

Obligacje przychodowe: szansa dla gmin

FINANSE | Chociaż samorządy już od wielu lat mogą pozyskiwać środki finansowe, emitując obligacje przychodowe, do tej pory niewiele z nich się na to zdecydowało. Jest szansa, że nowa ustawa o obligacjach, która weszła w życie 1 lipca 2015 r., to zmieni.



ALEKSANDRA POKROPEK

Nowa ustawa o obligacjach z 15 stycznia 2015 r. nie wprowadziła rewolucyjnych zmian w stosunku do regulacji obowiązujących w ustawie o obligacjach z 1995 r. Ustawodawca doprecyzował jednak część wcześniejszych regulacji, co, jak podkreślono w uzasadnieniu nowej ustawy, spowodowało wzmocnienie pozycji obligatariuszy i tym samym zmniejszyło ryzyko związane z obligacjami przychodowymi.

Dług, który trzeba spłacić

ze środków z emisji obligacji i było wyłączone w sytuacji, gdy przedsięwzięcie było finansowane częściowo ze środków z emisji obligacji, a częściowo środkami np. z kredytu czy pożyczki.

Kto może być emitentem

Krąg podmiotów uprawnionych do emisji obligacji przychodowych został określony w art. 25 ustawy o obligacjach i jest węższy niż krąg podmiotów posiadających ogólną zdolność emisyjną obligacji (art. 2 ustawy o obligacjach). Z perspektywy jednostek samorządowych w szczególności należałoby zwrócić uwagę na możliwość emisji obligacji przychodowych nie tylko przez jednostki samorządu terytorialnego i ich związki, ale również przez spółki kapitałowe spełniające wymagania określone w ustawie o obligacjach.

Tak więc zdolność emisyjną w zakresie obligacji przychodowych mają także spółki akcyjne i spółki z ogra-

zać należy również, że na gruncie obecnie obowiązujących regulacji zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej musi być głównym przedmiotem działalności takiej spółki, a nie jedynym przedmiotem działalności, jak miało to miejsce w poprzednim stanie prawnym. Zmiana ta oznacza, że spółka-emitent nie jest już tak bardzo ograniczona w swojej aktywności, co jest również korzystne z perspektywy obligatariuszy.

Obligacje przychodowe mogą być również emitowane przez spółki akcyjne i spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, których głównym przedmiotem działalności jest wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej na podstawie umowy zawartej m.in. z jednostką samorządu terytorialnego lub związkiem tych jednostek. Co istotne, umowa taka powinna być zawarta na okres co najmniej równy okresowi zapadalności emitowanych obligacji przychodowych.

pierwszeństwa oraz praw, które ciążyły na nieruchomości przed dokonaniem w księdze wieczystej wpisu o wszczęciu egzekucji lub przed złożeniem do zbioru dokumentów wniosku o dokonanie takiego wpisu. O istnieniu takich zabezpieczeń emitent jest jednak obowiązany poinformować w warunkach emisji obligacji przychodowych.

Mechanizmy ochrony obligatariuszy

Ponieważ w przypadku emisji obligacji przychodowych emitent może w warunkach emisji ograniczyć zakres swojej odpowiedzialności za zobowiązania wynikające z emitowanych obligacji przychodowych, ustawodawca przewidział w ustawie gwarancje mające na celu ochronę obligatariuszy przed nierzetelnymi działaniami emitenta. Dzięki temu obligacje przychodowe stają się atrakcyjniejsze dla obligatariuszy, a przez to korzyść odnosi również emitent. Gwarancjami chroniącymi obligatariuszy są:

Wyodrębniony rachunek bankowy

Ustawa o obligacjach przewiduje, że jeśli obligatariuszom zostanie przyznane prawo pierwszeństwa w

obec obligatariuszy uprawnionych z obligacji przychodowych. W przypadku egzekucji prowadzonej ze składników majątkowych przedsięwzięcia, zajęciu nie podlega natomiast kwota w wysokości niezbędnej do zaspokojenia roszczeń obligatariuszy uprawnionych z obligacji przychodowych. Kwota ta jest przekazywana na wyodrębniony rachunek bankowy i nie może być wypłacana na cele inne niż zaspokojenie roszczeń tych obligatariuszy. Powyższe ograniczenia nie dotyczą oczywiście egzekucji wszczętej celem zaspokojenia roszczeń z obligacji przychodowych.

