

REFERATY

Dr hab. Tomasz Wołowicz, prof. WSEI, Wyższa Szkoła Ekonomii i Innowacji w Lublinie

Finansowanie inwestycji gminnych emisją obligacji przychodowych i zadłużeniem spółek komunalnych

Streszczenie

Sposobem na pozyskanie finansowania dla przedsięwzięć z zakresu zadań użyteczności publicznej, zarówno przez gminy, jak i spółki komunalne mogą być obligacje przychodowe, jak i pewne mechanizmy zadłużania komunalnych spółek prawa handlowego. W przypadku obligacji nowa ustawa o obligacjach (dalej: u.o.) z 15 stycznia 2015 r. doprecyzowała wiele wcześniejszych regulacji, co spowodowało wzmoc-

nienie pozycji obligatariuszy i tym samym zmniejszyło ryzyko związane z emisją obligacji przychodowych. Obligacje są jednym z nielicznych instrumentów, z których wynikające zadłużenie nie wlicza się do limitów zadłużenia określonego w ustawie o finansach publicznych, a pozyskiwanie inwestorów nie wymaga wdrażania procedury zamówień publicznych. Innym sposobem na ominięcie rygorów art. 243 ustawy o finansach publicznych jest

„ukrywanie” zadłużenia w spółkach komunalnych. Porozumienia (tzw. umowy wsparcia) zakładać mogą formalne przejście zadłużenia przez spółkę i jednocześnie zobowiązują samorząd do przekazywania spółce świadczenia pieniężnego, w wysokości odpowiadającej kwocie obciążenia spółki z tytułu zobowiązania dłużnego i przypadających do spłaty odsetek¹.

Słowa kluczowe: obligacje przychodowe, ustawa o obligacjach, indywidualny wskaźnik zadłużenia, spółki komunalne.

Summary

The way to obtain financing for projects in the field of public tasks we can use two forms: revenue bonds, and certain mechanisms debt municipal commercial companies. In the case of bonds, the new Act on Bonds of 15 January 2015 clarify many of the previous regulation, which resulted in strengthening the position of bondholders and thereby reduced the risk associated with the issuance of revenue bonds. Bonds are one of the few instruments with which the resulting debt is not included in the debt limits specified in the Act on public finances, attracting investors and does not require implementation of public procurement procedures. Another way to bypass the rigors of art. 243 of the Act on public finances is “hiding” in debt municipal companies. Agree-

¹ Szerzej: Wykonywanie zadań regionalnych izb obrachunkowych w zakresie przeciwdziałania zagrożeniom wynikającym z nadmiernego zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego, wyniki kontroli nr 18/2015/14/066/LBI, Najwyższa Izba Kontroli, Warszawa 2014, s.31 i d.

ment (ie. the support agreement) can assume the formal acquisition of debt by the company and at the same time oblige the local government to provide the company cash benefit, corresponding to the amount of the load of the company's liability and debt falling due for payment of interest.

Keywords: revenue bonds, Act Law on Bonds, individual debt ratio, municipal companies.

Wprowadzenie

Jednostki samorządu terytorialnego realizują liczne projekty inwestycyjne, ze szczególnym uwzględnieniem rozwoju infrastruktury technicznej, jako inwestycji stymulujących rozwój lokalny i regionalny. Bardzo często aktywność inwestycyjna gmin jest ograniczana przez limity zadłużenia wynikające z ustawy o finansach publicznych oraz brak finansowego wkładu własnego. W obszarze zewnętrznego finansowania gminy najczęściej korzystają ze środków unijnych oraz komercyjnych kredytów bankowych. Alternatywnym sposobem finansowania gminnych inwestycji może być emisja obligacji przychodowych, jak i wykorzystanie potencjału ekonomicznego komunalnych osób prawnych. Pozyskanie środków finansowych poprzez emisję obligacji polega na tym, iż inwestor przekazuje środki na realizację danego przedsięwzięcia, a emitent obligacji zobowiązuje się, iż w określonym czasie (terminie zapadalności obligacji) zwróci mu te środki oraz zapłaci określone wynagrodzenie. Warunki wzajem-

nych zobowiązań określa obligacja (warunki emisji), będąca klasycznym papierem wartościowym.

