

PATRYCJA ZAWADZKA

Uniwersytet Wrocławski

PRAWNE ASPEKTY EMISJI OBLIGACJI PRZEZ JEDNOSTKI
SAMORZĄDU TERYTORIALNEGO

Jednostki samorządu terytorialnego w ostatnich latach na coraz większą skalę emitują obligacje komunalne. Środki pozyskane na rynku kapitałowym stanowią alternatywne — względem kredytów bankowych — źródło finansowania deficytu budżetowego oraz inwestycji samorządowych takich, jak m.in. inwestycje drogowe, oświatowe, z ochrony środowiska, zakup środków transportu dla komunikacji miejskiej. Przedmiotem niniejszego artykułu jest analiza prawnych regulacji związanych z wprowadzeniem obligacji na rynek regulowany.

1. INSTYTUCJONALNO-PRAWNE UWARUNKOWANIA POLSKIEGO
RYNKU KAPITAŁOWEGO

Rynek kapitałowy obejmuje transakcje długoterminowe, których przedmiotem jest kapitał z terminem zapadalności przekraczającym jeden rok¹. Na rynku tym obrót papierami wartościowymi może występować w formie obrotu zorganizowanego lub niezorganizowanego. Obrót zorganizowany oznacza obrót pierwotny lub wtórny papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi, dokonywany na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu (zob. art. 3 pkt 9 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi²). Rynek regulowany na terytorium Rzeczypospolitej Polski obejmuje rynek giełdowy i pozagiełdowy (zob. art. 15 u.o.i.f.). Rynek giełdowy — najbardziej sformalizowany — jest organizowany przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., a rynek pozagiełdowy — o mniej sformalizowanym charakterze — przez spółkę BondSpot S.A. Do dnia

¹ Szerzej: P. Zawadzka, *Fundusz inwestycyjny w systemie instytucji finansowych*, Warszawa 2009, s. 4 nn.

² Tekst jedn. Dz.U. z 2010 r., Nr 211, poz. 1384 ze zm.; zwana dalej u.o.i.f.

18 września 2009 r. rynek pozagiełdowy był organizowany przez MTS-CeTO S.A. (od 6 grudnia 1996 r. do maja 2004 r. przez Centralną Tabelę Ofert S.A. — regulowany rynek pozagiełdowy CeTO³). Przez alternatywny system obrotu rozumie się — zgodnie z art. 3 pkt 2 u.o.i.f. — wielostronny system obrotu dokonywanego poza rynkiem regulowanym, którego przedmiotem są papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego⁴. Kwestie proceduralne, związane z wprowadzeniem papierów wartościowych na rynek regulowany oraz obowiązkami emitenta w tym zakresie, reguluje ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁵. Najważniejszą rolę w zakresie zorganizowanego (dawniej „publicznego”) obrotu obligacjami komunalnymi odgrywa w Polsce Rynek Obligacji Catalyst, który rozpoczął działalność dnia 30 września 2009 r.

Obiót niezorganizowany odbywa się na rynku niepublicznym, tzw. wolnym rynku papierów wartościowych, i funkcjonuje na podstawie przepisów ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. — Kodeks cywilny⁶, ustawy z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych⁷ oraz ustaw szczegółowych odnoszących się do poszczególnych rodzajów papierów wartościowych, np. ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach⁸, ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe⁹, ustawy z dnia 28 kwietnia 1936 r. — Prawo wekslowe¹⁰ czy ustawy z dnia 28 kwietnia 1936 r. — Prawo czekowe¹¹. W obrocie niezorganizowanym mogą funkcjonować te same papiery wartościowe co w obrocie zorganizowanym, jak np. akcje czy obligacje, jeżeli na etapie procesu emisyjnego nie zostaną spełnione przesłanki ustawowe oferty publicznej, takie jak m.in. skierowanie propozycji nabycia do

³ Na rynku pozagiełdowym CeTO dokonywano emisji obligacji komunalnych oraz przedsiębiorstw komunalnych (w tym m.in. Holikom S.A. z siedzibą w Ostrowie Wielkopolskim oraz AQUA S.A. z siedzibą w Bielsku-Białej). Jako pierwsze emisje obligacji komunalnych notowanych na rynku regulowanym CeTO wskazuje się emisje obligacji komunalnych miast: Ostrowa Wielkopolskiego, Rybnika i Poznania, przy czym emisje pierwszego z miast były emisjami niepublicznymi, a dopiero później zostały wprowadzone do obrotu publicznego. Zob. S. Huczek, *Komunalne papiery wartościowe na rynku regulowanym*, FK 2007, nr 4, s. 18 i cyt. tam A. Babczuk, A. Janusz, *Obligacje municypalne jako obszar współpracy jednostek samorządu terytorialnego z bankami — teoria i praktyka*, [w:] *Prawne i finansowe aspekty finansowania samorządu terytorialnego*, red. S. Dolata, Opole 2000, s. 460.

⁴ Alternatywny system obrotu (ASO) może być organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany. W Polsce ASO jest rynek NewConnect organizowany przez Giełdę Papierów Wartościowych S.A.

⁵ Tekst jedn. Dz.U. z 2009 r., Nr 185, poz. 1439 ze zm.; zwana dalej u.o.p.

⁶ Dz.U. nr 16, poz. 93 ze zm.; zwana dalej k.c.

⁷ Dz.U. Nr 94, poz. 1037 ze zm.

⁸ Tekst jedn. z 2001 r., Nr 120, poz. 1300 ze zm.; zwana dalej u.o.

⁹ Tekst jedn. Dz.U. z 2002 r., Nr 72, poz. 665 ze zm.

¹⁰ Dz.U. Nr 37, poz. 282 ze zm.

