



**SĄD NAJWYŻSZY**  
Rzeczypospolitej Polskiej

Pierwszy Prezes Sądu Najwyższego

**Do druku nr 2992**

Warszawa, 13 marca 2023 r.

BSA II.022.6.2023

SEKRETARIAT Z-CY SZEFA KG

L.dz. DS.175.128.2023

Data wpływu 21.03.2023

**Pan**

**Dariusz Salamończyk**

Zastępca Szefa Kancelarii Sejmu

Szanowny Panie Ministrze,

w odpowiedzi na pismo z dnia 6 lutego 2023 r., SPS-WP.020.27.4.2023, działając na podstawie art. 1 pkt 4 ustawy z dnia 8 grudnia 2017 r. o Sądzie Najwyższym (t.j. Dz.U. z 2021r. poz. 1904), w załączeniu uprzejmie przesyłam uwagi Sądu Najwyższego do *rządowego projektu ustawy o zmianie ustawy o obligacjach, ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji oraz niektórych innych ustaw (druk nr 2992).*

Z poważaniem,

dr hab. Małgorzata Manowska  
/pismo podpisane podpisem elektronicznym/

WYDZIAŁ OBSŁUGI PREZYDIUM SEJMU

L. dz. SPS-WP.020.27.5.2023

Data wpływu 21.03.2023r.



BSA II.022.6.2023

### **Uwagi Sądu Najwyższego**

**o rządowym projekcie ustawy o zmianie ustawy o obligacjach, ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji oraz niektórych innych ustaw**

### **Wprowadzenie**

Przedłożony do zaopiniowania projekt ustawy o zmianie ustawy o obligacjach, ustawy o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji oraz niektórych innych ustaw [dalej jako ustawa o zmianach prf] stanowi obszerny i kompleksowy akt prawny wprowadzający wiele istotnych zmian w zakresie funkcjonowania prawa rynku finansowego.

Co do zasady przedstawiony projekt należy ocenić jako potrzebny. Z jednej strony, praktyka i doktryna ujawniły, że dotychczas obowiązujące przepisy nie implementowały w pełni regulacji prawa europejskiego, co wymagało poprawy (w uzasadnieniu do opiniowanego projektu wskazano szczegółowo szereg europejskich aktów prawnych, dyrektyw i rozporządzeń, które nowelizacja albo pełniej implementuje, albo których stosowanie umożliwia). Po drugie, polski system prawny nie znał dotychczas interesującego instrumentu finansowego w postaci obligacji kapitałowych, który to instrument mocą tej nowelizacji jest do polskiego prawa wprowadzany.

### **Uwagi dotyczące opiniowanego projektu**

Kluczowa zmiana wprowadzana przez projektowaną ustawę to umożliwienie emitowania obligacji kapitałowych (projektowane nowe art. 27a i n. ustawy o obligacjach<sup>1</sup>). Będzie mógł je emitować tylko wąski katalog emitentów: bank krajowy, dom maklerski, zakład ubezpieczeń oraz zakład reasekuracji. Dzięki ich emisji emitent będzie mógł pozyskać dodatkowe środki finansowe, utrzymując wysokość wymaganych kapitałów – właśnie obligacje

---

<sup>1</sup> Ustawa z 15.1.2020 r. o obligacjach, t.j. Dz. U. z 2022 r., poz. 2244.

będą do tych kapitałów się zaliczały. Ich wprowadzenie, z perspektywy finansowania emitentów, oznacza wprowadzenie do prawa polskiego hybrydowego instrumentu finansowego, mieszczącego się między tradycyjnym podziałem finansowania na *equity* i *debt*. Tradycyjne obligacje bowiem niewątpliwie należą do sfery finansowania dłużnego. Natomiast obligacje kapitałowe będą, tak jak akcje, zaliczały się na własne kapitały emitentów, a poza tym będą pozwalały na otrzymywanie odsetek przez czas nieoznaczony – nie będzie to zatem charakterystyczny dług, który w momencie jego emisji wyznacza ramy czasowe spłaty. W tym aspekcie obligacje kapitałowe będą przypominały akcje, również, co do zasady, dające prawo do dywidendy przez czas nieoznaczony – tak długo, jak istnieje sama spółka (i jej działalność przynosi zysk). Jednak, w przeciwieństwie do akcji, obligacje kapitałowe nie będą dawały obligatariuszom uprawnień korporacyjnych. W konsekwencji zatem o ich hybrydowym charakterze będzie świadczyło podobne do akcji ukształtowanie uprawnień majątkowych obligatariusza (możliwość pobierania odsetek przez czas nieoznaczony) z odmiennym ukształtowaniem sfery uprawnień korporacyjnych.

