

# Struktury emisji euroobligacji stosowane przez polskie podmioty

Emisja euroobligacji na rynkach międzynarodowych jest coraz częściej rozważana przez polskie podmioty jako alternatywne dla kredytów bankowych źródło finansowania. Dotyczy to w szczególności kapitału od inwestorów, którzy nie są aktywni na polskim rynku finansowym. Nie bez znaczenia pozostaje fakt, iż wyemitowanie euroobligacji jest potwierdzeniem znaczącej pozycji przedsiębiorstwa na rynku.

W niniejszym opracowaniu przedstawiamy struktury, które są najczęściej wykorzystywane przez polskie podmioty do emisji euroobligacji. Poniższe opracowanie nie wyczerpuje jednak wszystkich dostępnych struktur.

## Zagadnienia

- Optymalizacja podatkowa – główny czynnik wpływający na wybór struktury emisji
- Emisje bezpośrednie
- Emisje pośrednie, z zastosowaniem gwarancji
- Emisje pośrednie, z zastosowaniem kaucji
- Emisje pośrednie, tzw. *loan participation notes*

### Optymalizacja podatkowa – główny czynnik wpływający na wybór struktury emisji

Na decyzję emitenta co do wyboru właściwej struktury wpływają przede wszystkim kwestie podatkowe. Najważniejszą z nich jest uniknięcie, a jeżeli takie rozwiązanie nie jest możliwe, maksymalne ograniczenie, podatku płaconego przez nabywców od dochodów uzyskiwanych przez nich z tytułu euroobligacji, a więc przede wszystkim odsetek od euroobligacji. Co prawda podatnikami są w takim wypadku posiadacze euroobligacji, jednak "ekonomicznym" kosztem takiego podatku zostanie obciążony emitent, gdyż standardowym zapisem w dokumentacji euroobligacji jest zobowiązanie emitenta do tzw. "ubruttowienia" (Gross up) płatności dokonywanych na rzecz posiadaczy euroobligacji ("**ryzyko ubruttowienia**"), co w znacznym stopniu wpłynie na koszt uzyskania finansowania przez emitenta.

### Emisje bezpośrednie – zwolnione z podatku lub adresowane do wyselekcjonowanej grupy inwestorów

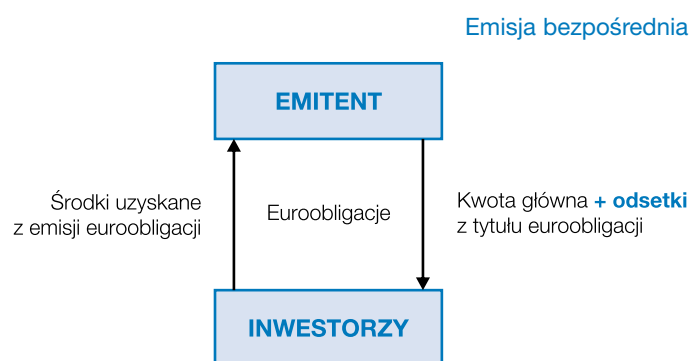
Emitenci korzystający z tej struktury (przykłady): **Skarb Państwa, Miasto Stołeczne Warszawa, Miasto Kraków, Polskie Koleje Państwowe S.A.**

Co do zasady, dochody z tytułu euroobligacji podlegają w Polsce opodatkowaniu. Możliwe jest uniknięcie takiego opodatkowania w wyniku ustawowego zwolnienia lub

indywidualnego zwolnienia wydawanego przez Ministra Finansów w formie rozporządzenia. Zwolnienia takie mają obecnie zastosowanie do emisji dokonywanych przez Skarb Państwa, Miasto Stołeczne Warszawa i Bank Gospodarstwa Krajowego.

Nie jest jednak prawdopodobne uzyskanie stosownego zwolnienia przez spółki kapitałowe, a bezpośrednia emisja euroobligacji przez polski podmiot, bez uzyskania zwolnienia od podatku, choć jest oczywiście możliwa, wiąże się z ryzykiem pomniejszenia wypłat na rzecz posiadaczy euroobligacji o należny podatek. W takiej sytuacji emitent może się zdecydować na emisję bezpośrednią, narażając się na ryzyko ubruttowienia lub przeprowadzić emisję pośrednią za pośrednictwem spółki specjalnego przeznaczenia (utworzonej w jednym z państw, z którym Polska ma zawartą korzystną umowę o unikaniu podwójnego opodatkowania (o czym dalej)).

