

Warszawa, dnia 21 czerwca 2024 r.

**Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.**  
ul. Żubra 1  
01-066 Warszawa

*Szanowny Panie Przewodniczący,*

Pekao Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. („Towarzystwo”) jako organ zarządzający i reprezentujący fundusze inwestycyjne Pekao, pragnie zwrócić uwagę organu nadzoru na konieczność dokonania zmian w przepisach prawa powszechnie obowiązującego oraz na ryzyka, które generowane są po stronie obligatariuszy mniejszościowych, a które wynikają z utrzymywania przepisów ustawy o obligacjach w obecnym brzmieniu.

Towarzystwo zaznacza na wstępie, że w niniejszym piśmie nie ujawnia danych spółki – emitenta, podmiotu pełniącego funkcję administratora zastawu czy innych szczegółowych informacji dotyczących opisywanej poniżej sprawy, jednak na żądanie organu nadzoru takie szczegółowe dane i informacje zostaną przez Towarzystwo przekazane.

Towarzystwo reprezentuje i zarządza funduszami inwestycyjnymi, będącymi obligatariuszami jednej ze spółek – emitenta, notowanego na rynku Catalyst. Obligacje wyemitowane przez tego emitenta zabezpieczone są między innymi zastawem rejestrowym na Rachunku Obsługi Zadłużenia. Zgodnie z Warunkami Emisji Obligacji, na podstawie pełnomocnictwa do Rachunku Obsługi Zadłużenia, administrator zastawu może dokonywać wypłat z ww. rachunku.

W I kwartale 2024 roku odbyło się Zgromadzenie Obligatariuszy, na którym poddano pod głosowanie uchwałę w przedmiocie zmiany warunków emisji obligacji. W ocenie funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez Towarzystwo, proponowana zmiana dotyczyła zmiany kwalifikowanych warunków emisji, w związku z czym, stosownie do przepisów ustawy o obligacjach, podjęcie uchwały w przedmiocie zmiany tych warunków powinno nastąpić za zgodą wszystkich obligatariuszy. Uchwała została jednak podjęta bezwzględną większością głosów, co spotkało się z reakcją obligatariuszy – funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez Towarzystwo – w postaci zgłoszenia sprzeciwu i zażądania jego zaprotokołowania. Przedstawicielka funduszy podniosła, że przegłosowaną uchwałą emitent usiłuje dokonać zmiany kwalifikowanych warunków emisji obligacji, a podjęta uchwała rażąco narusza interes obligatariuszy i jest sprzeczna z dobrymi obyczajami. Do powyższego odniósł się przedstawiciel emitenta

Pekao Towarzystwo  
Funduszy Inwestycyjnych S.A.

ul. Żubra 1  
01-066 Warszawa  
Tel. (+48) 22 640 40 00  
Fax (+48) 22 640 40 05  
www.pekao.tfi.pl  
e-mail: fundusz@pekaotfi.pl  
Infolinia: 801 641 641  
lub (+48) 22 640 40 40

Spółka zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy, Wydział XIII Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod numerem KRS 0000016956  
Kapitał zakładowy: 50 504 000 złotych, łączna kwota uszczynionych wkładów równa kapitałowi zakładowemu, NIP 521-11-82-650

oraz administratora zastawu. Przedstawiciel emitenta przedstawił odmienną interpretację, zaznaczając przy tym, że ze względu na brak ugruntowanej praktyki rynkowej i brak doświadczenia sądów gospodarczych w tym zakresie, nie można wykluczyć odmiennych interpretacji, które mogą kwestionować stanowisko emitenta. Co istotne w kontekście niniejszego pisma, zmiany przyjęte przegłosowaną uchwałą odnoszą się wprost do rodzaju czynności (wypłat), jakich może dokonać pełnomocnik (administrator zastawu) w związku z zastawem rejestrowym na Rachunku Obsługi Zadłużenia. W poprzednim brzmieniu Warunków Emisji Obligacji, czynności te były ograniczone do wypłat w celu dokonania płatności z obligacji, które nie zostały dokonane w terminie, natomiast znowelizowane brzmienie zezwala na dokonywanie jakichkolwiek wypłat na rzecz emitenta ponad kwotę depozytu.

Niezwłocznie po ww. Zgromadzeniu Obligatariuszy, obligatariusze reprezentowani przez Towarzystwo wystosowali do administratora zastawu rejestrowego wezwanie do przestrzegania warunków emisji obligacji w dotychczasowym, niezmienionym brzmieniu, podkreślając, że podjęta uchwała o zmianie warunków emisji obligacji jest nieważna, bowiem została podjęta z naruszeniem przepisów ustawy o obligacjach.