Rynek papierów wartościowych

Jedną z barier rozwoju rynku obligacji przychodowych były regulacje zawarte w ustawie o obligacjach z 1995 roku². Mimo nowelizacji dokonanej ustawą z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. Nr 60, poz. 702) nadal nie zostały rozstrzygnięte wątpliwości dotyczące wybranych przepisów, jak również nie zostały usunięte bariery, które skutkowały niepewnością uczestników rynku co do prawidłowości stosowanych rozwiązań. Zniechęcało to potencjalnych inwestorów do obejmowania emisji długoterminowych nieskarbowych papierów dłużnych, a dla potencjalnych emitentów stanowiło zachętę do wyboru alternatywnych źródeł finansowania lub emisji nieskarbowych papierów dłużnych pod rządami obcych jurysdykcji³. Dodatkowo w okresie od wejścia w życie noweli z 2000 r. na rozwiniętych rynkach finansowych pojawiło się upowszechnienie klauzul zbiorowego działania. Określa się w ten sposób szereg specyficznych postanowień warunków emisji obligacji, których celem jest wsparcie komunikacji między dłużnikiem i wierzycielami oraz umożliwienie skutecznej zmiany łączącego ich stosunku zobowiązaniowego.

² Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. 1995 nr 83 poz. 420).

³ Druk Sejmowy nr 2735, uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach.

Powody zmian w ustawie o obligacjach z 1995 roku

Jedną z barier rozwoju rynku obligacji przychodowych były regulacje zawarte w ustawie o obligacjach z 1995 roku. Mimo nowelizacji dokonanej ustawą z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. Nr 60, poz. 702) nadal nie zostały rozstrzygnięte wątpliwości dotyczące wybranych przepisów, jak również nie zostały usunięte bariery, które skutkowały niepewnością uczestników rynku co do prawidłowości stosowanych rozwiązań. Zniechęcało to potencjalnych inwestorów do obejmowania emisji długoterminowych nieskarbowych papierów dłużnych, a dla potencjalnych emitentów stanowiło zachętę do wyboru alternatywnych źródeł finansowania lub emisji nieskarbowych papierów dłużnych pod rządami obcych jurysdykcji⁴.

Ustawa o obligacjach, mimo kompleksowej nowelizacji w 2000 r., nie uwzględniła potrzeb rynku kapitałowego, dlatego też koniecznym było wprowadzenie nowej ustawy o obligacjach, która:

1. umożliwiała dokonywanie skutecznych zmian w stosunku zobowiązaniowym wynikającym z obligacji (zostały stworzone podstawy do ustanawiania i działania zgromadzenia obligatariuszy);
2. rozszerza zakres instrumentów, które będą dostępne dla emitentów

⁴ Druk Sejmowy nr 2735, uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach.

ta (zostały wprowadzone obligacje podporządkowane oraz obligacje wieczyste);

- rozstrzyga wątpliwości towarzyszące regulacjom ustawy z 1995 roku.

Specyfika obligacji przychodowych

O szczególnym charakterze obligacji przychodowej decyduje jej nietypowa konstrukcja, odróżniająca ten papier wartościowy od innych rodzajów obligacji, oraz gwarancja wypłacalności emitenta. Obligacje przychodowe dają możliwość odejścia od zasady odpowiedzialności całym majątkiem za świadczenia zawarte w obligacjach, a także możliwość przyznania obligatariuszom prawa do zaspokojenia roszczeń przed innymi wierzycielami emitenta. Ograniczenie odpowiedzialności za świadczenia wynikające z obligacji przychodowych jest prawem, a nie obowiązkiem emitenta. W odróżnieniu od innych typów obligacji, emitent może więc ograniczyć swoją odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z obligacji przychodowych do kwoty przychodów lub do wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszom przysługuje uprawnienie z tych obligacji. Oprócz tych cech szczególnych obligacja przychodowa, jak każdy inny rodzaj obligacji, *„jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do*

*spełnienia określonego świadczenia”*⁵. Z definicji tej wynika, że:

- obligacja przychodowa jest papierem wartościowym o określonych cechach i parametrach,
- jest emitowana w serii, czyli wszyscy obligatariusze mają równe prawa wynikające z treści obligacji,
- prawa w niej ucieleśnione stanowią wierzytelność, gdzie emitent obligacji jest dłużnikiem każdego posiadacza obligacji (wierzyciela),
- świadczenie wynikające z obligacji może mieć charakter pieniężny lub niepieniężny;
- odpowiedzialność emitenta jest ograniczona do kwoty przychodów uzyskanych z konkretnego przedsięwzięcia lub do wysokości wartości majątku tego przedsięwzięcia oraz;
- obligatariusz obligacji przychodowej ma pierwszeństwo zaspokojenia swoich roszczeń przed innymi wierzycielami emitenta w odniesieniu do kwoty przychodów z przedsięwzięcia lub majątku przedsięwzięcia⁶.

Istota obligacji przychodowej, zakłada, aby zobowiązanie w niej inkorporowane zostało spłacone z określonego przychodu. Pozwala na to specyficzny transfer ryzyka ponie-

⁵ Art. 4 ust. 1. Obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji, zwanego dalej „obligatariuszem”, i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia (Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach Dz. U. z dnia 20 lutego 2015 r., dalej: *uo*).