Zakaz zbywania i obciążania składników majątkowych przedsięwzięcia

Obligatariusze obligacji przychodowych chronieni są również w ten sposób, że emitent obligacji przychodowych nie może zbywać ani obciążać składników majątkowych przedsięwzięcia. Wyjątkiem jest sytuacja, gdy emitent dokonuje zbycia w ramach prawidłowej gospodarki, nie powodując przy tym istotnego zmniejszenia wartości tego przedsięwzięcia.

Dodatkowo wierzytelności tworzące przychody, do których obligatariuszom przysługuje uprawnienie do pierwszeństwa w zaspokojeniu się, nie mogą być przedmiotem za-

również zamieścić w warunkach emisji.

Obowiązki informacyjne emitenta

W związku z emisją obligacji przychodowych na emitencie ciążyą także określone obowiązki informacyjne. Emitent jest bowiem zobowiązany do udostępnienia obligatariuszom sprawozdania zawierającego informacje o sumie przychodów z przedsięwzięcia, które wpłynęły na wyodrębniony rachunek bankowy, 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 w związku z przedsięwzięciem w tym okresie. Sprawozdanie takie powinno zostać udostępnione obligatariuszom co najmniej na 14 dni przed każdym terminem wypłaty świadczeń z obligacji przychodowych, jednakże nie rzadziej niż raz w roku.

Dodatkowo po wyemitowaniu obligacji przychodowych emitent jest obowiązany ogłosić łączną wysokość zadłużenia z tytułu tych obligacji oraz wskazać przedsięwzięcie. W tym zakresie podkreślenia wymaga, że zgodnie z obecnie obowiązującą ustawą o obligacjach ogłoszenie powinno nastąpić poprzez stronę internetową emitenta, a nie poprzez ogłoszenie w dwóch dziennikach, w tym co najmniej jednym ogólnopolskim, jak to było dotychczas.

Obligacje przychodowe to jeden z rodzajów dłużnych papierów wartościowych. Przez emisję obligacji emitent zaciąga u obligatariusza dług, który jest zobowiązany spłacić w terminie określonym w dokumencie warunków emisji obligacji. Obligatariusz z kolei jest z reguły uprawniony, poza żądaniem zapłaty przez emitenta kwoty wykupu w dniu wykupu obligacji, do otrzymywania okresowych płatności – odsetek mających charakter wynagrodzenia za pożyczony emitentowi kapitał.

Zasady emisji obligacji przychodowych nie odbiegają zasadniczo od reguł obowiązujących przy emisji klasycznych obligacji. Obligacje przychodowe odróżnia natomiast od zwykłych obligacji uprawnienie obligatariuszy do zaspokojenia się z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta, po pierwsze – z całości albo części przychodów lub z całości albo części majątku przedsięwzięcia, które zostały sfinansowane w całości albo części ze środków uzyskanych z emisji obligacji, lub też, po drugie – z całości albo części przychodów z innych przedsięwzięć określonych przez emitenta.

PRZYKŁAD

Miasto planuje budowę obiektu rekreacyjnego, w którym znajdowałaby się hala widowiskowa oraz kompleks boisk. Środki na ten cel można pozyskać zarówno z kredytu, jak i z emisji obligacji przychodowych. W przypadku finansowania przez emisję obligacji przychodowych w warunkach emisji mogłoby np. zostać przewidziane, że obligatariusze mieliby pierwszeństwo zaspokojenia z całości albo części przychodów uzyskanych z budowy takiego obiektu rekreacyjnego (czyli np. ze środków uzyskanych z organizacji imprez sportowych lub z udostępnienia boisk osobom prywatnym).