Ponadto, obligatariusze reprezentowani przez Towarzystwo wnieśli do właściwego sądu okręgowego powództwo o stwierdzenie nieważności ww. uchwały Zgromadzenia Obligatariuszy jako sprzecznej z prawem, względnie o jej uchylenie jako rażąco naruszającej interes obligatariuszy i sprzecznej z dobrymi obyczajami.

Ponowna korespondencja Towarzystwa do administratora zastawu zawierała prośbę o udzielenie informacji o wysokości uwolnionych środków z Rachunku Obsługi Zadłużenia. Z odpowiedzi udzielonej przez administratora zastawu wynika, że wypłaty z ww. Rachunku zostały dokonane stosownie do zmienionych Warunków Emisji Obligacji, według brzmienia ustalonego na Zgromadzeniu Obligatariuszy, a wypłaty te nie dotyczyły wyłącznie zaległych płatności z tytułu obligacji.

Mimo wniesionego powództwa, przeświadczenia obligatariuszy o naruszeniu przepisów prawa, dobrych obyczajów oraz interesu obligatariuszy, uchwała Zgromadzenia Obligatariuszy została wykonana.

Mając to na uwadze, Towarzystwo pragnie zwrócić uwagę organu nadzoru na konieczność dokonania zmian w przepisach prawa powszechnie obowiązującego oraz na ryzyka, które generowane są po stronie obligatariuszy mniejszościowych (będących niejednokrotnie inwestorami nieprofesjonalnymi), a które wynikają z utrzymywania przepisów ustawy o obligacjach w obecnym brzmieniu.

W pierwszej kolejności Towarzystwo wskazuje, że art. 65 ustawy o obligacjach stanowi, że w przypadku obligacji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu, uchwały w sprawie zmiany postanowień kwalifikowanych warunków emisji wymagają zgody wszystkich obligatariuszy obecnych na zgromadzeniu obligatariuszy. Z kolei art. 49 ustawy o obligacjach listuje kwestie, które stanowią kwalifikowane warunki emisji. Są między nimi wysokość, forma lub warunki zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji. W omawianym stanie faktycznym, Emitent obligacji, dokonał, w ocenie obligatariuszy, zmiany kwalifikowanych warunków emisji, a uchwała w tej sprawie zapadła bezwzględną większością głosów. Warto w tym miejscu wskazać, że wprowadzenie wymogu jednomyślności przy podejmowaniu uchwał w sprawie zmiany kwalifikowanych warunków emisji było działaniem celowym i było podyktowane dążeniem ustawodawcy do „zapobiegania nadużywaniu pozycji uprzywilejowanej przez inwestorów większościowych, wynikającej między innymi z ich potencjału finansowego”. Kwalifikowane postanowienia warunków emisji są postanowieniami kluczowymi z punktu widzenia inwestorów (obligatariuszy), a każda ich zmiana z dużym prawdopodobieństwem łączy się z pogorszeniem ich (obligatariuszy mniejszościowych) położenia.

Z kolei rozwiązanie przyjęte przez ustawodawcę w art. 70 oraz 71 ustawy o obligacjach nawiązuje do utrwalonej na gruncie kodeksu spółek handlowych konstrukcji zaskarżenia uchwał zgromadzenia wspólników lub walnego zgromadzenia, w związku z czym odpowiednio (z czym polemizuje Towarzystwo) do zaskarżenia uchwał zgromadzenia obligatariuszy powszechnie stosuje się poglądy doktryny i orzecznictwa ukształtowane na gruncie przepisów dotyczących zaskarżenia uchwał spółek kapitałowych przewidzianych w Kodeksie spółek handlowych.

Prawo kwestionowania uchwał zgromadzenia obligatariuszy stanowi indywidualny środek weryfikacji uchwał oraz indywidualny środek ochrony interesu każdego obligatariusza. Środek ten służy eliminacji z obrotu uchwał wadliwych i ma charakter kasatoryjny. Jako taki sprzyjać ma zatem bezpieczeństwu obrotu. Jednocześnie wymaga podkreślenia, że nie jest to środek zapewniający ochronę absolutną z uwagi na fakt, że wymaga on weryfikacji przez niezawisły sąd. Na powyższą funkcję powództwa o uchylenie uchwały wskazano pośrednio w uzasadnieniu do projektu ustawy o obligacjach, w którym stwierdzono, że powództwo to stanowi instrument zabezpieczający interesy obligatariuszy mniejszościowych przed ewentualnymi nadużyciami ze strony zgromadzenia obligatariuszy. Należy przez to rozumieć ochronę mniejszości przed rządami większości.

Należy jednak wskazać, że w obecnym stanie prawnym przepisy te, jak również stosowane odpowiednio poglądy doktryny i orzecznictwa odnoszące się do zaskarżenia uchwał spółek kapitałowych, w wielu sytuacjach, czego dowodem jest zaprezentowany wyżej stan faktyczny, nie spełniają swojej funkcji, bowiem nie uwzględniają specyfiki statusu obligatariusza i charakteru uprawnień realizowanych przez niego na zgromadzeniu obligatariuszy.