Ryzyko ubruttowienia w przypadku emisji bezpośredniej może być także ograniczone, w zakresie niejako automatycznego potrącenia 20% podatku, poprzez uzyskanie od inwestorów certyfikatów rezydencji podatkowej. W takiej sytuacji konieczne jest wprowadzenie w warunkach emisji obowiązku posiadaczy euroobligacji do dostarczenia emitentowi certyfikatów rezydencji podatkowej potwierdzających takie zwolnienie. Praktycznym problemem może być także to, iż dotychczas systemy rozliczeniowe nie były w stanie z odpowiednim wyprzedzeniem zidentyfikować aktualnych posiadaczy euroobligacji, aby umożliwić im dostarczenie certyfikatów rezydencji podatkowej. Przykład ostatniej emisji euroobligacji przez Polskie Koleje Państwowe S.A. wskazuje jednak, iż możliwe jest znalezienie rozwiązania, satysfakcjonującego tak dla emitenta, jak i izby rozliczeniowej.



## Emisje pośrednie (dokonywane przez SPV)

### Wykorzystanie SPV

W przypadku gdy korzystanie ze zwolnienia nie jest możliwe, a emitent nie godzi się na ponoszenie ryzyka ubruttowienia związanego z emisją bezpośrednią, do optymalizacji podatkowej wykorzystuje się spółkę specjalnego przeznaczenia ("**SPV**"). SPV jest utworzona w jednym z państw, z którym Polska ma zawartą korzystną umowę o unikaniu podwójnego opodatkowania (obecnie najczęściej wybieranym krajem jest Szwecja), a które nie pobiera podatku od dochodów z tytułu euroobligacji. W takim przypadku SPV wyemituje euroobligacje do inwestorów (posiadaczy obligacji), a środki uzyskane z emisji zostaną przekazane do polskiego podmiotu będącego ich faktycznym beneficjentem ("**Beneficjent**"), najczęściej przy wykorzystaniu pożyczki zaciąganej przez Beneficjenta w SPV, obligacji emitowanych przez Beneficjenta i obejmowanych przez SPV, bądź kaucji złożonej przez SPV u Beneficjenta.

### Obsługa zadłużenia przez SPV

Zadłużenie SPV z tytułu euroobligacji będzie najczęściej obsługiwane z płatności uzyskiwanych przez SPV od Beneficjenta z tytułu oprocentowania kapitału pożyczki, obligacji lub kaucji oraz zwrotu kapitału pożyczki, wykupu obligacji objętych przez SPV, bądź zwrotu kaucji.

### Beneficial ownership

W większości przypadków korzystanie z umów o unikaniu podwójnego opodatkowania wymaga aby SPV była osobą uprawnioną do otrzymywania odsetek (tzw. beneficial ownership), w związku z czym może być konieczne uzyskanie pozytywnej opinii doradcy prawnego lub podatkowego, bądź nawet korzystnej indywidualnej interpretacji podatkowej.

### Implementacja Dyrektywy Odsetkowej

Obecnie najczęściej wybieranym krajem dla SPV jest Szwecja, jednakże konieczność zapłacenia podatku pobieranego u źródła zniknie od 1 lipca 2013 r. w związku z zakończeniem okresu przejściowego na dostosowanie polskiego prawa do tzw. Dyrektywy Odsetkowej (Dyrektywa Rady 2003/49/WE). Oznacza to, iż od tej daty SPV będzie mogła być założona w każdym z Państw Europejskiego Obszaru Gospodarczego, a nie w tych z którymi Polska ma zawarte korzystne umowy o unikaniu podwójnego opodatkowania.

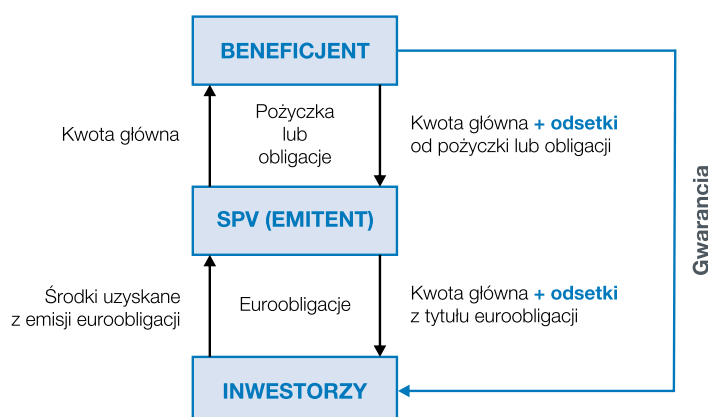
Oczywiście, na wybór kraju dla utworzenia SPV wpływ mają także inne czynniki, takie jak np. kwestie corporate governance, konieczność utrzymania marży, itd.

