamknięte fundusze inwestycyjne, także tych, które nie są przedmiotem oferty publicznej ani nie są dopuszczone do zorganizowanego rynku obrotu. Nowo emitowane certyfikaty nie będą już mogły być wydawane jako dokument ani funkcjonować jako wpis w ewidencji certyfikatów inwestycyjnych prowadzonej przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Będą musiały zostać zapisane w depozycie papierów wartościowych prowadzonych przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW). Przepisy te zostały następnie uzupełnione o zasady prowadzenia rejestru certyfikatów inwestycyjnych przez agenta emisji przed ich rejestracją w KDPW. Ta zasadnicza zmiana niesie za sobą szereg praktycznych i formalnych konsekwencji istotnych dla ustanawiania i egzekwowania zabezpieczeń na certyfikatach inwestycyjnych.**

W poprzednim stanie prawnym ustanowienie zastawu (zarówno rejestrowego, finansowego jak i cywilnego) na certyfikatach inwestycyjnych wymagało zawarcia umowy zastawu, zaś dla zastawu rejestrowego dodatkowo wymagany był wpis do rejestru zastawów. Ponieważ w większości przypadków na certyfikaty inwestycyjne nie wydawano dokumentów, a funkcjonowały one jako papiery wartościowe zarejestrowane w ewidencji uczestników funduszu prowadzonej przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, to o ustanowieniu zastawów należało również powiadomić towarzystwo zarządzające funduszem emitującym zastawione certyfikaty.

Obecnie proces ustanawiania zastawu na certyfikatach inwestycyjnych może przebiegać dwojako, zależnie od tego, czy zastaw ma być ustanowiony już od samego początku powstawania papierów wartościowych, czy dopiero po ich rejestracji w KDPW.

## **Wpis w ewidencji osób uprawnionych z papierów wartościowych**

Istotną rolę w procesie ustanawiania zabezpieczenia na nowo emitowanych certyfikatach pełni agent emisji, który jako dom maklerski albo bank czuwa nad tym, aby emisja certyfikatów przebiegała zgodnie z prawem. Przede

wszystkim do czasu rejestracji certyfikatów w KDPW agent emisji musi prowadzić ewidencję osób uprawnionych z papierów wartościowych. Wpis w ewidencji ma kluczowe znaczenie dla określenia osób będących właścicielami papierów wartościowych, gdyż umowa zobowiązująca do przeniesienia tych papierów wartościowych przenosi je z chwilą dokonania wpisu w ewidencji.

W związku z powyższym wydaje się, że wpis zastawu w ewidencji certyfikatów inwestycyjnych prowadzonej przez agenta emisji jest obligatoryjny. Pojawia się jednak pytanie, czy zastaw będzie skuteczny, jeśli agent emisji nie odnotuje ustanowienia tego ograniczonego prawa rzeczowego na certyfikatach inwestycyjnych. W odniesieniu do zastawu rejestrowego można się zastanawiać, czy wystarczającą przesłanką dla skuteczności ustanowienia zastawu nie jest wpis do rejestru zastawów. Jednak nie zmienia to faktu, że ze względów praktycznych rekomendowane jest, aby agent emisji został zawiadomiony na piśmie o ustanowieniu zastawu i potwierdził ten fakt również na piśmie.

### **Certyfikaty inwestycyjne zapisane na rachunku papierów wartościowych**

Ustanowienie zastawu na certyfikatach inwestycyjnych już zarejestrowanych w KDPW będzie przebiegać analogicznie jak w przypadku akcji spółki notowanej na giełdzie. Poza zawarciem umowy zastawu i jego rejestracją w rejestrze kluczowe jest odnotowanie zabezpieczenia na rachunku papierów wartościowych posiadacza certyfikatów inwestycyjnych poprzez ich zablokowanie przez prowadzącego ten rachunek. Odbywa się to na podstawie dyspozycji wystawionej przez posiadacza rachunku. Praktyka rynkowa w tym względzie jest dość dobrze wykształcona, a przepisy nie budzą znaczących wątpliwości.