¹¹ Dz.U. Nr 37, poz. 283 ze zm.

co najmniej 100 adresatów (art. 3 u.o.p.)¹². Na rynku niezorganizowanym obrót walorami odbywa się przy braku sformalizowanych zasad i procedur, jak również daleko posuniętej swobodzie zawierania umów. Umowy mają charakter dwustronny i są zawierane między j.s.t. a inwestorem.

2. EMISJA OBLIGACJI JAKO FORMA POZYSKANIA KAPITAŁU

Emisja obligacji — pod względem ekonomicznym — jest zbliżona do kredytu. Obligacje komunalne stanowią instrument finansowy, który umożliwia pozyskanie środków na przedsięwzięcia inwestycyjne, które nie mogą być w całości sfinansowane z budżetu j.s.t. Emitent nie ponosi kosztów prowizji pobieranej przy zaciągnięciu kredytu oraz nie jest kontrolowany w zakresie sposobu wykorzystania środków pochodzących ze sprzedaży obligacji. Na korzyść obligacji przemawia elastyczność w zakresie możliwych transzy pozyskiwania i spłacania środków oraz ewentualna karencja spłaty.

Zaletami emisji obligacji komunalnych są przede wszystkim: możliwość indywidualnego ustalenia przez j.s.t. harmonogramu spłaty kapitału, umożliwiająca dopasowanie terminów pozyskiwania środków poprzez podział emisji na serie i transze; możliwość długiego okresu karencji w spłacie kapitału (np. 5–7 lat), co umożliwia dopasowanie spłat do sytuacji finansowej j.s.t.; stosunkowo niskie koszty obsługi (zasadniczo oparte na stawce WIBOR).

W ramach emisji obligacji jednostka samorządu terytorialnego indywidualnie ustala większość warunków emisji, takich jak m.in. terminy emisji, liczba transzy oraz warunki spłaty, przy uwzględnieniu obowiązujących przepisów prawa. Emisja obligacji komunalnych umożliwia pozyskanie środków na dłuższy czas aniżeli umowa kredytu¹³.

Koszty związane z emisją są — przy odpowiednio dużej skali emisji — niższe w porównaniu do kredytu bankowego przy uwzględnieniu kwoty zobowiązania, okresu spłaty, sposobu rozłożenia płatności, ewentualnej karencji w spłacie. Warto zwrócić uwagę na wiele pozytywnych aspektów emisji: fakt, że emisja nie wymaga ustanowienia szczególnego zabezpieczenia (np. w postaci wpisu hipoteki do księgi wieczystej na nieruchomości j.s.t.), efekt marketingowy (j.s.t. dokonująca emisji jest odbierana jako podmiot korzystający z nowoczesnych instrumentów zarządzania finansami); możliwość rozłożenia spłaty rat (nawet na okres 15–20 lat) oraz zastrzeżenie w warunkach emisji wcześniejszego wykupu obligacji.

¹² Oferta nie jest jeszcze obrotem, a zaledwie propozycją zawarcia umowy (wyrok WSA w Warszawie z 2 marca 2007 r., III SA/Wa, niepubl.; oraz wyrok WSA w Gdańsku z 4 stycznia 2007 r., I SA/Gd 838/06, niepubl.).

¹³ Obecnie popularne są obligacje komunalne z siedmio- i dziesięcioletnim okresem zapadalności. Jednostki samorządu terytorialnego rzadziej emitują obligacje z kilkunastoletnim okresem wykupu.

Cechą szczególną obligacji komunalnych jest konieczność oznaczenia celu emisji. Jednostka nie może przeznaczyć środków pochodzących z emisji obligacji na inne cele (art. 28 ust. 1 i 3 u.o.). Warto również zwrócić uwagę na zasadę niezmienności celu emisji obligacji¹⁴, która ma gwarantować inwestorom, iż środki pochodzące z emisji zostaną przeznaczone na zadania określone w prospekcie emisyjnym.

3. OGRANICZENIA PRAWNE PRZEPROWADZENIA EMISJI OBLIGACJI

Pierwszym podstawowym warunkiem przystąpienia do emisji obligacji komunalnych jest przestrzeganie indywidualnego wskaźnika zadłużenia uregulowanego w art. 243 u.f.p. Rzetelna analiza możliwości dokonania emisji, dokonana w kontekście dochodów i wydatków budżetowych oraz wieloletniej prognozy finansowej *in concreto*, powinna zatem poprzedzać podjęcie przez organ stanowiący j.s.t. uchwały w zakresie upoważnienia zarządu do zbadania możliwości emisji obligacji. Analiza możliwości przeprowadzenia emisji obligacji jest dokonywana w oparciu o długoterminową prognozę wolnych środków, przede wszystkim w kontekście indywidualnego wskaźnika zadłużenia. W ramach badania możliwości zadłużenia należy uwzględnić czynniki wewnętrzne, na które j.s.t. ma wpływ, ale także czynniki zewnętrzne, pozostające poza możliwościami ingerencji ze strony j.s.t., zwłaszcza sytuację makroekonomiczną, uwzględniającą sytuację gospodarczą kraju.

Po drugie, dokonując emisji obligacji, należy określić jej cel. Prawodawca wskazuje cztery możliwości przeznaczenia środków z emisji: pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu, finansowanie planowanego deficytu, spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów lub wyprzedzające finansowanie działań finansowanych ze środków pochodzących z budżetu Unii Europejskiej (art. 89 ust. 1 u.f.p.)¹⁵. Wyemitowane papiery wartościowe, z przeznaczeniem na pokrycie przejściowego deficytu budżetowego, podlegają wykupowi w tym samym roku, w którym zostały wyemitowane (art. 89 ust. 2 w zw. z ust. 1 u.f.p.).

