

Prawne aspekty emisji

MICHAŁ KURZYŃSKI, ZBIGNIEW SKÓRCZYŃSKI

Według publicznych zapowiedzi w niedługim czasie na rynku pojawią się kolejne projekty, w których sektor samorządowy będzie się starać pozyskać finansowanie poprzez emisję obligacji przychodowych.

Niewątpliwą zaletą tego rozwiązania jest raczej już niekwestionowany pozabilansowy charakter obligacji przychodowych, tj. niezaliczanie długu wynikającego z obligacji przychodowych do ogólnego zadłużenia jednostki samorządu terytorialnego (w przypadku emisji bezpośrednio przez gminę). Dzięki temu emisja pozostaje bez wpływu na dopuszczalny wskaźnik zadłużenia gminy określony w ustawie o finansach publicznych. Niniejsza publikacja ma za zadanie przybliżyć wybrane zagadnienia prawne związane z tym nowatorskim wciąż na polskim rynku instrumentem finansowym.

Przedsięwzięcie

Kluczowym elementem przygotowania emisji obligacji przychodowych jest określenie przedsięwzięcia, które zostanie sfinansowane ze środków uzyskanych tą drogą.

Ustawa o obligacjach z 29 czerwca 1995 roku (dalej ustawa) nie zawiera bezpośredniej definicji terminu przedsięwzięcia. Na podstawie art. 23a ust. 1 oraz 23a ust. 2 ustawy można wyprowadzić wniosek, że przedsięwzięcie musi charakteryzować się zaspokajaniem potrzeb zbiorowych (gospodarka komunalna). Kwestia istnienia lub braku przychodowości przedsięwzięcia co do zasady nie rozstrzyga o możliwości jego finansowania w drodze emisji obligacji przychodowych. Jak bowiem wynika z interpretacji przepisów ustawy, przychodowość może być zapewniona dodatkowo lub nawet wyłącznie z innych przedsięwzięć (już istniejących) emitenta. Brak definicji przedsięwzięcia w ustawie uzasadnia poszukiwanie tego terminu w przepisach innych ustaw. Z tego powodu przeprowadzone dotychczas przez emitentów z Łodzi (Miejskie Przedsiębiorstwo Komunikacyjne Łódź Sp. z o.o.)



Fot. www.photos.com

i Bydgoszczy (Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy Sp. z o.o.) emisje obligacji przychodowych korzystały z ustawowej definicji przedsięwzięcia zawartej w ustawie o partnerstwie publiczno-prywatnym z 28 lipca 2005 r. (dalej ustawa o PPP).

Przykład tych dotychczas zrealizowanych emisji obligacji przychodowych stanowi dobrą ilustrację możliwego zakresu praktycznej interpretacji terminu przedsięwzięcia, którego przychody lub majątek (całość lub część) mogą stanowić zabezpieczenie praw obligatariusza.

W programie emisji obligacji przychodowych MPK Łódź przyjęto, że przedsięwzięciem jest wyłącznie projekt budowy Łódzkiego Tramwaju Regionalnego (dalej ŁTR). Dla obligatariuszy oznacza to, że na wyodrębnionym zgodnie z ustawą rachunku bankowym przedsięwzięcia ŁTR, gromadzone są wyłącznie kwoty pochodzące z projektu ŁTR. Obligatariuszom przysługiwać będzie prawo pierwszeństwa zaspokojenia przed innymi wierzycielami emitenta tylko z przychodów generowanych przez ŁTR oraz majątku wyodrębnionego dla tego przedsięwzięcia.

Natomiast w programie emisji obligacji przychodowych MWiK Bydgoszcz przyjęto bardzo szeroką definicję przedsięwzięcia, które objęło wszystkie przychody MWiK Bydgoszcz, które są w związku z tym deponowane w całości na wyodrębnionym zgodnie z ustawą rachunku emisyjnym przedsięwzięcia. Przedsięwzięcie obejmuje także wszystkie aktywa wchodzące w skład przedsiębiorstwa MWiK Bydgoszcz. W tym przypadku obligatariuszom będzie więc przysługiwać bardzo szerokie prawo pierwszeństwa zaspokojenia przed innymi wierzycielami MWiK Bydgoszcz, obejmujące cały majątek, jak i przychody przedsiębiorstwa MWiK Bydgoszcz.