Warto jednak zwrócić uwagę na kilka aspektów, które mogą zwiększyć poziom bezpieczeństwa prawnego zastawnika. Dla celów dowodowych i dla potrzeb potencjalnej egzekucji rekomendowane jest uzyskanie od domu maklerskiego prowadzącego rachunek papierów wartościowych świadectwa depozytowego potwierdzającego ustanowienie zastawów i zablokowanie możliwości obrotu certyfikatami w związku z obciążeniem certyfikatów zastawem. Warto zwrócić uwagę, że co do zasady wszelkie płatności, w tym także te, które ewentualnie ma otrzymać zastawnik (np. pożytki z zastawionych certyfikatów), będą wypłacane za pośrednictwem KDPW poprzez rachunek papierów wartościowych i przekazywane posiadaczowi rachunku (dłużnikowi), chyba że strony umowy zastawu postanowią inaczej.

## **Sklasyfikowanie przedmiotu zastawu rejestrowego**

Technicznym, ale ważnym aspektem jest poprawne sklasyfikowanie przedmiotu zastawu zgodnie z Katalogiem Sposobu Opisu Przedmiotów Zastawu. Katalog ten jest dość archaiczny i powinien zostać pilnie znowelizowany, aby uwzględnić prawne i technologiczne zmiany zachodzące w odniesieniu do papierów wartościowych. Na ten moment jedyną zasadną kategorią dla wpisu zastawu na certyfikatach inwestycyjnych wydaje się pozycja F6.

### **Czy informować TFI?**

Wobec zmiany regulacji pojawia się pytanie, czy nadal zawiadamiać o obciążeniu certyfikatów towarzystwo zarządzające funduszem inwestycyjnym, który je wyemitował. W naszej ocenie takie zawiadomienie jest uzasadnione, jako że fundusz inwestycyjny jako emitent może być dłużnikiem wobec posiadacza certyfikatów inwestycyjnych. Dodatkowo warto nałożyć na TFI zobowiązanie, by informował zastawnika o wszelkich zmianach lub rozwiązaniu umowy o pełnienie funkcji agenta emisji zawartej pomiędzy funduszem inwestycyjnym a agentem emisji, której stroną nie jest posiadacz certyfikatów. Ma to znaczenie do czasu rejestracji certyfikatów w KDPW i przeniesienia ich na indywidualny rachunek papierów wartościowych posiadacza. Zawiadomienie należy skierować do właściwego towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które zarządza danym funduszem inwestycyjnym emitującym certyfikaty.

### **„Dobezpieczenie” zastawu – dodatkowa blokada**

Do ustanowienia zabezpieczenia i egzekucji z zabezpieczeń na certyfikatach inwestycyjnych wyemitowanych po 1 lipca 2019 r. znajdują zastosowanie przepisy rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych z 30 maja 2018 r. Określa ono zasady postępowania firm inwestycyjnych w przypadku ustanawiania zabezpieczeń na instrumentach finansowych zapisanych na prowadzonych przez nie rachunkach.

Zgodnie z rozporządzeniem zastawnik może dodatkowo rozważyć ustanowienie w umowie zastawniczej odrębnego zabezpieczenia w postaci autonomicznej blokady zastawionych papierów wartościowych. Blokada uniemożliwia obrót certyfikatami, ale zastawnikowi udzielane jest dodatkowe pełnomocnictwo do sprzedaży zablokowanych certyfikatów za pośrednictwem domu maklerskiego. W umowie lub w odrębnym dokumencie należy więc zawrzeć pełnomocnictwo dla wierzyciela upoważniające do sprzedaży zablokowanych certyfikatów.



Typowo zaspokojenie na podstawie blokady przy użyciu wspomnianego pełnomocnictwa stanie się możliwe z chwilą naruszenia umowy kredytowej (lub innej umowy zabezpieczonej umową zastawniczą i blokadą). Warto zapoznać się z regulaminem danego domu maklerskiego, który może przewidywać dodatkowe wymagania dla udzielenia takiego pełnomocnictwa, szczególnie w zakresie formy (akt notarialny, podpisy poświadczone przez notariusza itp.). Blokada daje zastawnikowi możliwość pozaegzekucyjnego zaspokojenia wierzytelności. Dodatkowo w przypadku zastawu cywilnego i finansowego wprowadza prawny mechanizm uniemożliwiający obrót certyfikatami bez zgody zastawnika (przy zastawie rejestrowym można zastrzec zakaz zbywalności i wpisać go do rejestru zastawów, co powoduje nieważność zbycia przedmiotu zastawu wbrew woli zastawnika).