⁶ Za: Raport wprowadzający: Emisja obligacji przychodowych jako sposób na pozyskanie finansowania inwestycji samorządowych, Hogan Lovells LLP, Warszawa, s. 8.

sionego w związku z emisją obligacji przychodowych i uzależnienie go od powodzenia (efektywności) inwestycji, która ma zostać w ten sposób sfinansowana. Odzwierciedleniem tej koncepcji jest art. 24 ust. 2 u.o., zgodnie z którym emitent może ograniczyć swoją odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z obligacji przychodowych do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszom przysługuje uprawnienie, o którym mowa w art. 24 ust. 1. Art. 24 ust. 2 u.o. stanowi normatywną podstawę przeprowadzenia kwalifikacji obligacji przychodowych na obligacje przychodowe, z tytułu których emitent ponosi odpowiedzialność ograniczoną, oraz obligacje przychodowe, z tytułu których emitent odpowiada bez ograniczeń. W przypadku obligacji z ograniczoną odpowiedzialnością emitenta, emitent ogranicza swoją odpowiedzialność do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia – co oznacza, że w razie braku wystarczających środków z konkretnego przedsięwzięcia uzyskanie przez obligatariusza świadczenia wynikającego z obligacji będzie w istocie niemożliwe. Natomiast w przypadku obligacji przychodowych bez ograniczenia odpowiedzialności emitent odpowiada całym swoim majątkiem. Zatem uprawnienie obligatariusza, o którym mowa w art. 24 ust. 1, nie wpływa na kolejność zaspokojenia należności, o których mowa w art. 1025 § 1 pkt 4 i 5 Kodeksu postępowania cywilnego, zabezpieczonych przed datą emisji obligacji. O istnie-

niu takich zabezpieczeń emitent jest obowiązany poinformować w warunkach emisji obligacji przychodowych. Zatem pierwszym warunkiem, jaki musi być spełniony, aby można było rozważyć zakwalifikowanie danej obligacji, do kategorii obligacji przychodowej jest ograniczenie odpowiedzialności emitenta za zobowiązania z obligacji do kwoty przychodów generowanych przez określone przedsięwzięcie lub do wartości majątku przedsięwzięcia (inwestycji). Przepis art. 24 ust. 1 u.o. zawiera regulację znajdującą się w art. 23a ust. 1 ustawy o obligacjach z 1995 r., z tym że wyraźnie zostało wskazane, iż obligacje przychodowe mogą przyznawać obligatariuszowi prawo do zaspokojenia swoich roszczeń przed innymi wierzycielami emitenta nie tylko z całości albo z części majątku przedsięwzięć, które zostały sfinansowane ze środków uzyskanych z emisji, ale również z całości albo części majątku przedsięwzięć, które zostały przynajmniej w części sfinansowane ze środków uzyskanych z emisji. Wprowadzona zmiana miała na celu rozstrzygnięcie wątpliwości dotyczących sposobu traktowania majątku przedsięwzięć finansowanych jedynie w części ze środków uzyskanych z emisji obligacji przychodowych. Przesądzenie, że obligatariusz może korzystać z pierwszeństwa zaspokojenia swoich roszczeń z przychodów lub majątku również tych przedsięwzięć, które tylko w części zostały sfinansowane ze środków uzyskanych z emisji obligacji, zwiększy zapewne

pewność i bezpieczeństwo obrotu obligacjami przychodowymi⁷. Oprócz tego głównego atrybutu obligacji przychodowych, jakim jest spłata należności z nich wynikających z określonego przychodu, to zminimalizowaniu ryzyka dla obligatariuszy obligacji przychodowych służy dodatkowo obowiązujący emitenta zakaz zbywania i obciążania składników majątkowych przedsięwzięcia, z wyjątkiem sytuacji, gdy zbycie następuje w ramach prawidłowej gospodarki, nie powodując istotnego zmniejszenia wartości przedsięwzięcia. Przepis art. 25 ust. 6 u.o. stanowi powtórzenie regulacji art. 23a ust. 7 ustawy o obligacjach z 1995. Ustanawia on zakaz zbywania lub obciążania składników majątkowych przedsięwzięcia, do przychodów z którego obligatariuszom przysługuje uprawnienie – zarówno w przypadku, o którym mowa w art. 24 ust. 1 pkt 1, jak i pkt 2. Ustawowe nałożenie tego obowiązku ma na celu ochronę interesu majątkowego obligatariuszy uprawnionych z obligacji przychodowych. Również wierzytelności tworzące przychody nie mogą być przedmiotem zabezpieczenia zastawem ani też przedmiotem cesji (art. 25 ust. 7). Ponieważ zabezpieczeniem obligacji przychodowych jest właśnie przychód z przedsięwzięcia, emisja tych obligacji wymaga szczegółowej analizy ekonomicznej i oceny planowanego przedsięwzięcia, jak również już na etapie realizacji - stałego monitoringu

⁷ Druk Sejmowy nr 2735, uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach.

przeływów pieniężnych, zgodności z harmonogramem oraz nadzoru nad wykonaniem przedsięwzięcia (inwestycji)⁸.