Po trzecie, jeżeli emisja ma mieć charakter publiczny, na rynku zorganizowanym, informacja o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiąca dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych papierów wartościowych, powinna być udostępniona co najmniej 100 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób (zob.

¹⁴ Por. L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, s. 308.

¹⁵ W praktyce spotykane są dwa rodzaje obligacji refundacyjnych, tj. obligacji emitowanych w celu zastąpienia nimi dotychczasowych zobowiązań j.s.t.: konwersyjne — gdy emitent przekształca starą pożyczkę w nową, oraz skonsolidowane — gdy kilka pożyczek ma zastąpić jedna emisja obligacji.

art. 3 ust. 3 u.o.p.)¹⁶, przy czym należy zauważyć, iż — zgodnie ze stanowiskiem judykatury — publiczny charakter oferty jest wtedy, gdy oferta jest adresowana do wszystkich, a nie tylko do ograniczonego kręgu adresatów.

Po czwarte, w budżecie j.s.t. powinna znaleźć się informacja o zamiarze emisji, wskazanie jej wielkości oraz przeznaczeniem środków z emisji.

Po piąte, należy dokonać wyboru agenta emisji. Jednostki samorządu terytorialnego powierzają czynności z zakresu procesu emisyjnego wyspecjalizowanym podmiotom, takim jak banki, przedsiębiorstwa konsultingowe oraz firmy inwestycyjne¹⁷. W ramach tzw. umowy emisyjnej firma inwestycyjna jest zobowiązana do realizacji obowiązków emitenta, o których mowa w art. 42 u.o.p., a zatem do pośrednictwa w postępowaniu administracyjnym w procesie oceny przez Komisję Nadzoru Finansowego memorandum informacyjnego, jeżeli takowe było sporządzane w związku z ubieganiem się o wprowadzenie walorów na rynek giełdowy¹⁸. Ponadto zawierana jest umowa z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych S.A., która ma za zadanie zarejestrowanie obligacji komunalnych oraz przydzielenie im indywidualnego kodu identyfikacyjnego ISIN (ang. *International Securities Identification Number*).

Pewne ograniczenia wynikają z ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych¹⁹ — m.in. w zakresie celu emisji (art. 89 u.f.p.), dopuszczalnych limitów zadłużenia oraz konieczności uwzględnienia w w.p.f. Pozytywnym aspektem dla j.s.t. jest możliwość stosunkowo niedookreślonego wskazania celów emisji, np. ogólnie pojęta infrastruktura komunalna, w tym wskazanie kilku celów inwestycyjnych równocześnie.

Do sprzedaży obligacji nie znajdują zastosowania przepisy ustawy z dnia 29 stycznia 2004 r. Prawa zamówień publicznych²⁰.

4. TRYBY EMISJI

Emisja papierów wartościowych na rynku kapitałowym może nastąpić w jednym z trzech trybów:

¹⁶ Zob. wyrok WSA w Warszawie z 22 stycznia 2007 r., III SA/Wa 3928/06, niepubl., a także wyrok NSA w Warszawie z 2 grudnia 2005 r., FSK 2626/04, niepubl.

¹⁷ Przez pojęcie firmy inwestycyjnej należy rozumieć podmiot prowadzący działalność maklerską. Przez firmę inwestycyjną rozumie się dom maklerski, bank prowadzący działalność maklerską, zagraniczną firmę inwestycyjną prowadzącą działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczną osobę prawną z siedzibą na terytorium państwa należącego do OECD lub WTO, prowadzącą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską (art. 3 pkt 33 o.u.i.f.).

¹⁸ W związku z emisją obligacji na Rynku Obligacji Catalyst sporządzane są warunki emisji oraz dokument informacyjny.

¹⁹ Dz.U. Nr 157, poz. 1240 ze zm.; zwana dalej u.f.p.

²⁰ Tekst jedn. Dz.U. z 2007 r., Nr 223, poz. 1655 ze zm.; zwana dalej p.z.p.

- publicznego proponowania nabycia, zgodnie z ustawą o ofercie publicznej²¹;
- publicznego proponowania nabycia, do którego nie stosuje się ustawy o ofercie publicznej;
- w trybie emisji niepublicznej.

Ad 1. Publicznym proponowaniem nabycia jest proponowanie odpłatnego nabycia papierów wartościowych w dowolnej formie i w dowolny sposób, jeżeli propozycja jest skierowana do co najmniej 100 osób lub do nieoznaczonego adresata²². Tryb ten (oferta publiczna lub dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym) wymaga sporządzenia prospektu emisyjnego, zatwierdzenia go przez Komisję Nadzoru Finansowego oraz udostępnienia prospektu do publicznej wiadomości.

Ad 2. Oferta publiczna, do której nie stosuje się przepisów u.o.p., jest publicznym proponowaniem nabycia obligacji, które nie są przeznaczone do publicznego obrotu. Tym samym emitent nie musi spełniać obowiązków określonych w u.o.p. Jest to tryb szybszy, a jego koszty są niższe niż w ramach pierwszego trybu. Uproszczona procedura wiąże się z wyłączeniem obowiązku prospektowego, a więc brakiem konieczności sporządzania, zatwierdzania i podawania do publicznej wiadomości prospektu emisyjnego, zawiadamiania KNF, wprowadzania na rynek regulowany. W trybie tym j.s.t. współpracuje z podmiotem prowadzącym działalność maklerską (firmą inwestycyjną). Procedura emisji pokrywa się z trybem emisji zamkniętej, o której mowa w art. 9 pkt 3 u.o. Zastosowanie trybu jest możliwe przy spełnieniu przesłanek określonych w art. 7 ust. 3 pkt 1–4 u.o.p. (m.in. skierowania emisji do inwestorów kwalifikowanych lub odpowiednio wysokiej wartości emisji).

