

Nowa ustawa o obligacjach

W dniu 15 stycznia 2015 roku Sejm uchwalił, akceptując większość poprawek do pierwotnego projektu wprowadzonych wcześniej przez Senat, nową ustawę o obligacjach ("Nowa Ustawa"). Po jej podpisaniu przez Prezydenta w dniu 2 lutego 2015 r. nowa ustawa ma wejść w życie 1 lipca 2015 r., zastępując dotychczas obowiązującą ustawę z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. z 2014 r. poz. 730, t.j.) ("Obecna Ustawa").

Nowa Ustawa, podobnie jak jej poprzedniczka, reguluje zasady rządzące emisją obligacji, a także inne kwestie prawne związane z obligacjami, takie jak nabywanie, zbywanie oraz wykup obligacji, ustanawianie i zmiana warunków emisji, funkcjonowanie zgromadzenia obligatariuszy czy odpowiedzialność karna za naruszenie przepisów ustawy.

Przepisy Nowej Ustawy zasadniczo wzorują się na obowiązujących regulacjach, nie należy więc spodziewać się absolutnej rewolucji jeśli chodzi o zakres przepisów w zakresie emisji obligacji. Niemniej jednak należy mieć na uwadze, że Nowa Ustawa wprowadza też istotne zmiany prawne niefunkcjonujące wcześniej na poziomie ustawowym (w szczególności obszerny fragment dotyczący instytucji zgromadzenia obligatariuszy) lub w ogóle nieobecne (np. obligacje wieczyste), a wiele pozostałych kwestii ulega znaczącym zmianom.

Zagadnienia

- Najważniejsze zmiany
- Podmioty uprawnione do emisji obligacji
- Nowe rodzaje obligacji
- Obowiązki informacyjne emitenta
- Zabezpieczenia
- Zgromadzenie obligatariuszy
- Inne zmiany

Najważniejsze zmiany

Najważniejsze zmiany zawarte w Nowej Ustawie obejmują:

- poszerzenie kręgu podmiotów uprawnionych do emisji obligacji;
- wprowadzenie nowych rodzajów obligacji (obligacje wieczyste oraz podporządkowane);
- doprecyzowanie obowiązków informacyjnych emitenta;
- zmiana niektórych reguł dotyczących zabezpieczeń, w tym dodanie funkcji administratora zabezpieczeń; oraz
- wprowadzenie instytucji zgromadzenia obligatariuszy oraz określenie zasad zwoływania, przebiegu i kompetencji zgromadzenia, w tym zmiany warunków emisji;

Podmioty uprawnione do emisji obligacji

Zakres podmiotów uprawnionych do emisji obligacji w Nowej Ustawie został poszerzony w stosunku do zakresu obecnie obowiązującej ustawy. Po wejściu ustawy w życie, uprawnionymi do emisji obligacji, oprócz podmiotów uprawnionych na podstawie obecnie obowiązującej ustawy o obligacjach, staną się także osoby prawne mające siedzibę poza terytorium RP, które:

- prowadzą działalność gospodarczą; albo
- zostały utworzone wyłącznie w celu emisji obligacji.

Poszerzenie kręgu uprawnionych do emisji obligacji jest zmianą zmierzającą w pozytywnym kierunku. Pewne wątpliwości może jedynie budzić sformułowanie użyte w Nowej Ustawie wskazujące iż emitentem może być podmiot utworzony "wyłącznie w celu przeprowadzenia emisji obligacji". Naszym zdaniem to sformułowanie należy rozumieć szeroko, trudno bowiem zakładać, iż poza czynnością emisji obligacji taka spółka w ogóle nie będzie prowadziła żadnej działalności gospodarczej (rozumianej również jako działalność holdingowa czy też udzielanie pożyczek (odpożyczanie) w ramach grupy kapitałowej z środków pozyskanych w ramach emisji obligacji).

Dodatkowo, obligacje w rozumieniu ustawy będą mogły emitować jednostki władz regionalnych lub lokalnych innych niż Polska państw członkowskich Unii Europejskiej.

Nowe rodzaje obligacji

Obligacje podporządkowane i wieczyste to instytucje, które mają zostać wprowadzone do polskiego prawa po wejściu w życie nowej ustawy o obligacjach. Jednym z rodzajów obligacji, o których wspomina Nowa Ustawa, są także obligacje partycypacyjne. Pozwalają one na uczestnictwo obligatariuszy w zysku emitenta, co może stanowić element dodatkowy albo zastępujący zwykłe odsetki. Możliwość emitowania takich obligacji wynika jednak również z Obecnej Ustawy, a Nowa Ustawa nie wnosi tu, poza nową nazwą, większych zmian.