Rodzaje obligacji przychodowych (wybrane aspekty prawne)

Zgodnie z treścią art. 17 ust. 1 u.o. obligacje mogą być imienne albo na okaziciela. W dokumencie obligacji imiennej należy oznaczyć obligatariusza. Emitent w warunkach emisji może wprowadzić zakaz albo ograniczenie zbywania obligacji imiennych. Zakaz albo ograniczenie zbywania należy wskazać w dokumencie obligacji imiennej. Zatem w art. 17 ustawy zebrane zostały postanowienia dotyczące obligacji imiennych, zamieszczone w art. 5 ust. 1 pkt. 5 i 6, art. 14 i art. 16 ust. 2 ustawy o obligacjach. Należy podkreślić, iż podział obligacji na imienne i na okaziciela pozostaje aktualny również w przypadku obligacji niemających postaci dokumentu. W związku z czym wprowadzenie zakazu albo ograniczenia zbywania jest możliwe również w przypadku obligacji niemających postaci dokumentu. W art. 18 u.o. powtórzone zostały (w porównaniu z ustawą z 1995 roku) regulacje dotyczące obligacji przyznających prawo do udziału w zysku emitenta (obligacje partycypacyjne). W nowej u.o. emitent może zatem emitować obligacje, które przysługują obligatariuszom prawo do udziału w zysku emitenta, zwane dalej „obligacjami partycypacyjnymi”. Szczegółowe warunki i zasady tego

⁸ Za: Raport wprowadzający: Emisja obligacji przychodowych jako sposób na pozyskanie finansowania inwestycji samorządowych, Hogan Lovells LLP, Warszawa, s. 10.

udziału określają warunki emisji, które należy złożyć w sądzie rejestrowym właściwym dla emitenta. Przy czym jeśli emitentem jest spółka, która podlega obowiązkowi wpisu do Krajowego Rejestru Sądowego, wzmianka o prawie obligatariuszy do udziału w zysku również podlega wpisowi do tego rejestru. Rozporządzenie zaś przez emitenta zyskiem stanowiącym udział obligatariuszy w sposób sprzeczny z warunkami emisji jest bezskuteczne wobec obligatariuszy. Przepis art. 19 u.o. zawiera regulacje dotyczące obligacji uprawniających do objęcia akcji w zamian za te obligacje (obligacje zamienne). I tak, spółka może, o ile jej statut tak stanowi, emitować obligacje uprawniające do objęcia akcji emitowanych przez spółkę w zamian za te obligacje, zwane dalej „obligacjami zamiennymi”. Obligacje zamienne nie mogą być emitowane poniżej wartości nominalnej ani wydawane przed pełną wpłatą. Uchwała zaś o emisji obligacji zamiennych i akcji wydawanych w zamian za te obligacje podlega zgłoszeniu do sądu rejestrowego. Jeżeli emitentem jest spółka, która podlega obowiązkowi wpisu do Krajowego Rejestru Sądowego, wzmianka o uchwale wskazująca maksymalną wysokość podwyższenia kapitału zakładowego również podlega wpisowi do tego rejestru. Zgodnie z treścią art. 27 ust.1 u.o. środki zgromadzone na rachunku bankowym są wyłączone z masy upadłości emitentów. Z chwilą ogłoszenia upadłości lub otwarcia likwidacji emitenta obligacji przychodowych zobowiązania z tytułu

obligacji przychodowych stają się natychmiast wymagalne. W przypadku podjęcia, zgodnie z odrębnymi przepisami, decyzji o podziale jednostek samorządu terytorialnego będących emitentami obligacji przychodowych zobowiązania z tytułu obligacji przychodowych stają się natychmiast wymagalne. Zaspokojenia roszczeń posiadaczy obligacji przychodowych dokonuje się ze składników majątku przedsięwzięcia, z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami upadłego.

Zalety finansowania z wykorzystaniem obligacji komunalnych⁹

Obligacje przychodowe mogą być skutecznym sposobem pozyskiwania finansowania dla wieloletnich projektów związanych z infrastrukturą (sieci wodno-kanalizacyjne, transport publiczny, czy telekomunikacja. O atrakcyjności tego instrumentu przesądzają następujące czynniki¹⁰:

1. Możliwość elastycznego dostosowywania emisji obligacji przychodowych do potrzeb emitenta oraz terminów ich spłat. Emisja obligacji przychodowych pozwala na zaciągnięcie długoterminowych zobowiązań, z okresem spłaty nawet do 25 lat. W ten sposób obligacje przychodowe stają się idealnym instrumentem finansowania inwestycji o długim okresie zwrotu, które nie są nastawione

⁹ Za: Raport wprowadzający: Emisja obligacji przychodowych jako sposób na pozyskanie finansowania inwestycji samorządowych, Hogan Lovells LLP, Warszawa, s. 6-8.