Ad 3. W ramach emisji niepublicznej obligacje są kierowane do oznaczonego adresata (emisja prywatna, emisja w trybie niepublicznego proponowania nabycia) i dokonywany jest obrót prywatny. Takie proponowanie nabycia wymaga podania do wiadomości ograniczonego zakresu informacji (zob. art. 10 u.o.).

Proces emisyjny obligacji w trybie emisji zamkniętej obejmuje kolejno: ustanowienie zabezpieczeń obligacji, zawarcie umowy underwritingowej, przygotowanie propozycji nabycia obligacji, skierowanie propozycji nabycia obligacji,

²¹ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn. Dz.U. z 2009 r., Nr 185, poz. 1439 ze zm.). Pierwszą w Polsce emisją o charakterze publicznym była emisja obligacji komunalnych miasta Rybnik, przeprowadzona w 2002 r.

²² Publiczne proponowanie nabycia papierów wartościowych może być dokonywane wyłącznie w drodze oferty publicznej, tj. udostępniania, co najmniej 100 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych papierów wartościowych (art. 3 ust. 2 i 3 ustawy o ofercie).

przyjęcie propozycji nabycia obligacji, przydział obligacji, wydanie dokumentu obligacji²³.

Wprowadzenie na Catalyst może być przeprowadzone w dwojaki sposób: poprzez uzyskanie autoryzacji obligacji na Rynku Catalyst albo w drodze skierowania emisji do obrotu zorganizowanego na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu.

5. PROCEDURA WPROWADZENIA OBLIGACJI DO OBROTU PUBLICZNEGO

Procedurę emisji obligacji rozpoczynają czynności rozpoznawcze, których istotą jest dokonanie przez j.s.t., zamierzającej zostać emitentem, analizy okoliczności związanych z planowaną emisją obligacji. Na tym etapie jest rozpatrywana zasadność emisji oraz jej tryb.

Niezbędne i bardzo doniosłe znaczenie w praktyce ma dokonanie tzw. analizy scenariuszowej, polegającej na uwzględnieniu granic zaciągania zobowiązań oraz wskazania potencjalnych zagrożeń w zakresie planowanych środków publicznych w wieloletniej prognozie finansowej (w.p.f.)²⁴. Szczegółowej analizie należy poddać czynniki ryzyka związane z działalnością j.s.t., które będą następnie zawarte w dokumencie informacyjnym²⁵.

²³ Szerzej: I. Weiss, [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 19. *Prawo papierów wartościowych*, red. A. Szumański, Warszawa 2006, s. 453–458.

²⁴ Wyznaczanie poza okres czteroletni jest ryzykowne, a trzeba pamiętać, że uchwała o w.p.f. powinna być realistyczna. P. Zawadzka, *Konsekwencje prawne przekroczenia przez jst indywidualnego wskaźnika zadłużenia określonego w art. 243 u.f.p.*, „Prawo Finansów Publicznych” 2012, nr 3, s. 11.

²⁵ Chodzi przede wszystkim o ryzyko pogorszenia sytuacji samorządów na skutek zwiększenia ich zadań. Zaplanowane przez j.s.t. środki na realizację określonego zadania mogą okazać się niewystarczające w stosunku do faktycznych potrzeb, jakie pojawiają się w perspektywie kilku lat od dnia emisji. W konsekwencji j.s.t. może zostać zmuszona do finansowania nowych zadań kosztem ograniczenia innych wydatków lub do zaciągnięcia dodatkowych zobowiązań. Nie można wykluczyć również ryzyka zmiany przepisów prawa, mającej bezpośredni wpływ na kształtowanie się zaplanowanego w prognozie finansowej poziomu dochodów j.s.t. Ponadto, jeżeli część zadań realizowanych przez j.s.t. ma być finansowana ze źródeł zewnętrznych o charakterze zwrotnym (kredyty, pożyczki, obligacje) lub bezzwrotnym (np. środki z funduszy UE), istnieje ryzyko, że jednostka nie otrzyma dofinansowania na dane zadanie, co spowoduje niemożność jego realizacji albo konieczność zwiększenia zadłużenia. Warto podnieść także kwestię, iż dochody j.s.t. w istotnej mierze pochodzą z podatków i opłat lokalnych oraz udziału w podatku dochodowym od osób fizycznych i podatku dochodowym od osób prawnych, co np. w sytuacji spowolnienia gospodarczego może znaleźć odzwierciedlenie w dochodach budżetowych. Należy także wskazać na ryzyko płynności obligacji — nie można zagwarantować, że pomimo wprowadzenia obligacji do oferty publicznej będzie występować zadowalająca płynność walorów. Szersze omówienie rodzajów ryzyka wykracza poza ramy tego artykułu i tym samym zostało pominięte.

Wybór trybu emisji jest uzależniony od wielu okoliczności. Pierwszym z czynników wpływających na wybór trybu emisji są możliwe rozmiary potencjalnego popytu na obligacje emitenta, który wpływa na możliwe rozmiary emisji obligacji; drugim czynnikiem są koszty związane z emisją, które kształtują się na znacznie wyższym poziomie w wypadku zastosowania trybu oferty publicznej; trzecim czynnikiem jest projektowany czas wykupu obligacji, który ściśle wiąże się z celem emisji²⁶.

6. CZYNNOŚCI POPRZEDZAJĄCE EMISJĘ OBLIGACJI

Cel oraz zasady zbywania i wykupu określa organ stanowiący w uchwale w sprawie emisji obligacji. Uchwała ta na podstawie art. 11 ust. 1 pkt 3 ustawy z dnia 7 października 1992 r. o regionalnych izbach obrachunkowych²⁷ podlega zaopiniowaniu przez organ nadzoru w zakresie zgodności z prawem. Ponadto, na podstawie art. 13 pkt 1 i art. 19 ust. 2, zaopiniowaniu przez skład orzekający r.i.o. podlega możliwość wykupu obligacji. Trzeci etap stanowi wybór agenta emisji²⁸.