Obligacje podporządkowane

Obecnie obligacje mogą zostać podporządkowane względem innych zobowiązań emitenta poprzez odpowiednie określenie takiego stosunku prawnego w dokumentacji obligacyjnej. Wprowadzenie takiej konstrukcji wprost w Nowej Ustawie pozwoli na zapewnienie ustawowej skuteczności ich podporządkowania także w przypadku gdy emitent ogłosi upadłość. Proponowane zmiany do ustawy Prawo upadłościowe i naprawcze (w związku z projektem ustawy Prawo restrukturyzacyjne) nie zawierają jednak zmian odzwierciedlających kategorię zobowiązań podporządkowanych. W założeniu ustawodawcy obligacje podporządkowane mają charakteryzować się tym, że w przypadku upadłości lub likwidacji emitenta, wierzytelności z takich obligacji zostaną zaspokojone dopiero po zaspokojeniu wszystkich innych wierzytelności tego emitenta. Ustawodawca przyjął również, że obligacje podporządkowane nie będą mogły zostać zabezpieczone. Dotychczas możliwość emitowania takich obligacji była zastrzeżona dla banków szukających możliwości rozbudowania funduszy własnych o tego rodzaju instrumenty. Obecnie obligacje tego rodzaju będą dostępne także dla szerszego grona emitentów.

Wprowadzenie obligacji podporządkowanych jest odpowiedzią na zapotrzebowanie, jakie pojawia się na rynku na takie instrumenty. Pozytywną zmianą w stosunku do pierwotnego projektu ustawy przedstawionego przez Ministerstwo Finansów, jest możliwość podporządkowania wierzytelności wynikających z obligacji podporządkowanych wierzytelnościom innego typu niż wynikające z obligacji.

Obligacje wieczyste

W Nowej Ustawie opisane zostały dwie główne cechy takich obligacji: niepodleganie wykupowi oraz obowiązek płatności przez emitenta odsetek przez czas nieokreślony. Emitent tego rodzaju obligacji może jednak w warunkach emisji zastrzec sobie prawo wykupu (co oznacza, że jeżeli zrealizowałby to prawo, to obligacje wieczyste stałyby się zwykłymi obligacjami o terminie wykupu dłuższym niż 5 lat). Poza tym obligacje wieczyste stają się także wymagalne w przypadku zwłoki w płatności świadczeń wynikających z obligacji lub ogłoszenia upadłości albo otwarcia likwidacji emitenta. Poprzednio możliwość emitowania takich obligacji była zastrzeżona dla banków, które mogły dokonywać emisji takich instrumentów jako jednego z typów obligacji podporządkowanych.

Obowiązki informacyjne emitenta

W Nowej Ustawie dokonano uszczegółowienia wymogów stawianych wobec warunków emisji poprzez dodanie kolejnych punktów określających informacje, które powinny zostać ujęte w tego rodzaju dokumencie. Oprócz elementów wymaganych obecną ustawą emitent będzie zobowiązany wskazać podstawę prawną emisji (np. uchwałę emitenta), a w przypadku emitentów z innych jurysdykcji, złożyć oświadczenie o zdolności do emisji. Tak jak dotychczas, w przypadku emisji, do których nie stosuje się przepisów ustawy o ofercie publicznej, emitent będzie musiał udostępnić propozycję nabycia wskazującą w szczególności wartość zaciągniętych przez emitenta zobowiązań i perspektywę ich kształtowania się do czasu wykupu obligacji. Celem tego przepisu jest ochrona inwestorów, jednak stosowanie go może być problematyczne w przypadku obligacji wieczystych ze względu na trudności w określeniu przez emitenta jego przyszłych zobowiązań przez cały czas istnienia takich obligacji.

Nowość stanowi także obowiązek umieszczania w warunkach emisji strony internetowej emitenta oraz umieszczania na niej określonych w Nowej Ustawie informacji (m.in. dane dotyczące celu i zadłużenia z tytułu emisji obligacji przychodowych, niedojścia emisji do skutku, zwołania zgromadzenia obligatariuszy czy braku zgody na zmianę warunków emisji, a także protokół z przebiegu obrad zgromadzenia obligatariuszy). Informacje te podlegają także przekazaniu w formie wydruków jednemu z określonych w Nowej Ustawie podmiotów, np. notariuszowi (a w przypadku obligacji niemających postaci dokumentu

podmiotowi prowadzącemu ewidencję lub depozyt papierów wartościowych), który jest zobowiązany przechowywać je do upływu przedawnienia roszczeń wynikających z obligacji (czyli przez okres 10 lat).