¹⁰ Za: Raport wprowadzający: Emisja obligacji przychodowych jako sposób na pozyskanie finansowania inwestycji samorządowych, Hogan Lovells LLP, Warszawa, s. 19-20.

wyłącznie na generowanie zysku. Emitent ma wpływ na ustalenie wielu parametrów emisji.

2. Wysoki stopień zaufania banków w stosunku do finansowania inwestycji w drodze emisji obligacji przychodowych oraz postrzeganie przedsięwzięć finansowanych z obligacji przychodowych jako projektów o niskim ryzyku kredytowym z uwagi na zaangażowanie w nie jednostek samorządu terytorialnego, jak również świadczone w ramach finansowanego przedsięwzięcia usługi, charakteryzują się dużą przewidywalnością przychodów i kosztów oraz zdecydowanie niskim ryzykiem niepowodzenia – te czynniki decydują o tym, że obligacje, w szczególności obligacje przychodowe, są tańsze niż inne dostępne formy zadłużania się.
3. Realizowane projekty, z uwagi na zapewniony publiczny popyt, najczęściej będą się charakteryzować wysoką stabilnością osiągniętych przychodów, co również decyduje o niewielkim ryzyku kredytowym, a zarazem o niewielkich kosztach (w porównaniu do innych form finansowania) tego instrumentu dłużnego.
4. Obligacje przychodowe zazwyczaj są niżej oprocentowane niż kredyty, a odsetki są spłacane zazwyczaj raz do roku.
5. Brak jest konieczności gwarantowania spłaty środków uzyskanych z emisji obligacji przychodowych przez budżety jednostek samorządu terytorialnego, co powoduje, że dane zobowiązanie pozostaje bez wpływu na wysokość długu publicznego.
6. Mniej sformalizowana procedura emisji obligacji przychodowych w porównaniu do procedury ubiegania się o kredyt. Zgodnie z art. 4 ust. 3 lit. j ustawy Prawo zamówień publicznych, ustawy tej nie stosuje się do zamówień publicznych, 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”. Stanowi to o atrakcyjności obligacji w ogóle, nie tylko obligacji przychodowych. Pozwala to na skrócenie czasu wyboru podmiotu finansującego, zachowanie pełnej kontroli nad realizacją projektu i dotrzymanie wymaganych terminów w projekcie inwestycyjnym.
7. Specyfika instrumentu finansowania jakim jest obligacja przychodowa pozwala na przesunięcie ciężaru wykonania pewnych czynności, jakie zazwyczaj leżą po stronie finansowanego, na podmiot finansujący. Taką rolę spełnia agent emisji, którym zazwyczaj jest bank obejmujący obligacje.
8. Promocja nazwy emitenta i finansowanego przedsięwzięcia na rynku lokalnym i krajowym, co

może stanowić istotny czynnik wzrostu zaufania innych inwestorów i potencjalnych kontrahentów.

9. Atrakcyjność dla obligatariuszy - powszechnie uznana wiarygodność emitenta, gwarantowany popyt na świadczone usługi, długoterminowość, specjalna ochrona obligatariuszy (pierwszeństwo zaspokojenia, wyłączenie z masy upadłości).
10. Procedura przygotowania emisji obligacji przychodowych jest mniej sformalizowana oraz krótsza od procedury aplikowania o kredyt.
11. Obligacje komunalne mają formę zdematerializowaną i są przechowywane przez depozytariusza (zazwyczaj bank lub dom maklerski pełniący jednocześnie funkcję agenta emisji) jako zapis komputerowo - księgowy¹¹.

Schemat postępowania w procesie pozyskania kapitału w drodze emisji obligacji:¹²

- 1) Etap wstępny – wybór agenta emisji

Jednym z możliwych do przyjęcia modeli finansowania jest model polegający na objęciu przez bank-gwaranta emisji 100% wyemitowanych obligacji, co daje emitentowi pewność, że wyemitowane przez niego obligacje pokryją wszystkie

¹¹ Cyt. za: Obligacje komunalne, materiał informacyjny, LEMA Finance Sp.z o.o., Bestwina 2013, s. 2

¹² Za: Źródło: Raport wprowadzający: Emisja obligacji przychodowych jako sposób na pozyskanie finansowania inwestycji samorządowych, Hogan Lovells LLP, Warszawa, s. 7-9.

potrzeby emitenta związane z realizacją danego przedsięwzięcia (do maksymalnej kwoty emisji, wcześniej z bankiem uzgodnionej). Bank ponadto pełni w tego rodzaju przedsięwzięciach rolę agenta emisji, w szczególności obsługuje rynek wtórny oraz zajmuje się bieżącą współpracą z obligatariuszami obligacji.