W ramach oferty publicznej j.s.t. nie ma obowiązku sporządzania prospektu lub memorandum informacyjnego (art. 7 ust. 2 pkt 2 u.o.p. oraz art. 42 u.o.p.), a zatem procedura przed KNF w przedmiocie wprowadzania do obrotu obligacji komunalnych została zdecydowanie uproszczona²⁹. Wprowadzenie obligacji komunalnych do obrotu na Catalyst (na rynku regulowanym i w alternatywnym systemie obrotu) wymaga sporządzenia dokumentu informacyjnego przez autoryzowanego doradcę³⁰. Wprowadzenie instrumentów finansowych do obrotu w alternatywnym systemie obrotu nie stanowi dopuszczenia ani wprowadzenia tych instrumentów do obrotu na rynku giełdowym. Dokument informacyjny nie jest zatwierdzany pod względem zgodności informacji w nim zawartych ze stanem faktycznym lub przepisami prawa ani przez organ nadzoru (KNF), ani przez or-

²⁶ I. Weiss, *op. cit.*, s. 451.

²⁷ Tekst jedn. Dz.U. z 2001 r., Nr 55, poz. 577 ze zm.; zwana dalej u.r.i.o.

²⁸ Na podstawie art. 4 pkt 3 lit. j p.z.p. przepisów ustawy Prawo zamówień publicznych nie stosuje się do zamówień, których przedmiotem są „usługi finansowe związane z emisją, sprzedażą, kupnem lub transferem papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych, w szczególności związane z transakcjami mającymi na celu uzyskanie dla zamawiającego środków pieniężnych lub kapitału”. Przy wyborze agenta emisji problematycznie kształtowałoby się opracowanie kryteriów wyboru, zwłaszcza kryterium związanego z oceną doświadczenie i wiarygodności oferenta, czy też analiza rzeczywistych kosztów zadłużenia (tzw. wewnętrzna stopa zwrotu — ang. *Internal Rate of Return* (IRR)).

²⁹ Zob. przypis 19.

³⁰ Zakres działań autoryzowanego doradcy obejmuje: sporządzenie dokumentu informacyjnego, współpracę z j.s.t. w wypełnianiu obowiązków informacyjnych, bieżące doradztwo j.s.t. w zakresie dotyczącym funkcjonowania obligacji komunalnych w alternatywnym systemie obrotu.

organizatora obrotu. Podmiotem odpowiedzialnym za informacje zawarte w dokumencie informacyjnym jest sama j.s.t. będąca emitentem³¹.

Warto zauważyć, iż dla j.s.t. standard przygotowywania dokumentu informacyjnego został znacznie uproszczony. Dokument ten zawiera podstawowe informacje o j.s.t. oraz danej emisji obligacji³². W ramach rynku obligacji opracowany został *Rekomendowany standard konstrukcji obligacji korporacyjnych i samorządowych*³³.

Przy wprowadzeniu obligacji na Rynek Obligacji Catalyst wyłącznie dla uzyskania ich autoryzacji nie stosuje się rejestracji obligacji w KDPW. Wymóg dematerializacji nie obowiązuje, ze względów praktycznych warto jednak jej dokonać³⁴. Uzyskanie autoryzacji Catalyst wymaga, aby walorom emitenta został nadany przez KDPW kod ISIN oraz CFI, co jest niezbędne nawet w wypadku, gdy papiery wartościowe nie są zdematerializowane. Kody są przyznawane emitentowi po podpisaniu umowy, na podstawie wniosku (lub wniosków, jeżeli emitent chce uzyskać kod dla kilku serii). Procedura nadawania kodów obligacjom j.s.t. jest krótsza niż rejestracja innych instrumentów finansowych w KDPW. Dokumenty (wnioski oraz umowa) powinny być podpisane odpowiednio przez wójta, burmistrza albo prezydenta oraz kontrasygnowane przez skarbnika. Podobnie należy postąpić w wypadku wniosków składanych do organizatora rynku o dopuszczenie lub wprowadzenie do obrotu.

Przydział obligacji następuje w ciągu 6 tygodni od dnia skierowania ostatniej propozycji nabycia obligacji, chyba że emitent określi w warunkach emisji krótszy termin (art. 12 ust. 3 pkt 3 u.o.). Polega on na przypisaniu subskrybowanych obligacji pomiędzy osoby, które dokonały skutecznego zapisu na obligacje, a zatem w terminach określonych przez emitenta w warunkach emisji, oraz dokonały wpłat na obligacje.

W wypadku emisji niepublicznej indywidualnie określone adresaci, którzy przyjmują propozycje nabycia obligacji, zawierają z j.s.t., będącą emitentem, umowę przedemisyjną, określającą wzajemne zobowiązania emitenta i obligatariuszy. Przyjęcie propozycji nabycia obligacji następuje w terminie 3 tygodni od dnia jej otrzymania, chyba że emitent określił inny termin (art. 12 ust. 3 pkt 1 u.o.).

³¹ W odniesieniu do dokumentu nie można wykluczyć możliwości odpowiedniego zastosowania art. 22 ust. 4 u.o.p., który stanowi, iż za prawdziwość, rzetelność i kompletność informacji zamieszczonych w prospekcie emisyjnym odpowiada wiele osób, chociaż każda z nich w różnym zakresie.

³² Emitenci, których instrumenty finansowe już są notowane, nie mają obowiązku sporządzania dokumentu informacyjnego, lecz jedynie krótkiej noty informacyjnej.

