

JAK DUŻO MUSI POWIEDZIEĆ O SOBIE EMITENT OBLIGACJI W PROPOZYCJI NABYCIA?

Emitent powinien każdorazowo oceniać, jaki zakres informacji jest niezbędny dla wyczerpującej oceny jego sytuacji finansowej – takiej wskazówki udziela emitentom obligacji Sąd Najwyższy w niedawno wydanym wyroku.

Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 23 czerwca 2020 r., sygn. V CSK 506/18 to jedno z rzadkich orzeczeń na temat zakresu informacji wymaganych od emitentów w propozycji nabycia obligacji. Jak się okazuje, ta kwestia nie była oczywista również dla sądów, na co wskazuje odmiennosc poglądów przedstawionych przez sądy powszechne a Sąd Najwyższy. O ile orzeczenie zapadło w poprzednim stanie prawnym¹, konkluzje Sądu Najwyższego nadal pozostają w mocy.

Propozycja nabycia wymagana była w ramach oferty prywatnej (zgodnie z obowiązującą wtedy terminologią). Obecnie, propozycja nabycia stanowi również podstawowy dokument podczas emisji niewymagającej prospektu bądź memorandum informacyjnego. Z tego względu, orzeczenie może stanowić przestrożę i przypomnienie dla emitentów jak istotne jest dbanie o rzetelność informacji przekazywanych inwestorom.

SPORNE OBLIGACJE

Wydany kilka miesięcy temu wyrok dotyczy sprawy, która ma swoje początki już w 2012 r., kiedy to powód, będący osobą fizyczną, w ramach ówczesnej oferty prywatnej nabył obligacje pewnej spółki za łączną sumę 3 mln zł. Do nabycia obligacji zachęciły powoda stała: 11% stopa zwrotu oraz zabezpieczenie obligacji hipoteką łączną na wszystkich bądź wybranych nieruchomościach przedstawionych w propozycji nabycia obligacji. Ostatecznie hipoteka została ustanowiona na 7 nieruchomościach, które zostały wycenione przez biegłego na ponad 42 mln zł, co czterokrotnie przewyższało wartość emisji całej serii.

Niestety, kiedy dwa lata później nadszedł dzień wykupu, powód nie otrzymał ani kwoty wykupu obligacji ani obiecanych odsetek. Na jaw wyszło, że sytuacja finansowa spółki od dawna była trudna, co w ostateczności doprowadziło do ogłoszenia jej upadłości. Sytuacji powoda nie poprawiało również zabezpieczenie obligacji, ponieważ w ramach egzekucji okazało się, że hipoteka ustanowiona na zabezpieczenie obligacji nie miała pierwszeństwa. Wcześniejsza hipoteka zabezpieczała wierzytelności o łącznej

Kluczowe zagadnienia

- Jaki powinien być zakres informacji przekazywanych przez emitentów obligacji?
- Czy emisja niepubliczna lub nie wymagająca prospektu bądź memorandum informacyjnego może oznaczać niższe standardy informacyjne?
- Czy możliwa jest odpowiedzialność cywilna za szkodę wyrządzoną przekazaniem nieprawdziwych lub niekompletnych informacji w propozycji nabycia?
- Kto może odpowiadać za niedopełnienie obowiązków informacyjnych?

¹ ustawa z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach

wartości ponad 30 mln zł, co przekraczało wartość, za którą mogły zostać sprzedane nieruchomości w ramach egzekucji.

Powód uznał, że za jego niekorzystną decyzję inwestycyjną winę ponoszą członkowie zarządu spółki. Według niego, członkowie zarządu byli obowiązani do przekazania wszelkich istotnych informacji w propozycji nabycia obligacji, a niezamieszczenie informacji o wcześniejszych hipotekach ten obowiązek naruszało. W związku z tym, powód pozwał członków zarządu spółki i zażądał od nich zapłaty 3 mln zł wraz z odsetkami w związku z poniesioną przez niego szkodą.

NIKT NIE OBIECYWAŁ

Sąd Okręgowy, a następnie Sąd Apelacyjny nie dopatrzył się nieprawidłowości w postępowaniu członków zarządu spółki. Sądy stanęły na stanowisku, że spółka zobowiązana była do przekazania tylko tych informacji, które szczegółowo wymieniono w ustawie o obligacjach². W kwestii zabezpieczeń, przepisy prawa wymagały podania informacji dotyczących nieruchomości, na których ustanowione zostaną hipoteki oraz poddania ich wycenie przez biegłego, a w tym zakresie spółka dopełniła formalności. Świadomość członków zarządu, że na nieruchomościach zostały ustanowione hipoteki o wyższym pierwszeństwie nie miała według sądów znaczenia. Jak podkreślił Sąd Okręgowy *"postanowienia dotyczące zabezpieczenia obligacji nie gwarantowały, że wpis w księdze wieczystej zostanie dokonany z numerem jeden"*.

Jednocześnie sądy uznały, że przeciwko roszczeniom powoda przemawia fakt, że nie zapoznał się dokładnie z dokumentacją dotyczącą obligacji, a jedynie polegał na informacjach przekazanych mu przez pośrednika. Gdyby powód wykazał się większą inicjatywą, mógłby samodzielnie odszukać informacje dotyczące kondycji spółki czy sprawdzić zapisy w księgach wieczystych nieruchomości.