- 2) Etap I – opracowanie programu emisji

Na tym etapie następuje opracowanie podstawowych założeń programu emisyjnego: określenie przedsięwzięcia oraz zidentyfikowanie strumienia przychodów. Obligacje przychodowe finansowane są poprzez strumień przychodów, którego określenie już na początku prac nad projektem jest niezwykle istotne dla określenia pozostałych elementów struktury finansowania oraz jej końcowego kształtu.

- 3) Etap II – przygotowanie dokumentacji emisyjnej

Na kolejnym etapie następuje, we współpracy z bankiem i doradcą prawnym, ustalenie treści dokumentów finansowania (umowy programu emisji, warunków emisji obligacji, umowy wsparcia). Następuje też szczegółowe określenie wzajemnych praw i obowiązków stron umowy emisyjnej (emitenta, gwaranta emisji, depozytariusza, agenta emisji i agenta płatniczego), a także następuje ustalenie zakresu dokumentacji, której podpisanie będzie stanowiło warunek zawieszający do uruchomienia finansowania.

- 4) Etap III – zgody korporacyjne

Kolejny etap rozpoczyna podjęcie uchwały o emisji obligacji. Struktura transakcji zostaje odzwierciedlona w uchwale właściwego organu przyszłego emitenta. Dla emitentów będących jednostkami samorządu terytorialnego obligatoryjnym zakończeniem tego etapu będzie wystąpienie w trybie art. 91 ust. 2 u.f.p. do Regionalnej Izby Obrahunkowej z wnioskiem o wydanie opinii o możliwości wykupu papierów wartościowych przez daną jednostkę samorządową.

5) Etap IV – uzyskanie ratingu (opcjonalnie).

Dzięki poddaniu się procesowi oceny ratingowej potencjalni nabywcy obligacji otrzymują informację na temat wiarygodności kredytowej emitenta.

6) Etap V – Podpisanie dokumentacji emisyjnej.

7) Etap VI – Spełnienie warunków zawieszających.

Na warunkach wskazanych w umowie emisyjnej, bank występujący jako gwarant emisji zobowiązany jest nabyć emitowane przez emitenta obligacje.

8) Etap VII – Emisja obligacji

Obligacje przychodowe a indywidualny wskaźnik zadłużenia j.s.t.

Przeciwdziałaniu zadłużaniu się j.s.t. nie sprzyjają konstrukcje wskaźników określonych w art. 242 i 243 ust.1 u.f.p.¹³. Konstrukcja przepisu art.

¹³ Informacja o wynikach kontroli NIK nr LBI-4101-025/2014, „Wykonywanie zadań regionalnych izb obrachunkowych w zakresie przeciwdziałania zagrożeniom wynikającym z nadmiernego zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego”, NIK, Warszawa 2014. www.nik.gov.pl (data odczytu: 20.11.2015 r.), s. 27.

242 u.f.p. zakłada bilansowanie części operacyjnej budżetu nierozliczonymi wolnymi środkami (kredytami, pożyczkami, papierami wartościowymi z lat ubiegłych). Staje się to przesłanką do kumulowania przez j.s.t. wolnych środków, w tym zaciągania zobowiązań dłużnych ponad potrzeby pożyczkowe budżetu. W praktyce samorządy często świadomie zawijają planowane wydatki budżetowe, w celu powstania „sztucznego deficytu”, na sfinansowanie którego w końcu roku budżetowego zaciągały zobowiązania. Uzyskiwano w ten sposób wolne środki, które pozwalały na spełnienie wymogu określonego w art. 242 u.f.p. Skutkowało to jednak zwiększeniem długu i koniecznością poniesienia kosztów jego obsługi. Wyliczenie indywidualnego limitu zadłużenia określonego w art. 243 u.f.p., opiera się m.in. o planowane wielkości z roku poprzedzającego rok, na który obliczany jest wskaźnik. Sposobem na uzyskanie spełnienia ustawowego wymogu stało się więc ustalanie w planach często zawyżonych dochodów, w szczególności majątkowych. W celu doprowadzenia do spełnienia relacji określonej w art. 243 ust. 1 u.f.p., powszechną praktyką stało się przenoszenie istotnych kwot obciążeń na kolejne lata (np. poprzez tzw. „rolowanie długu” lub emisję obligacji). Obniża to bieżącą wielkość obciążenia, lecz jednocześnie wiąże się ze zwiększonymi kosztami obsługi długu w latach następnych¹⁴. Zgod-