### Emisje pośrednie, z zastosowaniem gwarancji

Beneficjenci korzystający z tej struktury (przykłady): **ENERGA S.A., PGNiG S.A., Polkomtel S.A., Telekomunikacja Polska S.A., Koleje Mazowieckie sp. z o.o.**

W praktyce, aby ograniczyć ryzyko inwestorów związane z faktem, że SPV nie posiada znaczącego majątku poza wierzytelnościami wobec Beneficjenta z tytułu udzielonej pożyczki lub objętych przez SPV obligacji Beneficjenta, Beneficjent udziela inwestorom gwarancji spełnienia przez SPV jej zobowiązań z tytułu euroobligacji ("**Struktura Gwarantowanej Emisji**").

Struktura Gwarantowanej Emisji

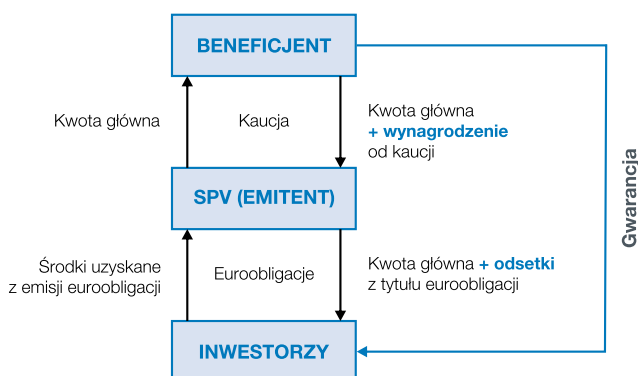


## Emisje pośrednie, z zastosowaniem kaucji

Beneficjenci korzystający z tej struktury (przykłady): **Bank Ochrony Środowiska S.A., Getin Noble S.A., BRE Bank S.A.**

Wybór Struktury Gwarantowanej Emisji, gdzie środki z emisji euroobligacji przekazywane są od SPV do Beneficjenta w formie pożyczki lub obligacji ma istotne konsekwencje regulacyjne (m.in. ze względu na znaczną ekspozycję wobec SPV). Najprostszym rozwiązaniem tej kwestii jest zastąpienie pożyczki lub obligacji kaucją składaną przez SPV w banku-Beneficjencie ("**Struktura z Kaucją**"). Struktura z Kaucją jest odmianą Struktury Gwarantowanej Emisji, a Kaucja stanowi zabezpieczenie roszczeń regresowych Beneficjenta wobec SPV w przypadku, gdyby Beneficjent musiał dokonać na rzecz obligatariuszy (lub ich powiernika) płatności z tytułu gwarancji.

Struktura z Kaucją



## Emisje pośrednie, z ograniczonym regresem do Beneficjenta

Beneficjenci korzystający z tej struktury (przykłady): **Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A., Bank Millennium S.A., Bank BPH S.A.**

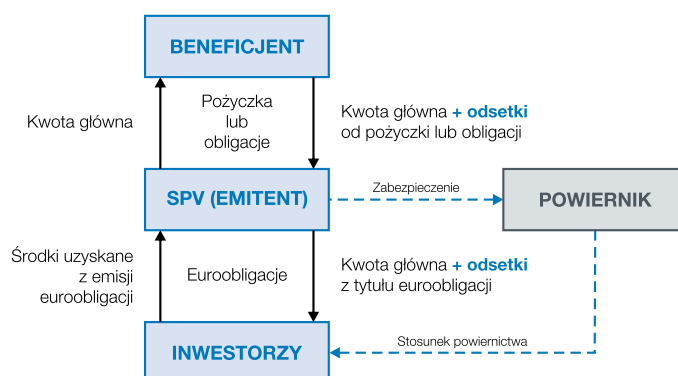
W praktyce stosowana jest także struktura z ograniczonym regresem do Beneficjenta, tj. poprzez emisję tzw. loan participation notes ("**Struktura LPN**"), gdzie, w odróżnieniu od Struktury Gwarantowanej Emisji Beneficjent nie udziela gwarancji na rzecz posiadaczy euroobligacji. W tej strukturze regres inwestorów jest ograniczony wyłącznie do wierzytelności SPV wobec Beneficjenta o zwrot pożyczki lub wykup obligacji. Na tych wierzytelnościach ustanawiane są zwykle przez SPV na rzecz obligatariuszy (lub ich powiernika) zabezpieczenia i do obciążonych aktywów ograniczony jest regres inwestorów wobec Beneficjenta.