Zarysowana charakterystyka obligacji kapitałowych wskazuje na, co do zasady, prawidłowe uregulowanie tego instrumentu finansowego w opiniowanym projekcie. Dodać do tego trzeba, że instrumenty hybrydowego finansowania są coraz powszechniejsze w różnych systemach prawnych, a zatem dołączenie do nich prawa polskiego przez wyraźne umożliwienie emitowania tego rodzaju instrumentów jak obligacje kapitałowe należy ocenić pozytywnie.

Proponowanie wprowadzenia instytucji obligacji kapitałowych łączy się z zawartą w projekcie nowelizacją przepisów k.s.h.<sup>2</sup> O ile sama potrzeba rzeczonyj zmiany k.s.h., abstrahując od stanowiska co do konkretnych rozwiązań, jest wynikiem wprowadzenia do systemu prawnego nowej instytucji prawnej w postaci obligacji kapitałowych, o tyle z systemowych względów krytycznie należy ocenić już kolejną w niedługiej perspektywie czasowej nowelizację k.s.h. Tak często zmiany kodeksów godzą w ich specyfikę i jedną z podstawowych cech każdej kodyfikacji – dawaną przez nią stabilność i pewność prawa. Wydaje się, że częste, niejako wypadkowe, zmiany kodeksu świadczą o chaotycznej działalności legislacyjnej – nie tyle powinno to być dokonywane przy okazji kolejnych nowelizacji, lecz raczej wszystkie takie potrzebne zmiany kodeksu powinny stanowić materię samodzielnej ustawy zmieniającej kodeks, której moment wejścia w życie zostałby należycie skorelowany z wejściem w życie poszczególnych innych ustaw, których zmiana *de facto* wymusza zmianę k.s.h.

Nowa kodeksowa regulacja przewiduje mechanizm przymusowej konwersji długu na kapitał – bez względu na stanowisko obligatariuszy z obligacji kapitałowych, w razie wystąpienia tzw. zdarzenia inicjującego, walne zgromadzenie akcjonariuszy może zdecydować o podwyższeniu kapitału zakładowego przez zamianę obligacji kapitałowych na akcje. W sposób istotny zmienia to prawa dotychczasowych obligatariuszy, którzy stają się akcjonariuszami. Potwierdza też wskazywaną tezę o hybrydowej naturze obligacji kapitałowych, z których uprawnieni tak relatywnie łatwo mogą stać się akcjonariuszami. O ile dla podjęcia tej uchwały zastrzega się kwalifikowaną większość głosów (3/4), o tyle projektowany art. 454<sup>2</sup> k.s.h. nie

<sup>2</sup> Ustawa z 15.9.2000 r. Kodeks spółek handlowych, t.j. Dz.U. z 2022 r., poz. 1467.

przewiduje wymagania kworum. Ze względu na wagę materii rozstrzyganej tą uchwałą, wydaje się, że także należałoby rozważyć wprowadzenie wymagań kworum.

Kolejna ze zmian, w zakresie ustawy o funduszach inwestycyjnych<sup>3</sup>, także zasługuje na aprobatę. Stanowi prawidłową implementację płynących z prawa europejskiego dalszych szczegółowych instrumentów mających na celu ochronę inwestorów na rynku finansowym. Rozwijając kierunek „ochrony przez informację” oraz działając w świadomości, że nadmiar informacji może w istocie wywierać skutek odwrotny od zamierzonego – brak informacji, wprowadza się obowiązek przygotowania, w określonych prawem przypadkach, oraz udostępniania dokumentu zawierającego tzw. kluczowe informacje dla inwestora. Regulacja ta nie tylko stanowi realizację wymagania płynącego z prawa europejskiego, lecz również bardzo wartościowy instrument dla inwestorów pomagający im w podjęciu decyzji co do dokonania inwestycji w konkretny instrument finansowy. Wobec ogromu różnorodnych informacji, do udostępniania których zobowiązane są przez różne przepisy fundusze inwestycyjne, dla inwestorów indywidualnych może być to w praktyce barierą uniemożliwiającą im pozyskanie potrzebnych informacji. Wydaje się, że potencjalnie zaradzić temu może właśnie zobowiązanie funduszy do wskazania tych spośród informacji, które dla inwestorów mają kluczowe znaczenie. Zaznaczyć przy tym trzeba, że skutek ochronny wobec inwestorów będzie miała nie tylko powinność przedstawienia rzeczonoego dokumentu w prawem przewidzianych sytuacjach, lecz również wady dokumentu skutkujące doznaniem szkody przez inwestorów mogą stanowić podstawę dla relatywnie łatwiejszych roszczeń odszkodowawczych. Wykazanie bowiem przez inwestorów, że konkretny dokument nie zawierał wszystkich kluczowych informacji, lub też zawierał informacje niepełne, co doprowadziło do doznania przez nich szkody w związku z dokonaną nietrafioną inwestycją finansową, *per se* będzie stanowiło dowód naruszenia prawa przez fundusz inwestycyjny – mianowicie wynikającego właśnie z wprowadzanych przepisów obowiązku rzetelnego przygotowania i udostępnienia dokumentów zawierających tzw. kluczowe informacje.