¹⁴ Na podstawie: Informacja o wynikach kontroli NIK nr LBI-4101-025/2014, „Wykonywanie zadań regionalnych izb obrachunkowych w zakresie przeciwdziałania zagrożeniom wynikającym z nadmiernego zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego”, NIK, Warszawa 2014. www.nik.gov.pl (data odczytu: 20.11.2015 r.), s. 28-29.

nie z art. 243a ustawy z 27 sierpnia 2009 o finansach publicznych¹⁵ przy ustalaniu ograniczeń zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego nie uwzględnia się środków pochodzących z przedsięwzięcia i zaewidencjonowanych na wydzielonym rachunku bankowym, ani też świadczeń emitenta należnych obligatariuszom uprawnionym z obligacji przychodowych. Z kolei zgodnie z indywidualnym wskaźnikiem zadłużenia, ustalonym w art. 243 ust. 1 u.f.p., w danym roku budżetowym wartość spłaty zobowiązań wraz z kosztami ich obsługi w odniesieniu do dochodów budżetu j.s.t. nie może przekroczyć średniej z obliczonych dla ostatnich trzech lat relacji dochodów bieżących, powiększonych o dochody ze sprzedaży majątku oraz pomniejszonych o wydatki bieżące, do dochodów ogółem.

W wyroku WSA w Lublinie¹⁶, co prawda wydanym pod rządami ustawy o obligacjach z 1995 roku, sąd stwierdził, iż kwalifikacja obligacji, jako obligacji przychodowych warunkuje skorzystanie z możliwości nieuwzględniania tych środków i świadczeń przy ustalaniu ograniczeń zadłużania 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

¹⁵ Art. 243a. Środków, o których mowa w art. 26 ust. 2 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz. U. poz. 238), ani świadczeń emitenta należnych obligatariuszom uprawnionym z obligacji przychodowych nie uwzględnia się przy ustalaniu ograniczeń zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego, o których mowa w art. 243.

¹⁶ Wyrok WSA w Lublinie z 23 lipca 2014 r., sygn. akt. III SA/Lu 622/14.

lub wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszom przysługuje prawo pierwszeństwa w zaspokojeniu. Jak zauważył WSA, z całości unormowania dotyczącego obligacji przychodowych wyprowadzić należy wniosek, że ograniczenie odpowiedzialności emitenta za zobowiązania wynikające z obligacji jest tylko uprawnieniem emitenta, co oznacza, że ograniczenie odpowiedzialności nie jest cechą obligacji przychodowych. Emisja obligacji przychodowych ma na celu realizację określonego przedsięwzięcia lub kilku przedsięwzięć, związanych z rozwojem infrastruktury komunalnej. Środki uzyskane z emisji obligacji przychodowych służą bowiem realizacji różnych przedsięwzięć z zakresu lokalnej infrastruktury technicznej i społecznej oraz restrukturyzacji tej infrastruktury.

Zadłużenie komunalnych spółek prawa handlowego

Stosowanym w praktyce sposobem na ominięcie art. 243 u.f.p., wykorzystywanym przez j.s.t., jest „ukrywanie” zadłużenia w spółkach komunalnych. Porozumienia (tzw. umowy wsparcia) zakładają formalne przejęcie zadłużenia j.s.t. przez spółkę komunalną i jednocześnie zobowiązują j.s.t. do przekazywania tej spółce świadczenia pieniężnego, w wysokości odpowiadającej kwocie, którą spółka była obciążona w związku z „przejęciem” zobowiązania. Z ekonomicznego punktu widzenia zadłużenie nadal obciąża j.s.t., jednak w związku z tym, że umowy wsparcia

nie mają charakteru dłużnego, nie są uwzględniane przy obliczeniu indywidualnego wskaźnika zadłużenia. Zadłużenie spółek komunalnych jest objęte sprawozdawczością i monitorowaniem przez j.s.t. Porozumienia zawierane pomiędzy j.s.t. a „jej” spółką komunalną mogą zakładać formalne przejęcie zadłużenia przez spółkę (zwiększenie długu spółki) i jednocześnie zobowiązanie j.s.t. do przekazywania spółce świadczenia pieniężnego, w wysokości odpowiadającej kwocie obciążenia spółki z tytułu zobowiązania dłużnego i przypadających do spłaty odsetek. Przykładowo j.s.t. może zawrzeć ze spółką komunalną i bankiem porozumienie (tzw. umowę wsparcia) np. na emisję przez spółkę krótkoterminowych i długoterminowych obligacji, obejmowanych w obrocie pierwotnym przez bank, a pozyskane z emisji obligacji środki mogą służyć dokończeniu konkretnej inwestycji gminnej. Na mocy takiego porozumienia gmina z reguły zobowiązuje się udzielić swojej spółce komunalnej wsparcia finansowego w formie dopłat przez z góry określony okres czasu. Transakcja taka nie powoduje wzrostu zadłużenia j.s.t. (dług zaciągała spółka komunalna), zaś w okresie spłaty zadłużenia, kwoty dokapitalizowania spółki komunalnej miały być wydatkami majątkowymi j.s.t., a nie wydatkami na obsługę długu. Innym rozwiązaniem jest możliwość np. przekazania spółce komunalnej raportu pieniężnego pozwalającego spółce komunalnej spłacić zobowiązania z tytułu zaciągniętej pożyczki