Określenie przedsięwzięcia, którego przychody lub aktywa zabezpieczają prawa obligatariuszy ma kapitalne znaczenie dla funkcjonowania przedsiębiorstwa emitenta w okresie od daty emisji do daty wykupu obligacji przychodowych.

Jest to konsekwencją dyspozycji art. 23b ustawy, który przewiduje, że w takiej sytuacji wszystkie przychody z danego przedsięwzięcia muszą wpływać na wyznaczony w tym celu rachunek bankowy, przeznaczony wyłącznie do ich gromadzenia i dokonywania wypłat tylko w granicach dozwolonych przez ustawę. Tym samym emitent nie może dokonywać wypłat środków zgromadzonych na tym rachunku dla celów innych niż zaspokojenie roszczeń obligatariuszy, o ile nie zgromadzi na tym rachunku kwoty wystarczającej do zaspokojenia roszczeń obligatariuszy wynikających z obligacji przez okres następujących 12 miesięcy, i to pod warunkiem, że możliwość taką wyraźnie przewidziano w warunkach emisji. Zadanie to dodatkowo się komplikuje, gdy oprocentowanie obligacji jest zmienne.

W praktyce oznacza to dla emitenta obowiązek:

- wprowadzenia prawa dysponowania saldem rachunku emisyjnego w warunkach emisji, oraz
- utrzymywania stałego depozytu gotówkowego na rachunku emisyjnym.

Kolejną konsekwencją określenia przez emitenta przedsięwzięcia, którego przychody lub majątek, zabezpieczają prawa obligatariuszy, jest zgodnie z ustawą zakaz zbywania lub obciążania składników majątkowych przedsięwzięcia, z wyjątkiem sytuacji, gdy zbycie jest dokonywane w ra-

mach prawidłowej gospodarki i nie powoduje istotnego zmniejszenia wartości przedsięwzięcia.

Przedmiotem zabezpieczenia zastawem lub cesji nie mogą być ponadto wierzycielności tworzące przychody, do których pierwszeństwo przysługuje obligatariuszom obligacji przychodowych.

Oznacza to, że przyjęcie szerokiej definicji przedsięwzięcia i objęcie całej prowadzonej przez emitenta działalności gospodarczej może oznaczać, że w okresie programu emisji emitent będzie miał ograniczone możliwości realizowania innych celów za pomocą zewnętrznego finansowania, które będzie wymagać jakichkolwiek zabezpieczeń rzeczowych (np. hipoteki, zastawy). Dlatego szczególnie w takich przypadkach emisja obligacji przychodowych powinna być poprzedzona analizami finansowymi i biznesowymi ustalającymi zapotrzebowanie na finansowanie w okresie emisji oraz odpowiednią do tego strukturę emisji (ustalenie wartości emisji, daty zapadalności czy ewentualnego podziału na serie). Należy bowiem zminimalizować ryzyko pojawiania się nowych wydatków inwestycyjnych do czasu zapadalności emisji. Niestety czasami nawet pomimo dołożenia należytej staranności

Określenie przedsięwzięcia, którego przychody lub aktywa zabezpieczają prawa obligatariuszy ma kapitalne znaczenie dla funkcjonowania przedsiębiorstwa.

w tym zakresie zapotrzebowanie na takie finansowanie może powstać. Wtedy, zważywszy na ustawowe uprzywilejowanie obligatariuszy co do zaspokojenia swych należności wynikających z emisji obligacji przychodowych, może się okazać, że pozyskanie dodatkowego finansowania (np. w formie kredytu) jest znacznie utrudnione. Z tych względów wydaje się, że instrument finansowy w postaci obligacji przychodowych najlepiej pasuje do projektów, w których można precyzyjnie wydzielić z całości przedsiębiorstwa pewien strumień przychodów oraz majątek związany z realizacją przedsięwzięcia fi-

ansowanego za pomocą obligacji przychodowych. W takiej sytuacji, kiedy nie dochodzi do obciążenia całości majątku i całości spodziewanych przychodów, istnieje możliwość pozyskania dodatkowego finansowania, gdy wystąpi w przyszłości taka konieczność.

Uchwała o emisji obligacji przychodowych

Emisja obligacji przychodowych, zgodnie z art. 23a ust. 3 ustawy, wymaga podjęcia (przez posiadający odpowiednie kompetencje organ emitenta) uchwały o emisji, która powinna m.in. określać rodzaj i cel przedsięwzięcia, które ma zostać sfinansowane ze środków uzyskanych z emisji obligacji przychodowych.