Za ważne i potrzebne należy ocenić także proponowane zmiany dotyczące systemu gwarantowania depozytów bankowych. Niedawne doświadczenia praktyczne pokazały, że przepisy o przymusowej restrukturyzacji, a nawet przejęcia, banków mogą znaleźć zastosowanie w praktyce. Z uwagi na ryzyko związane z ostatecznym kierunkiem orzecznictwa w tzw. sprawach frankowych oraz rodzące się wątpliwości co do ważności umów o kredyty w walucie polskiej w kontekście kwestionowania sposobu ustalania wysokości wskaźnika WIBOR, ryzyko w sektorze bankowym wyraźnie rośnie. Proponowane przepisy są dowodem na dostrzeżenie tych problemów oraz próbą poprawienia działania norm prawnych, które potencjalnie mogą znaleźć zastosowanie w razie problemów z wypłacalnością banków. Cel ten ma zrealizować nowe postępowanie regulowane w ustawie o bankowym funduszu gwarancyjnym<sup>4</sup> nazwane: „Restrukturyzacja i uporządkowana likwidacja CCP” (projektowane

<sup>3</sup> Ustawa z 27.5.2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, t.j. Dz.U. z 2022 r., poz. 1523.

<sup>4</sup> Ustawa z 10.6.2016 r. o bankowym funduszu gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji, t.j. Dz. U. z 2022 r., poz. 2253.

nowe art. 258b i następne wskazywanej ustawy). Ma on charakter szczególny względem typowego postępowania restrukturyzacyjnego. Prowadzone jest przez bankowy fundusz gwarancyjny. Wydaje się, że ze względu na najistotniejszy cel, jaki pojawia się w razie problemów z wypłacalnością banków, czyli ochronę depozytów klientów, a w konsekwencji także zaufania do sektora bankowego, wprowadzenie takiego odrębnego, autonomicznego postępowania jest zasadne i potrzebne.

Proponowane zmiany w prawie bankowym wydają się spójne ze wspomnianymi wcześniej w opinii zmianami polegającymi na wprowadzeniu możliwości emisji obligacji kapitałowych. Projektuje się (nowy art. 127a i nast. prawa bankowego<sup>5</sup>) zmiany dotyczące instrumentu prawnego w postaci tzw. „pożyczki podporządkowanej”, której zaciągnięcie także może poprawić sytuację finansową banku (a także zakładu ubezpieczeniowego), ponieważ trafia ona do funduszy własnych (jako instrument dodatkowy). O spójności pożyczki podporządkowanej z obligacjami kapitałowymi świadczy choćby sposób uregulowania jej kwoty – minimalna kwota takiej pożyczki jest tożsama z minimalną kwotą emisji obligacji kapitałowych, a także możliwość uzyskiwania przez pożyczającego odsetek przez czas nieoznaczony. Podobnie, w świetle proponowanej także w tym projekcie zmiany prawa upadłościowego<sup>6</sup> [dalej jako: p.u.], ani zadłużenia z tytułu wyemitowania obligacji kapitałowych, ani z tytułu pożyczki podporządkowanej, nie uwzględnia się przy ocenie, czy w świetle art. 11 p.u. dany podmiot jest niewypłacalny. Z uwagi na wprowadzaną wraz z tym instrumentem jeszcze dalej idącą dywersyfikację źródeł finansowania, jakie mogą pozyskiwać banki, domy maklerskie i zakłady ubezpieczeniowe, zwłaszcza z uwzględnieniem wspomnianego wcześniej aktualnie podwyższonego ryzyka dla sektora bankowego, wprowadzenie tej nowej instytucji prawnej należy ocenić jako zasadne.