na finansowanie np. projektu realizowanego przy udziale środków UE. Operacja ta obciąża budżety lat następnych wydatkami majątkowymi, zachowując w okresach bieżących obowiązujące jednostkę limity zadłużenia i spłaty zobowiązań.¹⁷

Podsumowanie

Celem zmian wprowadzonych w nowej ustawie o obligacjach jest niewątpliwie chęć wsparcia rynku długoterminowych nieskarbowych papierów dłużnych (obligacje emitowane przede wszystkim przez banki, przedsiębiorstwa niefinansowe oraz samorządy). Zgodnie z uzasadnieniem zawartym w założeniach chodziło o doprowadzenie do sytuacji, w której ich emisja będzie pełnić istotną i uzupełniającą, w stosunku do kredytów bankowych, rolę źródła pozyskania kapitału. Nowe regulacje zakładają zwiększenie pewności i bezpieczeństwa obrotu przez jednoznaczne rozstrzygnięcie wątpliwości dotyczących niektórych obowiązujących przepisów, aby uczestnicy rynku mieli pewność, że prawidłowo z nich korzystają. Jednostki samorządu terytorialnego mogły do tej pory emitować obligacje przychodowe, czyli uprawniające obligatariusza do zaspokojenia roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta, ale nie korzystały z tego przywileju zbyt często, m.in. z uwagi na wąski krąg

¹⁷ Na podstawie: Informacja o wynikach kontroli NIK nr LBI-4101-025/2014, „Wykonywanie zadań regionalnych izb obrachunkowych w zakresie przeciwdziałania zagrożeniom wynikającym z nadmiernego zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego”, NIK, Warszawa 2014. www.nik.gov.pl (data odczytu: 20.11.2015 r.), s. 37-42.

podmiotów, które mogły przeprowadzić tego typu emisje. Nowa ustawa rozszerza krąg podmiotów, które mogą wyemitować tego typu obligacje, m.in. o spółki utworzone przez kilka sąsiadujących ze sobą jednostek samorządu terytorialnego w celu sfinansowania wspólnej inwestycji. Poza tym nowe przepisy usuwają wątpliwości, co do zakresu odpowiedzialności emitenta, wskazując, że mogą istnieć obligacje przychodowe, za które emitent przyjął odpowiedzialność całym swoim majątkiem. Ustawa o obligacjach zmienia także sytuację przedsiębiorców, którzy

otrzymają do dyspozycji narzędzia, pozwalające dokonywać im zmian w warunkach emisji. W obecnym stanie prawnym, aby zmienić warunki emisji obligacji, potrzebna jest zgoda zgromadzenia obligatariuszy lub jednobrzmiące porozumienia zawarte przez emitenta z każdym z obligatariuszy. Bankom ustawa o obligacjach daje wprost możliwość emitowania dwóch nowych rodzajów obligacji: wieczystych i podporządkowanych.

Bibliografia

Druk Sejmowy nr 2735, uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach.

Informacja o wynikach kontroli NIK nr LBI-4101-025/2014, „Wykonywanie zadań regionalnych izb obrachunkowych w zakresie przeciwdziałania zagrożeniom wynikającym z nadmiernego zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego”, NIK, Warszawa 2014. www.nik.gov.pl (data odczytu: 20.11.2015 r.).

Obligacje komunalne w Polsce, Zeszyty BRE Bank – CASE, nr 84/2006.

Raport wprowadzający: Emisja obligacji przychodowych jako sposób na pozyskanie finansowania inwestycji samorządowych, Hogan Lovells LPP, Warszawa 2014.

Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. 1995 nr 83 poz. 420).

Weiss I., System prawa prywatnego. Tom 19. Prawo papierów wartościowych. Pod redakcją Andrzeja Szumańskiego., Wydawnictwo C.H.Beck, Instytut Nauk Prawnych PAN, Warszawa 2006.

Wykonywanie zadań regionalnych izb obrachunkowych w zakresie przeciwdziałania zagrożeniom wynikającym z nadmiernego zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego, Wyniki kontroli nr 18/2015/14/066/LBI, Najwyższa Izba Kontroli, Warszawa 2014.

Wyrok WSA w Lublinie z 23 lipca 2014 r., sygn. akt. III SA//Lu 622/14.