MINIMUM NIE WYSTARCZY

Mimo przegranej w obu instancjach, powód skierował skargę kasacyjną do Sądu Najwyższego. Ten z kolei uznał formalistyczne podejście sądów powszechnych za nieprawidłowe. Podanie informacji wprost wskazanych w ustawie o obligacjach jest co prawda obowiązkowe, ale to minimum, które nie zawsze wystarcza. Przekazywane przez emitentów dane powinny przede wszystkim umożliwiać dokonanie realnej oceny sytuacji finansowej emitenta i ryzyka związanego z nabyciem obligacji. Oznacza to, że w zależności od charakteru działalności emitenta, jego specyficznej sytuacji finansowej czy rodzaju oferowanych obligacji, zakres prawnie wymaganych informacji może się różnić.

Według Sądu Najwyższego przemilczenie faktu ustanowienia na nieruchomościach wcześniejszych hipotek, narusza wymóg rzetelności, kompletności i prawdziwości informacji, które spółka jako emitent powinna przekazać. W tej sytuacji, dokonanie rzeczywistej oceny wiarygodności zabezpieczenia nie było możliwe. Co więcej, ze względu na przyjęte przez sądy stanowisko, niesłusznie zaniechały one dokładnego sprawdzenia czy pozostałe informacje zawarte w propozycji nabycia wystarczały do oceny wszelkich innych istotnych okoliczności związanych z inwestycją.

² Mowa o art. 10 ustawy z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach. Dzisiejszym odpowiednikiem art. 10 ustawy z 1995 r. jest art. 35 ustawy z 15 stycznia 2015 r. o obligacjach.

Sąd Najwyższy podkreślił, że jakość udostępnianych informacji ma kluczowe znaczenie dla całego rynku kapitałowego. Polegają na nich nie tylko potencjalni inwestorzy, ale również inni uczestnicy obrotu, jak pośrednicy czy doradcy finansowi. Dlatego przygotowując propozycję nabycia, emitenci muszą szczególnie dbać o prawidłowość zawartych tam informacji. Obowiązek ten jest aktualny niezależnie od tego czy inwestor kiedykolwiek zapozna się dokumentacją czy może już przedstawione dane zna lub może łatwo znaleźć.

W związku z tym, Sąd Najwyższy uchylił wyrok i przekazał sprawę do ponownego rozpoznania Sądowi Apelacyjnemu.

NIE TYLKO EMITENT

Ważną informacją wynikającą z wyroku Sądu Najwyższego jest, że za niedopełnienie obowiązków informacyjnych odpowiadać cywilnie może nie tylko emitent, ale również inne osoby przygotowujące propozycję nabycia. Odpowiedzialność za szkodę wyrządzoną podaniem nieprawdziwych, niekompletnych bądź nierzetelnych informacji, może dotyczyć m.in. członków zarządu – nawet mimo występowania przez nich jako reprezentantów emitenta będącego osobą prawną.

Choć przepisy ustawy o obligacjach nie przewidują wprost odpowiedzialności deliktowej za niedopełnienie obowiązków informacyjnych w ramach emisji wymagających jedynie propozycji nabycia, to Sąd Najwyższy doszukał się jej w art. 484 Kodeksu spółek handlowych. Według tego przepisu, kto współdziałał w wydaniu przez spółkę m.in. obligacji, obowiązany jest do naprawienia wyrządzonej szkody, jeżeli zamieścił w ogłoszeniach lub zapisach fałszywe dane lub zataił okoliczności, które powinny być ujawnione zgodnie z obowiązującymi przepisami. Odpowiedzialność ta opiera się na zasadach winy i jest niezależna od tego czy szkoda powstała wskutek działania umyślnego czy niedbalstwa.

PEŁNA PRZEJRZYSTOŚĆ

Chociaż wyrok został wydany na tle przepisów już nieobowiązującej ustawy o obligacjach z 1995 r., to zasada w nim wyrażona pozostaje aktualna. Informacje zawarte w propozycji nabycia powinny samodzielnie pozwalać na ocenę sytuacji finansowej emitenta. Takie sformułowanie wskazuje, że nie da się z góry określić uniwersalnego katalogu takich informacji, a ich dobranie jest obowiązkiem emitentów.

Nie ulega wątpliwości, że propozycja nabycia nie podlega tak rygorystycznym i rozległym wymogom jak prospekt czy memorandum informacyjne. Nie oznacza to jednak obniżenia standardu rzetelności i dokładności danych dotyczących sytuacji finansowej emitenta zawartych w propozycji nabycia. Należy o tym pamiętać, ponieważ za szkodę wyrządzoną brakami w informacjach mogą odpowiadać osoby odpowiedzialne za sporządzenie takich informacji w imieniu emitenta, w tym członkowie zarządu.

KONTAKT

Grzegorz Namiotkiewicz
Partner

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

Grzegorz Abram
Counsel

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

Zuzanna Bartczak

T +48 22 627 11 77
E zuzanna.bartczak
@cliffordchance.com

Niniejsza publikacja nie omawia wszystkich istotnych zagadnień i nie obejmuje wszystkich aspektów przedstawionych zagadnień. Niniejsza publikacja nie stanowi porady prawnej ani żadnej innej porady.

www.cliffordchance.com

Norway House, ul. Lwowska 19, 00-660
Warszawa, Polska

© Clifford Chance 2020

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

Abu Zabi • Amsterdam • Barcelona • Pekin •
Bruksela • Bukareszt • Casablanca • Dubaj •
Düsseldorf • Frankfurt • Hongkong • Istambul
Londyn • Luksemburg • Madryt • Mediolan •
Moskwa • Monachium • Newcastle • Nowy
Jork • Paris • Perth • Praga • Rzym • São
Paulo • Seul • Shanghai • Singapur • Sydney
Tokio • Warszawa • Waszyngton

Clifford Chance – umowa o współpracy z
Abuhimed Alsheikh Alhagbani Law Firm w
Rijadzie.

Clifford Chance – umowa *best friends
relationship* z Redcliffe Partners na Ukrainie.