Należy w tym miejscu podnieść, że istnieje swoista różnica między charakterem uczestnictwa w walnym zgromadzeniu spółki akcyjnej/zgromadzeniu wspólników spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, a zgromadzeniem obligatariuszy. W pierwszej kolejności wskazania wymaga, jak podkreśla się w doktrynie, że obligatariusze, odmiennie niż akcjonariusze/udziałowcy spółki handlowej, nie stanowią programowo wspólnoty celów lub interesów, lecz każdy z nich w sposób zindywidualizowany jest zainteresowany sprawami, które są poruszane na zgromadzeniu obligatariuszy. Głównym czynnikiem stymulującym obligatariusza do uczestnictwa w zgromadzeniu obligatariuszy jest indywidualny interes ekonomiczny obligatariusza. Jak bowiem podkreśla się w orzecznictwie, uchwały zapadające na zgromadzeniu obligatariuszy, w szczególności zmieniające warunki emisji (jak ma miejsce w przedmiotowym stanie faktycznym), z reguły zakładają modyfikacje niekorzystne dla obligatariuszy – wszak celem instytucji zmiany warunków emisji jest restrukturyzacja zadłużenia emitenta z tytułu obligacji.

Uwzględniając powyższe, należy zwrócić uwagę na zasadniczą kwestię, a mianowicie kwestię skutków, jakie wywołuje wykonanie uchwały zgromadzenia obligatariuszy, w stosunku do której wniesiono powództwo o uchylenie/stwierdzenie nieważności uchwały z uwagi na rażące naruszenie interesów obligatariuszy – zasadniczo wykonanie takiej uchwały pociąga za sobą skutki w postaci uszczerplenia majątku obligatariusza, które to skutki (w większości przypadków) mają charakter nieodwracalny. **Z punktu widzenia obligatariuszy (zwłaszcza mniejszościowych) jest to stan wysoce niepożądany: wadliwość samej uchwały nie powoduje, że jest ona wyłączona z obrotu, zaskarżenie uchwały nie wstrzymuje jej wykonania, a wszelkie czynności, których spółka dokona na podstawie uchwały, której nieważność zostanie stwierdzona przez sąd, pozostaną w mocy, prowadząc, jak już wskazano powyżej, do nieodwracalnych (w tym często dotkliwych ekonomicznie) skutków. W skrajnych przypadkach może to doprowadzić do sytuacji, w których uchwała w sposób oczywisty niezgodna z prawem, a zakładająca przykładowo radykalne przesunięcia w majątku emitenta czy modyfikacje w zakresie ustanowionych zabezpieczeń obligacji, w tym na nieruchomościach, a której wykonanie nie zostało**

**wstrzymane, pozbawi obligatariuszy jakiegokolwiek zabezpieczenia i uniemożliwi emitentowi realizowanie swoich zobowiązań wobec obligatariuszy.**

Istniejące zatem w polskim prawie rozwiązania, poparte interpretacjami zaczerpniętymi z rynku instrumentów udziałowych, w ocenie Towarzystwa, nie zapewniają dostatecznego poziomu ochrony obligatariuszy, zwłaszcza obligatariuszy mniejszościowych. Jak wskazano powyżej, stosunkowo nietrudno obchodzić przepisy zakładające jednomyślność przy podejmowaniu uchwał kluczowych z punktu widzenia obligatariuszy, z kolei regulacje przewidujące możliwość zaskarżenia takich uchwał jednocześnie dopuszczają ich wykonanie (do czasu prawomocnego rozstrzygnięcia sądu), które to często prowadzi do nieodwracalnych dla obligatariuszy skutków. Nie powstały przy tym dotychczas jakiegokolwiek mechanizmy zabezpieczające, które przyczyniłyby się do zapewnienia równej ochrony wszystkim inwestorom. Nie ulega bowiem jakiegokolwiek wątpliwości, że na takie reperkusje narażeni są przeważnie obligatariusze mniejszościowi, nieprofesjonalni, którzy dysponują mniejszą wiedzą na temat funkcjonowania rynku, a przy tym nie dysponują narzędziami identyfikacji ryzyka na nim występujących.

Podsumowując powyższe, Towarzystwo, uwzględniając rolę Komisji Nadzoru Finansowego w ochronie praw inwestorów na rynku obligacji, zwraca się z prośbą o rozważenie przez UKNF podjęcia działań, dzięki którym taka ochrona inwestorów będzie realizowana w sposób możliwie pełny i kompleksowy. Odpowiednie regulacje prawne i mechanizmy zabezpieczające są bowiem filarem bezpiecznego, przejrzystego, a przede wszystkim efektywnego i sprawnie funkcjonującego rynku obligacji.

Z wyrazami szacunku