Pozostałe wymagane ustawą elementy treści uchwały o emisji obligacji przychodowych to:

- sposób obliczenia przychodów z przedsięwzięcia oraz
- wskazanie, do jakiej części przychodów lub majątku przedsięwzięcia służy obligatariuszom prawo pierwszeństwa zaspokojenia przed innymi wierzycielami emitenta. W tym zakresie nie wydaje się jednak, że określenie tych elementów będzie powodowało problemy praktyczne.

Natomiast zarówno określenie rodzaju, jak i celu przedsięwzięcia zasługuje na uwagę, ponieważ nieprawidłowe sformułowanie tych pojęć może prowadzić do naruszenia ustawy przez emitenta, a ustawa nie wskazuje na metodologię, która powinna być podstawą ustalenia znaczenia obu tych terminów.

Tak więc do określenia rodzaju przedsięwzięcia można sięgnąć po kryteria, które określają rodzaj przedsięwzięcia z punktu widzenia procesu produkcyjnego, przeznaczenia produkcji bądź charakteru usługi lub charakteru odbioru tych usług. Według tak przyjętej metodologii rodzaj przedsięwzięcia może być, a to w związku z ograniczeniem podmiotowym emitentów obligacji przychodowych, określony zadaniami własnymi gminy z przepisów o samorządzie gminnym, np. zaopatrzenie w wodę, kanalizacja, usuwanie i oczyszczanie ścieków komunalnych, urządzenia sanitarne, wysypiska i instalacje unieszkodliwiania odpadów komunalnych, zaopatrzenie w energię elektryczną i ciepłą oraz gaz, lokalny transport lub gminne budownictwo mieszkaniowe.

Podobnie jak to ma miejsce w przypadku określenia rodzaju przedsięwzięcia, ustawa nie daje nam również wskazówek metodologicznych do określenia celu przedsięwzięcia.

Określenie celu przedsięwzięcia wydaje się być zadaniem mniej skomplikowanym – cel przedsięwzięcia z punktu widzenia wykorzystania środków emisji można definiować jako przedmiot wydatków. Dodatkowo, cel emisji jest pojęciem opisanym w przepisach regulujących zasady oferty publicznej i warunków wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu publicznego, które mogą być wprost wykorzystane przy dokumentowaniu emisji obligacji przychodowych.

Przepisy te, wymagając wskazania celów emisji papierów wartościowych, wyjaśniają, że należy ustalić przedmiot zamierzonych działań, których realizacji mają służyć wpływy uzyskane z emisji. Emitent przy okazji określania celów emisji ma możliwość wskazania ewentualnych priorytetów w realizacji celów emisji oraz, podobnie jak w przypadku emisji innych papierów wartościowych, emitent obligacji przychodowych powinien mieć, w zakresie ograniczonym definicją przedsięwzięcia określoną dla zabezpieczenia interesów obligatariuszy, możliwość zmiany celów emisji.

W każdym jednak przypadku, określenie celów przedsięwzięcia powinno być skonstruowane w taki sposób, aby inwestor uzyskał jednoznaczną informację o przeznaczeniu środków z emisji i możliwość oceny ryzyk związanych z realizacją i działalnością przedsięwzięcia zabezpieczającego obsługę i wykup obligacji.

Obowiązki informacyjne emitenta

Emitent obligacji przychodowych zobowiązany jest do udostępniania inwestorom i obligatariuszom informacji typowych dla emisji innych rodzajów obligacji, takich m.in. jak: cel emisji, wielkość emisji, wartość nominalna i cena emisyjna obligacji, warunki wykupu, warunki wypłaty oprocentowania, wysokość i forma ewentualnego zabezpieczenia oraz oznaczenie podmiotu udzielającego zabezpieczenia, wartość zaciągniętych zobowiązań na ostatni dzień kwartału poprzedzającego udostępnienie propozycji nabycia oraz perspektywy kształtowania zobowiązań emitenta do czasu całkowitego wykupu obligacji proponowanych do nabycia.