³³ Źródło: http://gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy_do_pobrania/catalyst_standard_obligacji_euro.pdf (dostęp: 30.03.2013).

³⁴ Zob. § 6 Zasad Działania Catalyst, http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy_do_pobrania/Zasady_Dzialania_Catalyst_04.11.2010.pdf (dostęp: 30.03.2013).

7. UMOWY ZWIĄZANE Z EMISJĄ

7.1. UMOWA UNDERWRITINGOWA

W ramach emisji obligacji może dojść do zawarcia umowy underwritingowej, gwarantującej emitentowi dojście emisji do skutku³⁵.

Emisja w drodze otwartej subskrypcji bez udziału subemitenta polega na nabywaniu walorów przez inwestorów bezpośrednio w firmie inwestycyjnej³⁶. Emisja może jednak nastąpić przy udziale subemitenta, tj. w drodze zawarcia tzw. umowy underwritingowej, która może przybrać dwojakiego rodzaju formę: umowy o subemisję inwestycyjną, na podstawie której subemitent inwestycyjny (najczęściej bank) zobowiązuje się do nabycia na własny rachunek całości lub części emisji obligacji, które nie zostały subskrybowane przez inwestorów (na które nie złożono zapisów w terminie ich przyjmowania; zob. art. 4 pkt 12 oraz 14 ustawy o ofercie publicznej³⁷), oraz umowy o subemisję usługową, na podstawie której subemitent usługowy nabywa na własny rachunek całość lub część emisji obligacji w celu dalszego ich zbywania w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej³⁸. Określenie przez emitenta progu emisji obligacji (minimalnej liczby obligacji, których subskrybowanie jest wymagane do dojścia emisji do skutku) nie jest obecnie wymagane.

7.2. UMOWA Z BANKIEM REPREZENTANTEM

Umowa o reprezentację obligatariuszy wobec emitenta może być zawarta przez j.s.t. z bankiem reprezentantem przed rozpoczęciem emisji³⁹. Istotą umowy o reprezentację jest pełnienie przez bank funkcji przedstawiciela ustawowego obligatariuszy (inwestorów) wobec emitenta (zob. art. 30 u.o.).

³⁵ W sytuacji gdy emitent zawarł wcześniej umowę emisyjną z bankiem, najczęściej ten bank będzie underwriterem. Umowa underwritingu bywa także określana mianem gwarancji emisji (A. Chłopecki, [w:] A. Chłopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, Warszawa 2011, s. 71; oraz A.W. Wiśniewski, *Wybrane problemy tak zwanej gwarancji emisji*, „Głosa” 1995, nr 12).

³⁶ Pierwszej takiej emisji dokonał Poznań (w 2003 r.; następnie powtórzono to w 2006 r.).

³⁷ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn. Dz. U. z 2009 r., Nr 185, poz. 1439 ze zm., zwana dalej ustawą o ofercie publicznej). Zob. M. Kuźnicka, M. Marczuk, [w:] *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Warszawa 2012, s. 62.

³⁸ A. Chłopecki, *op. cit.*, s. 73. Umowy subemisji funkcjonują w praktyce obrotu także pod nazwą gwarancji emisji lub anglojęzycznym terminem *underwriting*. Zob. A.W. Wiśniewski, *op. cit.*; E. Frankowski, *Gwarantowanie emisji w prawie amerykańskim i polskim*, PPH 2003, nr 2; M. Romanowski, *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Warszawa 1999, s. 133.

³⁹ Zawarcie umowy o reprezentację jest obligatoryjne jedynie w sytuacji, gdy emisja jest zabezpieczona poręczeniem lub gwarancją Skarbu Państwa, a dodatkowo liczba nabywców obligacji jest wyższa niż 15 (zob. art. 29 u.o.).

7.3. UMOWA Z FIRMĄ INWESTYCYJNĄ

Umowa z firmą inwestycyjną jest niezbędna w wypadku dokonywania oferty publicznej albo obrotu obligacjami na rynku regulowanym (art. 19 ust. 1 pkt 2 u.o.i.f.). Umowa ta może zostać zawarta już na samym początku procesu emisyjnego⁴⁰.

Przy obrocie wtórnym obligacjami na Rynku Obligacji Catalyst konieczne jest zawarcie z firmą inwestycyjną umowy, na podstawie której firma będzie tzw. agentem emisji⁴¹. Przedmiotem tej umowy jest pośrednictwo w sprzedaży walo-rów na rynku⁴², w tym dokonywanie tzw. rozksięgowania obligacji zapisanych na rachunku agenta emisji przez KDPW na rachunki imienne inwestorów (obligata-riuszy), którzy nabyli obligacje w ofercie pierwotnej. Agent emisji podpisuje list księgowy obligacji, który jest składany w KDPW.

7.4. UMOWA Z KRAJOWYM DEPOZYTEM PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Przed rozpoczęciem oferty publicznej j.s.t. zawiera umowę z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych S.A., na podstawie której dokonana jest rejestracja w Krajowym Depozycie obligacji objętych ofertą publiczną (art. 5 ust. 3 u.o.i.f.). Obligacjom określonej serii emisji nadawany jest kod ISIN.

Obiót obligacjami na Rynku Obligacji Catalyst wymaga rejestracji w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW). Krajowy Depozyt oprócz prowadzenia ewidencji papierów wartościowych obsługuje również wykup i wypłatę odsetek. Rejestracja emisji w KDPW wiąże się ze złożeniem stosownego wniosku wraz z załącznikami, wśród których jest m.in. uchwała w sprawie emisji oraz tzw. list księgowy obligacji, zawierający najważniejsze informacje o obligacjach. Jednostka będąca emitentem zawiera umowę, na podstawie której obligacjom nadawany jest indywidualny kod. Jednostka na podstawie zawartej umowy staje się uczestnikiem bezpośrednim KDPW.