Ustawa przewiduje także ograniczenie obowiązków informacyjnych w przypadku "rolowania" obligacji do tych informacji, które nie powtarzają informacji zamieszczonych w propozycji nabycia obligacji podlegających wykupowi (nabycie w drodze zamiany wierzytelności z tytułu obligacji uprzednio wyemitowanych na obligacje z nowej emisji).

Zabezpieczenia

Nowa Ustawa wprowadza instytucję administratora zabezpieczeń. Istnienie takiego podmiotu ma docelowo ułatwiać wykonywanie praw z zabezpieczeń innych niż hipoteka lub zastaw rejestrowany, poprzez możliwość wykonywania przez niego we własnym imieniu praw i obowiązków wierzyciela na rachunek obligatariuszy. Regulacja rozciąga na administratora zabezpieczeń ograniczenia podmiotowe, określające kto nie może zostać bankiem reprezentantem – dotyczy to m.in. podmiotu zależnego lub dominującego albo powiązanego z emitentem w sposób, który określają przepisy Nowej Ustawy. Funkcję administratora zabezpieczeń może pełnić również sam bank-reprezentant. Umowa z administratorem zabezpieczeń powinna być zawarta przed rozpoczęciem emisji obligacji oraz w formie pisemnej pod rygorem nieważności.

Sprecyzowano istniejące na gruncie Obecnej Ustawy wymogi w zakresie wyceny przedmiotu zastawu lub hipoteki będących zabezpieczeniem wierzytelności wynikających z obligacji. Obecnie mowa o "uprawnionym biegłym", zaś na gruncie nowych przepisów pojawia się wprost odwołanie do zapewniających rzetelność wyceny doświadczeniu i kwalifikacjach, bezstronności i niezależności, przy jednoczesnym odesłaniu do przepisów ustawy o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (Dz. U. z 2009 r. Nr 77, poz. 649, z późn. zm.). W ramach wymogu udostępnienia wyceny (już nie w propozycji nabycia obligacji, a w warunkach emisji) pojawiła się alternatywa – zamiast samej wyceny jest możliwość umieszczenia jej skrótu, przy czym w tym przypadku istnieje obowiązek nieodpłatnego dostarczenia pełnej wyceny w postaci drukowanej – na żądanie osoby zainteresowanej. Dodatkowo konieczne jest umieszczenie uzasadnienia

wyboru podmiotu dokonującego wyceny, a sama wycena może być aktualizowana w czasie – pod warunkiem udostępniania takich aktualizacji obligatariuszom w taki sam sposób jak warunków emisji.

Możliwość ustanowienia hipoteki stanowiącej zabezpieczenie wierzytelności z obligacji rozciągnięto, oprócz właściciela, także na współwłaściciela, użytkownika albo współużytkownika wieczystego, uprawnionego albo współuprawnionego z tytułu spółdzielczego własnościowego prawa do lokalu oraz na wierzyciela hipotecznego. Dodano także obowiązek oznaczenia w księdze wieczystej administratora hipoteki. Poszerzony został również katalog tytułów stanowiących podstawę do wykreślenia hipoteki ustanowionej w celu zabezpieczenia wierzytelności obligatariuszy (wcześniej był nim tylko protokół umorzenia wykupionych obligacji, sporządzony przez notariusza). Należą do nich:

- oświadczenie emitenta o niedojsięciu emisji do skutku;
- oświadczenie administratora hipoteki o zmianie warunków emisji w zakresie wysokości, formy lub warunków zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji; oraz
- oświadczenie podmiotu prowadzącego ewidencję albo podmiotu prowadzącego depozyt papierów wartościowych zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi potwierdzające, że za pośrednictwem składającego oświadczenie emitent dokonał wykupu obligacji – dla obligacji niemających postaci dokumentu; albo
- istniejący na gruncie Obecnej Ustawy protokół umorzenia wykupionych obligacji, sporządzony przez notariusza – dla obligacji mających postać dokumentu.

Inna istotna zmiana dotyczy kwestii zabezpieczeń przyszłych, tzn. takich, które nie istnieją jeszcze w dacie emisji. Według obecnie obowiązujących przepisów obligacji nie można wydać przed ustanowieniem zabezpieczeń, które zostały przewidziane w warunkach emisji, natomiast Nowa Ustawa zezwala na takie rozwiązanie. Warunkiem jest jednak, by z warunków emisji obligacji jasno wynikało, że zabezpieczenia takie zostaną ustanowione w przyszłości.