Co istotne w kontekście zmian, które weszły w życie 1 lipca br., obecnie obligatariusze obligacji przychodowych mogą mieć pierwszeństwo zaspokojenia się z przychodów lub majątku przedsięwzięcia, które zostały sfinansowane również tylko częściowo ze środków uzyskanych z emisji obligacji. Dotychczas o pierwszeństwie obligatariuszy obligacji przychodowych można było postanowić tylko wtedy, gdy przedsięwzięcie było jedynie w całości sfinansowane

niczną odpowiedzialnością, w których jednostka samorządu terytorialnego lub związek takich jednostek mają same lub wspólnie z inną jednostką samorządu terytorialnego lub innym związkiem tych jednostek akcje albo udziały w liczbie, która zapewnia im więcej niż 50 proc. ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub zgromadzeniu współników. Wymogiem jest przy tym, aby głównym przedmiotem działalności takiej spółki było zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej.

W tym zakresie wskazać należy istotną zmianę w stosunku do poprzedniego stanu prawnego. Przede wszystkim obecne regulacje umożliwiają emisję obligacji przychodowych przez spółki utworzone przez kilka jednostek samorządu terytorialnego lub kilka związków takich jednostek. Oznacza to, że np. kilka sąsiadujących ze sobą gmin może założyć spółkę akcyjną, w której będą one miały ponad 50 proc. głosów na walnym zgromadzeniu, a spółka taka wyemituje obligacje przychodowe w celu sfinansowania przedsięwzięcia istotnego dla tych kilku gmin. Wska-

Ograniczenie odpowiedzialności

Jedną z najistotniejszych zalet emisji obligacji przychodowych jest możliwość ograniczenia odpowiedzialności ich emitenta za zobowiązania z nich wynikające do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszom przysługuje uprawnienie do pierwszeństwa w zaspokojeniu się przed innymi wierzycielami. To prawo emitenta jest istotnym odstępstwem od ogólnej zasady, że za świadczenia zawarte w obligacjach emitent odpowiada całym swoim majątkiem.

Nowością w ustawie o obligacjach jest natomiast wprowadzenie wyraźnej regulacji, zgodnie z którą uprawnienie obligatariusza w zakresie pierwszeństwa w zaspokojeniu się nie wpływa na kolejność zaspokojenia należności innych wierzycieli, których wierzytelności zostały zabezpieczone przed datą emisji obligacji m.in. hipoteką, zastawem skarbowym albo korzystających z ustawowego

” Zaletą emisji obligacji przychodowych jest możliwość ograniczenia odpowiedzialności ich emitenta za zobowiązania z nich wynikające

zaspokojeniu swoich roszczeń z przychodów z określonego przedsięwzięcia, to wszystkie przychody z takiego przedsięwzięcia powinny wpływać na wyodrębniony rachunek bankowy. Dysponowanie przez emitenta środkami zgromadzonymi na takim rachunku jest ograniczone. Emitent nie może bowiem z niego dokonywać wypłat środków dla celów innych niż zaspokojenie roszczeń obligatariuszy uprawnionych z obligacji przychodowych. Jedynym wyjątkiem w tym zakresie jest możliwość wypłaty przez emitenta z tego rachunku kwot podatku VAT przekazywanych do urzędu skarbowego.

W tym zakresie wskazać należy również na możliwość określenia przez emitenta w warunkach emisji, że będzie on uprawniony do wypłat z rachunku kwot przewyższających kwotę roszczeń obligatariuszy w określonych następujących 12 miesięcy. Jeżeli jednak stosowne zastrzeżenie nie jest zamieszczone w warunkach emisji, to pomimo istnienia nadwyżek emitent i tak nie może nimi dysponować.

Zakaz potrąceń

Kolejnym ograniczeniem jest zakaz dokonywania potrąceń ze środków znajdującymi się na wyodrębnionym rachunku bankowym, co dotyczy zarówno potrącenia ustawowego, jak i umownego.