8. PRZYDZIAŁ OBLIGACJI

Publiczna subskrypcja obligacji następuje w terminie określonym w dokumencie informacyjnym. Otwarcie subskrypcji obligacji jest równoznaczne

⁴⁰ Przedmiot tej umowy obejmuje elementy umowy-zlecenia, umowy agencji, umowy o świadczenie usług i umowy o dzieło. Czasami firma inwestycyjna zawiera dodatkowe umowy z innymi firmami inwestycyjnymi ze względu na niedostateczną własną infrastrukturę techniczno-organizacyjną. Umowy te umożliwiają udostępnienie sprzedaży obligacji nawet na terenie całego kraju, a tym samym zmniejszają ryzyko niedojścia emisji do skutku. Umowy takie określane są jako konsorcjum, do którego należy stosować przepisy umowy spółki cywilnej (art. 860 k.c.). I. Weiss, *op. cit.*, s. 462.

⁴¹ Tu pojęcie agenta emisji nabiera innego niż tradycyjne znaczenia.

⁴² Charakter prawny omawia m.in. K. Zacharzewski, *Umowa o pośrednictwo giełdowe*, Toruń 2008, s. 158 nn.

z ofertą skierowaną do potencjalnych obligatariuszy. Kolejny etap to przyjmowanie zapisów na obligacje. Zakończenie zapisów na obligacje (zamknięcie subskrypcji) musi nastąpić najpóźniej w terminie 3 miesięcy od otwarcia subskrypcji (art. 12 ust. 1 u.o.)⁴³.

Jeśli emisja dochodzi do skutku, emitent dokonuje przydziału obligacji subskrybentom. Uzyskują oni wtedy status obligatariuszy. W sytuacji gdy suma obligacji wynikających z zapisów będzie większa od obligacji objętych emisją (tzw. nadsubskrypcja), przydział obligacji jest dokonywany stosownie do postanowień prospektu emisyjnego (np. według kolejności zapisów albo emitent dokonuje redukcji przydzielonych obligacji w stosunku do liczby zapisów na obligacje). Dokonanie zapisu przyznanych inwestorowi (obligatariuszowi) obligacji na rachunku obligatariusza, prowadzonym przez firmę inwestycyjną, stanowi ostatni element procesu emisyjnego.

Kolejny etap to sprzedaż obligacji, tzw. plasowanie emisji, polegające na skierowaniu propozycji nabycia do konkretnego adresata (emisja prywatna) albo nieograniczonego kręgu inwestorów (emisja publiczna), podczas którego pozyskiwanie środków następuje po przeprowadzeniu procedury wprowadzenia obligacji na rynek.

W związku z planowaną emisją należy sporządzić dokument informacyjny (np. memorandum informacyjne), zawierający niezbędne dla inwestorów informacje o emisji. Przed emisją publiczną składany jest wniosek do Komisji Nadzoru Finansowego⁴⁴.

Przyjęcie oferty nabycia przez konkretnego adresata następuje w drodze wypełnienia stosownego formularza wskazującego na oświadczenie woli oraz po dokonaniu przez obligatariusza wpłaty środków na rachunek bankowy emitenta. W sytuacji zdematerializowania walorów są one zapisywane w odpowiednim rejestrze na rachunku papierów wartościowych inwestora. Jeżeli emitowane obligacje występują w tradycyjnej postaci (w formie fizycznego dokumentu), to następuje wydanie obligacji obligatariuszowi.

9. PRAKTYKA POLSKIEGO RYNKU

Emisje obligacji komunalnych o charakterze niepublicznym miały miejsce głównie przed utworzeniem Rynku Obligacji Catalyst (emisji takich dokonały

⁴³ Jeżeli emitent określił próg emisji, to po zamknięciu subskrypcji emitent dokonuje obliczeń, czy w wyniku zapisów na obligacje i zawarcia ewentualnej umowy underwritingowej emisja doszła do skutku. Jeżeli emisja nie doszła do skutku, emitent ma obowiązek zawiadomić o tym inwestorów w terminie 2 tygodni od zamknięcia subskrypcji poprzez ogłoszenie w dwóch dziennikach, wskazanych w treści prospektu emisyjnego (art. 13 ust. 3 u.o.).

⁴⁴ Wydatki związane z emisją obejmują: wydatki na opracowanie koncepcji obligacji, wydatki na przygotowanie dokumentu informacyjnego (memorandum informacyjne albo prospekt emisyjny), koszty postępowania przed KNF, Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych S.A., firmy inwestycyjnej (dom maklerski) oraz GPW S.A., a ponadto koszty bezpośrednio związane z emisją (obsługa i rozliczenie emisji, gwarantowanie emisji, ogłoszenia o emisji).

zarówno miasta, np. Gorzów Wielkopolski, Krotoszyn, Międzychód, Jawor, jak i gminy — np. Mściwojów, Mieścisko, Udanin, Lubasz). W praktyce walory były nabywane na własny rachunek przez jednego inwestora, np. bank będący agentem emisji. Agent emisji był zobligowany do prowadzenia rejestru obligacji (zob. 5a ust. 3 u.o.) oraz dokonywał wypłat świadczeń związanych z obligacjami (odsetek) oraz ich wykupu⁴⁵. Warto zauważyć, iż istnieje możliwość przekształcenia dokonanej emisji niepublicznej, skierowanej do konkretnego inwestora, (obligatariusza) i następnie wprowadzenia walorów do obrotu publicznego⁴⁶.