W rezultacie, nie istnieje zobowiązanie Beneficjenta względem inwestorów, za które Beneficjent będzie odpowiadał całym swoim majątkiem. Struktura ta może być jednakże z tego względu trudniejsza do zaakceptowania dla inwestorów.

Podobnie jak Struktura z Kaucją, Struktura LPN wykorzystywana jest głównie przez banki, ponieważ ze względu na brak gwarancji ograniczona jest występująca w Strukturze Gwarantowanej Emisji znaczna ekspozycja wobec SPV. Dodatkowo, taka struktura może też ułatwić emisję długu podporządkowanego przez banki.

W Strukturze LPN uzyskanie pozytywnej opinii doradcy prawnego lub podatkowego, bądź korzystnej indywidualnej interpretacji podatkowej dotyczącej beneficial ownership jest szczególnie istotne ze względu na brak gwarancji od Beneficjenta.

Struktura LPN



## Przykładowe doświadczenie Clifford Chance przy emisjach euroobligacji przez polskie podmioty

Emisje bezpośrednie:	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ doradztwo na rzecz Organizatorów przy ustanowieniu programu i kilkudziesięciu emisjach euroobligacji przez Skarb Państwa</li> <li>■ doradztwo na rzecz Organizatorów przy emisji euroobligacji przez Miasto Kraków</li> </ul>
Emisje pośrednie, z zastosowaniem Struktury Gwarantowanej Emisji:	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ doradztwo na rzecz Organizatorów przy ustanowieniu programu emisji euroobligacji przez Polkomtel S.A.</li> <li>■ doradztwo na rzecz Beneficjenta przy emisji obligacji emitowanych w ramach programu EMTN przez ENERGA S.A.</li> <li>■ doradztwo na rzecz Organizatorów przy emisji euroobligacji przez Koleje Mazowieckie sp. z o.o.</li> </ul>
Emisje pośrednie, z zastosowaniem Struktury z Kaucją:	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ doradztwo na rzecz Organizatorów przy emisji euroobligacji przez Bank Ochrony Środowiska S.A.</li> </ul>
Emisje pośrednie, z zastosowaniem Struktury LPN:	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ doradztwo na rzecz Organizatorów przy ustanowieniu programu emisji euroobligacji przez Powszechną Kasę Oszczędności Bank Polski S.A.</li> <li>■ doradztwo na rzecz Beneficjenta przy emisji euroobligacji przez Bank Millennium S.A.</li> <li>■ doradztwo na rzecz Beneficjenta przy emisji euroobligacji przez Bank BPH S.A.</li> </ul>

Notatki:

Notatki:

## Osoby kontaktowe

W celu omówienia wszelkich zagadnień zawartych w tej publikacji, prosimy o kontakt z jednym z naszych prawników poniżej:



**Grzegorz Namiotkiewicz**  
Partner

T: +48 22 627 11 77  
E: grzegorz.namiotkiewicz@cliffordchance.com



**Tomasz Szymura**  
Counsel

T: +48 22 627 11 77  
E: tomasz.szymura@cliffordchance.com



**Andrzej Stosio**  
Partner

T: +48 22 627 11 77  
E: andrzej.stosio@cliffordchance.com



**Grzegorz Abram**  
Senior Associate

T: +48 22 627 11 77  
E: grzegorz.abram@cliffordchance.com



**Jakub Wieczorek**  
Associate

T: +48 22 627 11 77  
E: jakub.wieczorek@cliffordchance.com

© Clifford Chance 2013, Maj  
Clifford Chance Janicka, Krużewski, Namiotkiewicz i wspólnicy  
spółka komandytowa  
Norway House, ul. Lwowska 19, 00-660 Warsaw, Poland

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