Poza wyżej wymienionymi obowiązkami, emitent obligacji przychodowych zobowiązany jest dodatkowo udostępniać obligatariuszom następujące informacje:

- po wyemitowaniu obligacji przychodowych, emitent obowiązany jest ogłosić w dwóch dziennikach, w tym co najmniej jednym ogólnopolskim, łączną wysokość zadłużenia z tytułu obligacji przychodowych oraz wskazać przedsięwzięcie finansowane z emisji obligacji przychodowych; oraz
- co najmniej na dwa tygodnie przed każdym terminem wypłaty świadczeń z obligacji przychodowych, jednakże nie rzadziej niż raz w roku, emitent udostępni obligatariuszom sprawozdanie zawierające dane o sumie przychodów z przedsięwzięcia, które wpłynęły na rachunek przedsięwzięcia, oraz o kwotach wypłaconych obligatariuszom oraz emitentowi z tego rachunku w okresie od poprzedniej wypłaty świadczeń, a także omówienie struktury przychodów z przedsięwzięcia oraz struktury kosztów ponoszonych przez emitenta na utrzymanie przedsięwzięcia w tym okresie.

Umowy wsparcia

Ze względu na to, że tzw. ryzyko polityczne jest jednym z głównych ryzyk w projektach obligacji przychodowych emitowanych przez spółki samorządowe, w każdej z dotychczas przeprowadzonych emisji obligacji przychodowych w Polsce była podpisywana tzw. umowa wsparcia. Treść umowy wsparcia nie jest określona żadnymi odrębnymi przepisami prawa. Choć niewątpliwie posiada ona pewne cechy gwarancyjne i pełni rolę specyficznego zabezpieczenia emisji, to jednak zwykle nie ma ona charakteru umowy gwarancji czy też umowy poręczenia w rozumieniu Kodeksu cywilnego. Z reguły umowa wsparcia zawiera określony katalog działań lub zaniechań, do których zobowiązana jest gmina/miasto będące współnikiem spółki samorządowej w wypadku wystąpienia ściśle określonych okoliczności.

ZBIGNIEW SKÓRCZYŃSKI

International Partner, radca prawny, kieruje praktyką prawa bankowego i transakcji finansowych warszawskiego biura kancelarii prawnej Chadbourne & Parke



Fot. Chadbourne & Parke

MICHAŁ KURZYŃSKI

International Partner, radca prawny, kieruje praktyką projektów infrastrukturalnych oraz PPP warszawskiego biura kancelarii prawnej Chadbourne & Parke



Fot. Chadbourne & Parke

Działania lub zaniechania mogą polegać w szczególności na:

- zapewnieniu trwałości swojego udziału w spółce, która realizuje inwestycję (nie sprzedawania akcji)
- zagwarantowanie określonej polityki zatwierdzania taryf
- zobowiązanie się do podwyższenia kapitału spółki
- zobowiązanie do dokonywania określonych dopłat do kapitału zakładowego spółki
- niepobierania dywidendy
- ustanowienia zastawu na udziałach/akcjach.

Należy zwrócić uwagę, że już samo podjęcie pewnych zobowiązań (kwalifikowanych jako pomoc publiczna) przez gminę/miasto konstituuje pomoc publiczną, gdyż takie działanie może wpłynąć na usunięcie niepewności (czynnika ryzyka), zwykle związanego z inwestycją podejmowaną przez przedsiębiorcę. Już więc na etapie zawierania umowy należy dokonać oceny, czy

- zobowiązanie może być kwalifikowane jako pomoc publiczna, i
- pomoc ta ma charakter legalny w świetle Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską.

Zwracamy także uwagę, że zawarcie umowy wsparcia w zakresie zapłaty podwyższonych opłat, uiszczenia dopłat na rzecz spółki lub podwyższenia kapitału będzie powodować powstanie zobowiązań pieniężnych po stronie gminy/miasta i do skuteczności takiej umowy potrzebna będzie kontrasygnata skarbnika miasta lub osoby przez niego upoważnionej (art. 46 ustawy z 8 marca 1990 o samorządzie gminnym).

Niestety ramy niniejszej publikacji nie pozwalają na pełną analizę wszystkich zagadnień prawnych związanych z emisją obligacji przychodowych. Według publikowanych prognoz rynkowych rok 2009 może okazać się przełomowy, jeśli chodzi o ilość projektów opartych o ten instrument finansowy. Należy więc śledzić, jak praktyka będzie dalej kształtować omówione tu zagadnienia. ■