Zmianom polegającym na wprowadzeniu do prawa polskiego instytucji obligacji kapitałowych oraz pożyczki podporządkowanej towarzyszy, ściśle z nimi związana, zmiana ustawy o rekapitalizacji niektórych instytucji [dalej jako: ustawa o rekapitalizacji].<sup>7</sup> Rozszerza się przewidziane w tej umowie pojęcie rekapitalizacji przez wprowadzenie dwóch jej postaci – oprócz dotychczasowej, określanej teraz mianem „gwarancji ostrożnościowej”, pojawia się możliwość bezpośredniego pokrycia przez Skarb Państwa niedoborów kapitałowych. Trafnie, przewidując ewentualne problemy i perturbacje na rynku finansowym, a jednocześnie uwzględniając konieczność należytej ochrony mienia Skarbu Państwa, wskazuje się bliżej okoliczności pozwalające na dokonanie rekapitalizacji w postaci zapobieżenia poważnym zaburzeniom w gospodarce, o ile zastosowanie instrumentów rekapitalizacji jest proporcjonalne do skali zagrożenia i ma charakter zapobiegawczy i czasowy, a nie służy pokryciu strat (projektowany art. 2a ust. 1a). Ważnym i trafnym zabezpieczeniem jest także wyraźne unormowanie, że instrumenty rekapitalizacji mogą zostać zastosowane wyłącznie w odniesieniu do podmiotów wypłacalnych. Właśnie dodawane w opiniowanym projekcie

<sup>5</sup> Ustawa z 29.8.1997 r. prawo bankowe, t.j. Dz.U. z 2022 r., poz. 2324.

<sup>6</sup> Ustawa z 28.2.2003 r. prawo upadłościowe, t.j. Dz.U. z 2022 r., poz. 1520.

<sup>7</sup> Ustawa z 12.2.2010 r. o rekapitalizacji niektórych instytucji oraz o rządowych instrumentach stabilizacji finansowej, t.j. Dz.U. z 2022 r., poz. 396.

instrumenty w postaci obligacji kapitałowych oraz pożyczek podporządkowanych mogą zostać zastosowane jako forma dokapitalizowania określonych ustawowo w formie wąskiego katalogu typów instytucji przez Skarb Państwa.

Za zasadne należy uznać wreszcie zaprojektowanie nowelizacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi<sup>8</sup> pozwalającej na zapisywanie instrumentów finansowych przy wykorzystaniu technologii *blockchain* (rozproszonego rejestru).

## Konkluzje

Analiza opiniowanego projektu dowodzi, że, co do zasady, projektowane regulacje prawne są zasadne, potrzebne i ich kształt nie budzi poważniejszych wątpliwości. Wydaje się, że istotą nowelizacji jest szersze umożliwienie dokonywania rekapitalizacji niektórych instytucji finansowych przez Skarb Państwa. W projekcie nie tylko zmienia się bezpośrednio tę materię, ale, co istotne, tworzy (obligacje kapitałowe) lub modyfikuje (pożyczka podporządkowana) instrumenty, które pozwalają na dokonywanie tego w efektywniejszy sposób. Ten kierunek działania należy zaaprobować.

Podkreślić także trzeba, że ważnym i zasadnym celem nowelizacji, który wydaje się osiągnięty, jest jeszcze lepsze dostosowanie prawa polskiego do prawa europejskiego w odniesieniu do objętej projektem materii. Dostrzegane w UE zagrożenia dla stabilności rynku finansowego, także wynikające z różnych złożonych okoliczności zewnętrznych, w ostatnich latach zaowocowały przygotowaniem szeregu aktów prawa europejskiego mających sprzyjać stabilizacji instytucji finansowych w krajach członkowskich. Wynikające z tych aktów prawny standardy są także m. in. przedmiotem wdrożenia przez projektowane opiniowane przepisy. Wreszcie, moment przygotowywania opiniowanej nowelizacji wydaje się bardzo uzasadniony z perspektywy polskiej. Gospodarka, zwłaszcza ze względu na czynniki zewnętrzne, znajduje się potencjalnie w okresie turbulencji. Rośnie ryzyko związane z prowadzeniem działalności gospodarczej.

Ryzyko to szczególnie dotyczy rynku finansowego i operujących na nim instytucji. Cieniem kładzie się bowiem na nie nabrzmiały już od lat, a ciągle niemający kompleksowego rozwiązania, problem tzw. kredytów frankowych. W świetle najnowszego orzecznictwa sądów europejskich i polskich wydaje się, że jego rozwiązanie może okazać się dla banków bardzo kosztowne, a przez to uderzać w ich stabilizację. Ryzyko to potęguje powstanie pierwszych sporów w sądach powszechnych co do prawidłowości stosowania stawki WIBOR w odniesieniu do oprocentowania kredytów złotych. Wydaje się zatem, że w tych okolicznościach zdecydowanie pozytywnie należy ocenić nowelizację przepisów z zakresu prawa rynku finansowego dążącą do wzmocnienia jego stabilności i bezpieczeństwa, a tak jawi się kluczowy cel opiniowanego projektu ustawy.

---

<sup>8</sup> Ustawa z 29.7.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, t.j. Dz.U. z 2022 r., poz. 1500.