Zgromadzenie obligatariuszy

Obecna Ustawa nie reguluje zasad działania zgromadzenia obligatariuszy. Instytucja taka była jednak w ostatnich latach często uwzględniana przez emitentów w warunkach

emisji, gdzie przy jej tworzeniu nawiązywano do rozwiązań zagranicznych ("bondholders meeting"), konstrukcji konsorcjum bankowego oraz instytucji zgromadzenia współników. Przepisy Nowej Ustawy regulują tę instytucję na poziomie ustawowym. Należy podkreślić, że emitent nie będzie zobligowany do powołania zgromadzenia obligatariuszy – jego powstanie jest uzależnione od wprowadzenia stosownych postanowień do treści warunków emisji. Nie przewidziano jednocześnie konieczności zwołania takiego zgromadzenia wyłącznie na podstawie regulacji ustawowej (tj. w przypadku braku odpowiednich ustaleń w tym zakresie w treści warunków emisji).

Nowa Ustawa przyznaje zgromadzeniu obligatariuszy kompetencję do dokonania zmiany warunków emisji obligacji. Jest to bardzo potrzebna zmiana, gdyż do tej pory dopuszczalność dokonywania zmian warunków emisji po dacie emisji obligacji na ich podstawie budziła wiele wątpliwości. Obecnie Nowa Ustawa rozstrzyga to zagadnienie w sposób jednoznaczny. W praktyce, istniejące do tej pory zgromadzenia rzadko podejmowały głosowania nad zmianą warunków emisji obligacji. Najczęściej zgromadzenie akceptowało naruszenie warunków emisji (przeszłe lub takie, które może dopiero nastąpić). Uregulowanie funkcjonowania zgromadzenia i jego kompetencji konstrukcyjnie przypomina regulację walnego zgromadzenia akcjonariuszy zawarte w kodeksie spółek handlowych. Poniżej przedstawiamy kluczowe założenia nowej regulacji:

- powołanie zgromadzenia obligatariuszy dla danej serii obligacji ma charakter fakultatywny (zależy od decyzji emitenta o ustanowieniu takiego organu w warunkach emisji);
- emitent nie ma pełnej swobody w regulowaniu funkcjonowania zgromadzenia; jeżeli funkcjonowanie zgromadzenia obligatariuszy zostanie uregulowane w warunkach emisji odmiennie niż w Nowej Ustawie, to sprzeczne z Nową Ustawą postanowienia warunków emisji nie będą skuteczne (np. zgodnie z Nową Ustawą obligatariusze powinni zostać poinformowani o terminie zgromadzenia z minimum trzytygodniowym wyprzedzeniem – określenie krótszego terminu należy uznać za bezskuteczne wobec obligatariuszy);
- jedną z istotnych kompetencji zgromadzenia obligatariuszy jest uchwalanie zmian warunków emisji, przy czym wejście w życie takiej zmiany wymaga jej zatwierdzenia przez emitenta;

- w zależności od istotności postanowień warunków emisji podlegających zmianie, konieczne jest uzyskanie różnych większości na zgromadzeniu. Na przykład: zmiana tak zwanych postanowień kwalifikowanych warunków emisji (obejmujących m.in. ustalanie świadczeń wynikających z obligacji, kwestie związane z zabezpieczeniami czy zasady rządzące zgromadzeniem obligatariuszy) – ¼ głosów; obniżenie wartości nominalnej obligacji – jednomyślność; inne postanowienia – bezwzględna większość głosów.

Nowa Ustawa wyłącza też możliwość głosowania na zgromadzeniu przez podmioty wchodzące w skład tej samej grupy kapitałowej. Takie rozwiązanie nie jest uzasadnione np. w przypadku emisji obligacji wewnątrz grupy kapitałowej – w takim wypadku nie byłaby możliwa zmiana warunków po dacie emisji, chyba że możliwa do osiągnięcia jest jednomyślność.

Zgodnie z przyjętą praktyką rynkową warunki emisji były w przeszłości zmieniane między innymi w drodze szeregu umów pomiędzy emitentem, a obligatariuszami (tzw. umowy konwersyjne). Nowa regulacja wprowadza taką możliwość poprzez zawarcie "jednobrzmiących porozumień zawartych przez emitenta z każdym z obligatariuszy".