Rozporządzenie reguluje również techniczne aspekty związane z egzekucją z zabezpieczeń na certyfikatach inwestycyjnych. Jeżeli certyfikaty nie są papierami znajdującymi się w publicznym obrocie, to zasadniczo można zastosować także standardowe pozaegzekucyjne metody zaspokojenia z przedmiotu zastawu rejestrowego określone w ustawie o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów. Jest to przede wszystkim przejęcie certyfikatów na własność lub ich sprzedaż w drodze przetargu publicznego przeprowadzonego przez notariusza lub komornika. Z uwagi jednak na rejestrację certyfikatów w KDPW zaspokojenie zastawnika nawet przy zastosowaniu wyżej wskazanych metod będzie musiało być przeprowadzone przy udziale podmiotu prowadzącego rachunek papierów wartościowych, na którym zapisane są certyfikaty.

Rozporządzenie zawiera regulacje umożliwiające udział podmiotu prowadzącego rachunek papierów wartościowych w takich pozaegzekucyjnych sposobach zaspokojenia zastawnika. Przykładowo jeżeli zaspokojenie zastawnika polega na przejęciu instrumentów finansowych na własność na warunkach określonych w przepisach ustawy o zastawie rejestrowym, firma inwestycyjna prowadząca rachunek, na którym zapisane są certyfikaty, na żądanie zastawnika złożone w dacie wymagalności wierzytelności niezwłocznie przenosi certyfikaty na rzecz zastawnika. Wartość przejętych instrumentów finansowych ustala się zgodnie z zasadami określonymi ustawą o zastawie rejestrowym (w praktyce zasady ustalenia wartości przejęcia zawarte są w treści umowy zastawniczej, jednakże sam wybór konkretnej metody wyceny umowa zwykle pozostawia do dyskrecyjnej oceny zastawnika). Natomiast gdy zaspokojenie zastawnika nastąpi przez sprzedaż instrumentów finansowych w drodze przetargu publicznego, firma inwestycyjna, na żądanie nabywcy złożone w formie pisemnej i po przedstawieniu protokołu przebiegu przetargu, niezwłocznie przenosi instrumenty finansowe na rzecz nabywcy.

Podmiot prowadzący rachunek papierów wartościowych, na którym zapisane są zastawione certyfikaty inwestycyjne, jest więc prawnie zobligowany do współpracy z zastawnikiem przy dokonywaniu zaspokojenia z zastawu na certyfikatach inwestycyjnych. Praktycznym problemem przy przejmowaniu certyfikatów na własność może być jedynie ustalenie wartości, po której certyfikaty zostaną przejęte na własność przez zastawnika. Zgodnie z orzecznictwem Sądu Najwyższego powinna być to zasadniczo wartość rynkowa. Do rozważenia są różne konstrukcje wyceny, np. użycie biegłego rzeczoznawcy lub też odwołanie się do wartości aktywów netto funduszu inwestycyjnego zamkniętego emitującego certyfikaty.

### **Ramy czasowe**

Nowe przepisy znajdują zastosowanie do certyfikatów inwestycyjnych wyemitowanych od 1 lipca 2019 r. W zakresie emisji już dokonanych, a także szczególnie co do zabezpieczeń na certyfikatach ustanowionych przed tą datą, zastosowanie znajdują przepisy dotychczasowe. Oznacza to, że nie trzeba dokonywać żadnych zmian w zakresie dokumentów zabezpieczenia na certyfikatach inwestycyjnych zawartych przed 1 lipca 2019 r.

\*\*\*

Podsumowując, zasady ustanawiania zabezpieczeń i egzekucji z zabezpieczeń na certyfikatach inwestycyjnych emitowanych przez fundusze inwestycyjne zamknięte uległy istotnej modyfikacji. W stosunku do zabezpieczeń ustanawianych na certyfikatach inwestycyjnych zapisanych w depozycie papierów wartościowych prowadzonym przez KDPW zasady te są analogiczne jak w przypadku zabezpieczeń na akcjach w spółkach publicznych. Podmioty uczestniczące w transakcji, w której zabezpieczeniem wiarytelności mają być certyfikaty inwestycyjne, powinny aktywnie współpracować z agentem emisji oraz podmiotem prowadzącym rachunek papierów wartościowych, na którym zapisane są certyfikaty inwestycyjne. Znacznie mniejsza rola niż dotychczas przypada towarzystwu zarządzającemu funduszem.