Rynek obligacji Catalyst jest zbudowany z czterech platform obrotu. Dwie prowadzone przez GPW — w formule rynku regulowanego i alternatywnego systemu obrotu — stanowią segment detaliczny, w którym jednostką transakcyjną jest jedna obligacja. Analogiczne dwie platformy BondSpot (regulowany i ASO) tworzą segment hurtowy, a jednostka transakcyjna ma wartość co najmniej 100 tys. zł. Poza obligacjami komunalnymi na Rynku Obligacji Catalyst prowadzi się obrót nieskarbowymi instrumentami dłużnymi, takimi jak obligacje korporacyjne i listy zastawne. Z punktu widzenia j.s.t. segmenty hurtowy i detaliczny różnią się przede wszystkim kryteriami dopuszczania na rynek oraz zakresem obowiązków informacyjnych.

Na koniec 2009 r. na rynku giełdowym znajdowało się 51 serii obligacji, w tym trzy serie obligacji komunalnych⁴⁷. Po otwarciu Rynku Obligacji Catalyst giełdowy obrót obligacjami odbywa się właśnie na tym na rynku. Na koniec 2009 r. emitowanych na nim było dziewięć serii obligacji komunalnych (9 emitentów) o wartości emisji 930 mln zł; na koniec 2010 r. — 27 serii (16 emitentów) o wartości emisji 1753 mln zł; na koniec 2011 r. — 24 serie obligacji (11 emitentów) o wartości emisji 2222 mln zł; na koniec 2012 r. — 31 serii obligacji (12 emitentów) o wartości 2374 mln zł⁴⁸.

WNIOSKI

Emitent odpowiada całym swoim majątkiem za zobowiązania wynikające z obligacji komunalnych⁴⁹. Skutek ekonomiczny emisji obligacji komunalnych jest podobny do umowy kredytu czy umowy pożyczki. Negatywną stroną emisji obligacji dla j.s.t. może być jednak trudność z ich sprzedażą, a tym samym niepewność co do ilości środków zebranych wskutek emisji. Wadę obligacji stanowi możliwość konieczności wykupu obligacji przez emitenta bez względu na jego bieżącą kondycję finansową w określonym terminie, który został zaplanowany kilka lat wcześniej przy emisji obligacji. Obligacje komunalne niewątpliwie przynoszą efekt marketingowy.

⁴⁵ Czynności tych w ramach rynku Catalyst dokonuje Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych.

⁴⁶ Emisje takie przeprowadziły m.in.: Ostrów Wielkopolski, Zamość, Radlin.

⁴⁷ Wszystkie obligacje były notowane w systemie notowań ciągłych. Źródło: *Rocznik Giełdowy 2010*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., Warszawa 2010, s. 74.

⁴⁸ Źródło: <http://gpwcatalyst.pl> (dostęp: 25.04.2013).

⁴⁹ Pewne odstępstwa spotykane są w konstrukcji obligacji przychodowych.

Jednostka jest postrzegana jako podmiot korzystający z nowoczesnych form finansowania inwestycji, co zwiększa jej wiarygodność. Jak wskazuje praktyka rynku, ułatwia to pozyskanie środków z rynku kapitałowego w przyszłości. Pożądana byłaby zatem sytuacja, by w obrocie publicznym znajdowały się obligacje, których proces emisyjny został rzetelnie przeprowadzony, co budziłoby zaufanie inwestorów.

Każdorazowo emisja musi być odpowiednio zaplanowana w budżecie i wieloletniej prognozie finansowej oraz poprzedzona przeprowadzeniem rzetelnej analizy w przedmiocie zasadności wyboru tego instrumentu zewnętrznego finansowania. Podstawowym kryterium wyboru trybu emisji przez j.s.t. jest określenie kręgu nabywców obligacji oraz kosztów związanych z emisją. Skierowanie oferty do indywidualnie oznaczonego adresata, poniżej 99 osób, dokonywane jest w trybie emisji niepublicznej. Skierowanie emisji do nieoznaczonego adresata lub powyżej 100 osób oznacza tryb emisji publicznej.

Istotnym momentem, który przyczynił się do bardziej dynamicznego rozwoju obligacji komunalnych jako formy finansowania inwestycji oraz deficytu j.s.t., było utworzenie z dniem 30 września 2009 r. Rynku Obligacji Catalyst. Przed jego powstaniem większość emisji obligacji samorządowych w Polsce miała charakter emisji niepublicznych. Stworzenie rynku obligacji Catalyst ustanowiło zatem nową jakość na polskim rynku kapitałowym. Całokształt rozwiązań prawnych, w tym instytucjonalnych dotyczących obligacji komunalnych na zorganizowanym rynku kapitałowym, obecnie wydaje się odpowiedni do oczekiwań życia gospodarczego. Rynek Catalyst jest dostosowany do emisji o różnych wielkościach i różnej charakterystyce, a także do potrzeb różnych inwestorów — hurtowych i detalicznych, instytucjonalnych i indywidualnych. Nadużycia związane z ewentualnym naruszeniem prawa albo jego nieprecyzyjną wykładnią mogą jednak skutecznie zniechęcić inwestorów do zakupu obligacji komunalnych. Wydaje się zatem, że dalszy wzrost liczby emisji obligacji komunalnych wymaga rzetelnego przygotowywania emisji, w tym ze strony autoryzowanych doradców.

LEGAL ASPECTS OF THE ISSUANCE OF BONDS BY LOCAL SELF-GOVERNMENTS

Summary

The paper presents the issuance of bonds as a form of capital raising and the procedure for issuance of bonds by units of local self-government. It presents institutional and legal conditions of the Polish capital market.

Units of local self-government have been issuing municipal bonds on an increasing scale in recent years. The funds raised on the capital market are an alternative to bank loans which are the source of financing of the budget deficit and government investments. Units of local self-government invest in roads, education, environmental protection, purchase of vehicles for public transport. The purpose of this article is also to analyze the legal regulations related to the issue of bonds on the regulated market.