Inne zmiany

Spśród innych zmian, jakie wprowadza Nowa Ustawa o obligacjach najważniejsze to:

- Zakaz przenoszenia praw z obligacji niemającej postaci dokumentu po ustaleniu uprawnionych do świadczeń z jej tytułu. Zmiana ta może budzić wątpliwości prawne w kontekście momentu ustalenia uprawnionych do świadczeń z tytułu obligacji. Ostateczna interpretacja przepisu wykształci się najprawdopodobniej w praktyce. Naszym zdaniem momentem ustalenia praw do świadczeń, w rozumieniu tego przepisu, jest sytuacja, w której następuje określenie kręgu obligatariuszy, którym mają być wypłacone środki pieniężne. Przyjęcie literalnej wykładni może jednak prowadzić do wniosku, że niemożliwym byłoby np. przeniesienie praw z obligacji, które podlegają natychmiastowemu wykupowi (np. wskutek upadłości emitenta);
 - Wyłączenie z przepisów o odsetkach maksymalnych oprocentowania obligacji, co oznacza, że będą one mogły określać odsetki wyższe niż czterokrotność
- wysokości stopy kredytu lombardowego Narodowego Banku Polskiego;
 - Wymóg sporządzenia warunków emisji w języku polskim, z wyjątkiem obligacji o wartości nominalnej stanowiącej równowartość co najmniej 100 000 euro, dla których warunki emisji mogą zostać sporządzone w języku angielskim;
 - Umożliwienie emitentowi jednostronnej zmiany niektórych postanowień warunków emisji (w odniesieniu do administratora zabezpieczeń czy podmiotu prowadzącego ewidencję) w przypadku ustanowienia przez niego dodatkowego zabezpieczenia – o ile warunki emisji nie stanowią inaczej;
 - Zapis na obligację lub przyjęcie propozycji nabycia mogą być złożone jedynie na piśmie lub, jeśli emitent tak postanowił w warunkach emisji, w postaci elektronicznej, przy czym brak dochowania formy oznacza w tym przypadku nieważność czynności prawnej;
 - Nieważność zapisu lub przyjęcia propozycji nabycia obligacji, jeśli czynność ta jest dokonywana pod warunkiem lub z zastrzeżeniem terminu;
 - Obowiązek przygotowania warunków emisji nie tylko dla obligacji niemających formy dokumentu (regulacja zawarta w Obecnej Ustawie), lecz dla wszystkich typów obligacji, przy czym warunki emisji powinny zostać sporządzone w formie jednolitego dokumentu, a w ramach obligacji, które nie są emitowane w ramach oferty publicznej warunki emisji powinny zostać umieszczone w propozycji nabycia;
 - Klarowne wskazanie możliwości wydawania obligacji w formie odcinków zbiorowych – na gruncie aktualnie obowiązującego prawa stanowi kwestię sporną czy jest to możliwe.

Podsumowanie

Nowa Ustawa w obecnym brzmieniu zawiera klauzule, które mogą rodzić pewne wątpliwości, zarówno z punktu widzenia emitentów, jak i obligatariuszy. Generalnie należy jednak uznać, że stanowi ona krok w dobrą stronę – nie odchodząc znacząco swojej poprzedniczki dokonuje ona bowiem instytucjonalizacji przyjętych przez praktykę rozwiązań prawnych (w tym zgromadzenia obligatariuszy). Oprócz tego Nowa Ustawa wprowadza także nowe, korzystne rozwiązania dla obligacji, które odpowiadają potrzebom rynku finansowego, stymulując zwiększenie zainteresowania emitentów i inwestorów tym sposobem

pozyskiwania kapitału i inwestowania. Uchwalenie Nowej Ustawy należy uznać za pozytywny sygnał dla uregulowania sektora dłużnych papierów wartościowych.

Kontakt

Grzegorz Namiotkiewicz

Partner

T: +48 22 627 11 77

E: grzegorz.namiotkiewicz@cliffordchance.com

Andrzej Stosio

Partner

T: +48 22 627 11 77

E: andrzej.stosio@cliffordchance.com

Grzegorz Abram

Counsel

T: +48 22 627 11 77

E: grzegorz.abram@cliffordchance.com

Dominik Kępiński

Associate

T: +48 22 627 11 77

E: Dominik.kepinski@cliffordchance.com

Artur Bilski

Associate

T: +48 22 627 11 77

E: artur.bilski@cliffordchance.com

Niniejszy Client Briefing nie omawia wszystkich aspektów przedstawianych zagadnień i nie stanowi porady prawnej ani porady innego rodzaju.

Norway House, ul. Lwowska 19, 00-660 Warsaw, Poland

© Clifford Chance 2015

Clifford Chance, Janicka, Kruzewski, Namiotkiewicz i wspólnicy spółka komandytowa

www.cliffordchance.com

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Casablanca ■ Doha ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Istanbul ■ Jakarta* ■ Kyiv ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Perth ■ Prague ■ Riyadh ■ Rome ■ São Paulo ■ Seoul ■ Shanghai ■ Singapore ■ Sydney ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C.

*Linda Widyati & Partners in association with Clifford Chance.