Wyłączenie spod egzekucji

Dodatkową gwarancją dla obligatariuszy obligacji przychodowych stanowi również reguła, zgodnie z którą środki zgromadzone na wyodrębnionym rachunku bankowym nie podlegają egzekucji prowadzonej z rachunku emitenta obligacji przychodowych do wysokości kwoty zobowiązania emitenta wo-

bezpieczenia zastawem ani też nie mogą zostać przeniesione na osoby trzecie.

Obowiązki emitenta związane z emisją

Nie wydaje się również, aby do emisji obligacji przychodowych potencjalnych emitentów mogły zniechęcić obowiązki związane z emisją tego rodzaju obligacji, gdyż nie są one o wiele większe niż obowiązki nakładane na emitentów zwykłych obligacji.

Treść dokumentów

Przede wszystkim obowiązki emitenta związane z emisją obligacji przychodowych dotyczą określonej treści uchwały o emisji obligacji przychodowych oraz treści warunków emisji obligacji. Tak więc w stosunku do wymogów uchwały o emisji zwykłych obligacji uchwała o emisji obligacji przychodowych powinna dodatkowo zawierać określenie przedsięwzięcia i sposób obliczenia przychodów z przedsięwzięcia, powinna też wskazywać, do jakiej części przychodów z przedsięwzięcia lub majątku przedsięwzięcia przysługuje obligatariuszom uprawnienie do pierwszeństwa w zaspokojeniu się. Co istotne, uchwała o emisji obligacji przychodowych może określać więcej niż jedno przedsięwzięcie. Jest to znaczne ułatwienie dla emitentów, a przede wszystkim oszczędność środków przeznaczanych na przygotowanie emisji obligacji przychodowych, ponieważ w ramach jednej emisji mogą oni pozyskać środki na kilka niezależnych od siebie przedsięwzięć.

Powyższe informacje emitent obligacji przychodowych powinien

Indywidualny wskaźnik zadłużenia

Emisja obligacji przychodowych może być atrakcyjna również z tego względu, że zgodnie z art. 243a ustawy z 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (tekst jedn. DzU z 2013 r., poz. 885 ze zm.) przy ustalaniu ograniczeń zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego (o których mowa w art. 243 ustawy o finansach publicznych) nie uwzględnia się środków pochodzących z przedsięwzięcia i zewidencjonowanych na wydzielonym rachunku bankowym ani też świadczeń emitenta należnych obligatariuszom uprawnionym z obligacji przychodowych.

Warto przytoczyć tu wyrok **Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Lublinie z 23 lipca 2014 r., sygn. akt III SA/Lu 622/14**, wydany na podstawie ustawy o obligacjach z 1995 r. (od wyroku złożona została skarga kasacyjna). Zdaniem WSA kwalifikacja obligacji jako obligacji przychodowych o warunkach zaspokojenia z możliwości, nieuwzględniania ww. środków świadczeń przy ustalaniu ograniczeń zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego, nie jest zależna od tego, czy emitent odpowiada wobec obligatariuszy za zobowiązania całym majątkiem czy też jego odpowiedzialność jest ograniczona do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszom przysługuje prawo pierwszeństwa w zaspokojeniu. Oznacza to więc, że z powyższego uprawnienia określonego w art. 243a ustawy o finansach publicznych mogą skorzystać również jednostki samorządu terytorialnego emitujące obligacje przychodowe, w warunkach emisji których nie zostało przewidziane ograniczenie odpowiedzialności, a zastosowanie ma ogólna zasada, że emitent odpowiada wobec obligatariuszy całym majątkiem. ©

Aleksandra Pokropek, doktor prawa, radca prawny w kancelarii FKA Furtek Komosa Aleksandrowicz

podstawa prawna: ustawa z 15 stycznia 2015 r. o obligacjach

[DzU z 2015 r., poz. 238]