*Mateusz Tusznio, adwokat, praktyka bankowości i finansowania projektów kancelarii Wardyński i Wspólnicy*

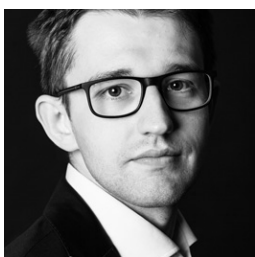
*Marcin Pietkiewicz, radca prawny, praktyka rynków kapitałowych i instytucji finansowych kancelarii Wardyński i Wspólnicy*



## Autorzy



**Artur Bednarski** zajmuje się prawem bankowym i finansowym oraz restrukturyzacją zadłużenia. Doradza kredytobiorcom i kredytodawcom w transakcjach typu acquisition finance, corporate finance, refinansowaniach oraz project finance. Uczestniczył w znaczących restrukturyzacjach zadłużenia (zarówno w ramach postępowania upadłościowego, jak i poza nim). Ma też doświadczenie w doradztwie na rzecz emitentów i organizatorów przy emisjach obligacji.



**Mateusz Tusznio** zajmuje się prawem bankowym i finansowym oraz restrukturyzacją zadłużenia. Doradza kredytobiorcom i kredytodawcom w transakcjach typu acquisition finance, corporate finance, refinansowaniach. Uczestniczył w istotnych restrukturyzacjach zadłużenia. Ma też doświadczenie w doradztwie przy emisji obligacji typu high-yield bond, leasingu samolotów oraz ustanawianiu zabezpieczeń na samolotach, silnikach samolotowych i statkach morskich.



**Marcin Pietkiewicz** zajmuje się zagadnieniami prawa papierów wartościowych oraz prawa rynku kapitałowego i instytucji finansowych, transakcjami na rynku kapitałowym, problematyką corporate governance, zwłaszcza w zakresie spółek publicznych, a także zagadnieniami regulacyjnymi dotyczącymi instytucji finansowych, w tym outsourcingu i compliance.

Bierze udział w przygotowywaniu dokumentacji związanej z emisją akcji, obligacji i produktów strukturyzowanych. Doradza przy pozyskiwaniu środków na rynkach kapitałowych, transakcjach przejęć oraz nabywaniu znacznych pakietów akcji spółek publicznych, wykonywaniu obowiązków informacyjnych związanych z transakcjami na rynku kapitałowym, oferowaniu zagranicznych papierów wartościowych w Polsce, a także w zakresie regulacyjnych aspektów funkcjonowania instytucji finansowych (biur maklerskich, banków, funduszy inwestycyjnych, zakładów ubezpieczeń) i oferowania produktów finansowych oraz outsourcingu usług. Reprezentuje klientów w postępowaniach przed Komisją Nadzoru Finansowego.

Doradza również w zakresie sekurytyzacji i obrotu wierzytelnościami, a także w zakresie crowdfundingu oraz wirtualnych walut (bitcoin).

## O kancelarii

Kancelaria Wardyński i Wspólnicy od 1988 roku jest trwale zakorzeniona w życiu prawniczym w Polsce.

Dbamy o zachowanie najwyższych standardów prawniczych i biznesowych. Angażujemy się w budowę obywatelskiego państwa prawa. Bierzymy udział w projektach non profit i działaniach pro bono. Nasi prawnicy są aktywnymi członkami polskich i międzynarodowych organizacji prawniczych, dzięki czemu mają dostęp do światowego know-how i rozwijają sieć kontaktów z najlepszymi prawnikami i kancelariami na świecie, z czego korzystają później nasi klienci.

Dzielimy się wiedzą i doświadczeniem za pośrednictwem portalu dla prawników i przedsiębiorców (codozasady.pl), firmowego Rocznika, bloga prawa pracy (HRlaw.pl) i nowych technologii (newtech.law), żywego komentarz online do nowego prawa zamówień publicznych (komentarzpzp.pl) oraz licznych publikacji i opracowań.

Obecnie w firmie jest ponad 100 prawników prowadzących obsługę klientów w języku polskim, angielskim, francuskim, niemieckim, hiszpańskim, rosyjskim, czeskim, włoskim i koreańskim.

Mamy biura w Warszawie, Poznaniu, Wrocławiu i Krakowie.

[wardynski.com.pl](http://wardynski.com.pl)

[codozasady.pl](http://codozasady.pl)

[HRlaw.pl](http://HRlaw.pl)

[newtech.law](http://newtech.law)

[komentarzpzp.pl](http://komentarzpzp.pl)

**Wardyński i Wspólnicy**

Al. Ujazdowskie 10, 00-478 Warszawa

Tel.: 22 437 82 00, 22 537 82 00

Faks: 22 437 82 01, 22 537 82 01

E-mail: [warsaw@wardynski.com.pl](mailto:warsaw@wardynski.com.pl)

