

KANCELARIA



KANCELARIA CSW

Więckowska i Partnerzy Radcy Prawni

Obligacje komunalne jako forma finansowania działalności jednostek samorządu terytorialnego

Autorzy:

Mariola Więckowska- Radca Prawny – Partner

Jakub Szpringer – aplikant adwokacki

60-836 Poznań ul. Mickiewicza 28 tel. [+48 61] 852 18 15 fax [+48 61] 662 81 15
00-697 Warszawa Al. Jerozolimskie 53/212 tel. [+48 22] 356 24 81 fax [+48 22] 356 24 82

kancelaria@kancelaria-csw.pl www.kancelaria-csw.pl

KRS **0000233217**

NIP **778-01-70-861**

REGON **630204166**

PARTNERZY: Mariola Więckowska - radca prawny, Tomasz Buczak - radca prawny, Julita Ludwiniak - radca prawny



Obok realizacji działalności związanej z bieżącym zaspokajaniem potrzeb lokalnej społeczności, w działalność samorządów wpisuje się konieczność prowadzenia racjonalnej polityki inwestycyjnej.

Analiza i diagnoza potrzeb inwestycyjnych dokonywana przez jednostki samorządu terytorialnego [JST], wymaga równocześnie dokonania wyboru źródła ich sfinansowania. Jednym z zewnętrznych źródeł finansowania mogą być obligacje komunalne. W procesie wyboru, istotne znaczenie ma to, iż obligacje komunalne zaliczane są do pewnych i bezpiecznych papierów wartościowych. Ich atrakcyjność wynika ze statusu emitenta komunalnego. Przepisy ustawy o finansach publicznych statuują kontrolę zadłużenia jednostki, majątek trwały stanowi odpowiednie zabezpieczenie, a źródła dochodów cechują się różnorodnością, która skutkuje mniejszą wrażliwością na wahania koniunktury rynkowej. Nadto jednostka samorządowa nie ma zdolności upadłościowej. To ważne jest dla potencjalnych inwestorów.

Alternatywą dla emisji obligacji będzie głównie kredyt bankowy. Stąd analiza zasadności wyboru jednego z tych środków winna uwzględnić takie okoliczności jak cel pozyskania finansowania, wartość finansowanego przedsięwzięcia, planowany okres realizacji inwestycji i koszty pozyskania kapitału. Ważnym elementem oceny będzie także elastyczność wybranego źródła finansowania.

1. UWARUNKOWANIA PRAWNE I EKONOMICZNE EMISJI OBLIGACJI

Obligacje jako zewnętrzne źródło finansowania

Sięgnięcie po emisję obligacji jako źródła zewnętrznego finansowania następuje w oparciu o porównanie tego instrumentu z kredytem bankowym.

Warunki na jakich możliwe jest pozyskanie finansowania zewnętrznego podlegają określonym regułom. W przypadku kredytu i warunków jego pozyskania, w praktyce reguły są standardowe. Wynikają z regulacji prawa bankowego ale i ustalonych na podstawie aktów rangi generalnej, wewnętrznych, indywidualnych aktów prawnych. Należą do nich regulaminy decydujące o sposobie podejmowania decyzji wewnątrz danego banku, w tym w zakresie zasad i warunków przyznawania kredytów. Reguły te sprawiają, iż możliwość negocjacji indywidualnych warunków kredytowania określonego przedsięwzięcia inwestycyjnego, doznaje pewnych ograniczeń. W zależności od indywidualnej sytuacji JST, w tym rozmiarów planowanych do zrealizowania przedsięwzięć inwestycyjnych alternatywą jest emisja obligacji. Zaletą procesu emisji obligacji jest między innymi możliwość określenia okresu zapadalności obligacji, co ma istotne znaczenie w przypadku już zadłużonych jednostek albo jednostek posiadających długoterminowe plany inwestycyjne. Jednym z powszechnych sposobów emisji obligacji jest przeprowadzenie programu emisyjnego. Program taki polega na podziale emisji na transze i serie, które uruchamiane są w odstępach czasowych. Umożliwia to elastyczne ustalenie kilkuletniego okresu, w którym będą pozyskiwane środki. Daje to samorządom gwarancje stabilnego źródła finansowania inwestycji zapisanych w wieloletnich planach inwestycyjnych. Ważnym praktycznym aspektem przemawiającym na korzyść obligacji jest dłuższy okres karencji w spłatach i możliwość odłożenia w dłuższym okresie czasu spłat kapitału oraz wykupu obligacji.

Korzyścią jaką może uzyskać jednostka samorządu terytorialnego podczas emisji obligacji jest aspekt promocyjny tego sposobu finansowania. Sam fakt wyemitowania obligacji niesie za sobą wymóg poinformowania inwestorów – po pierwsze o kondycji finansowej samorządu a dodatkowo także o zaletach inwestycyjnych jednostki. Dodatkowo obligacje postrzegane są – na tle

kredytów lub pożyczek - jako instrument nowoczesny. Jednostki samorządu, korzystające z tej formy finansowania inwestycji, postrzegane są jako innowacyjne.

Ograniczenia zaciągania długu przez JST

Publicznoprawny charakter jednostek samorządu terytorialnego oznacza, że każde zaciągnięte przez JST zobowiązanie zyskuje automatycznie wymiar publiczny. To z kolei oznacza, iż zaciąganie długu przez JST podlega ustawowym ograniczeniom. Ustawa o finansach publicznych z 27 sierpnia 2009 r. (Dz. U. Nr 157, poz. 1240, z późn. zm.) dalej zwana jako: [u.f.p.] zawiera szereg reguł ograniczających dopuszczalność zaciągania zobowiązań przez jednostki samorządu terytorialnego. Pośród nich należy wskazać:

- 1) suma zaciągniętych kredytów i pożyczek oraz zobowiązań wynikających z wyemitowanych papierów wartościowych nie może, zgodnie z art. 91 ust. 1 u.f.p., przekroczyć kwoty określonej w uchwale budżetowej jednostki samorządu terytorialnego,
- 2) w myśl art. 89 ust. 2 u.f.p. papiery wartościowe wyemitowane w celu pokrycia występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego podlegać muszą wykupowi w tym samym roku, w którym zostały wyemitowane,
- 3) jednostki samorządu terytorialnego, stosownie do treści art. 92 ust. 1 u.f.p., mogą zaciągać jedynie takie zobowiązania finansowe, których koszty obsługi są ponoszone co najmniej raz do roku. Dyskonto od papierów wartościowych przez jednostki samorządowe nie może przekraczać 5% wartości nominalnej, a kapitalizacja odsetek jest niedopuszczalna,
- 4) jednostki samorządowe nie mogą zaciągać zobowiązań finansowych, których wartość nominalna należna w dniu zapłaty, wyrażona w złotych, nie została ustalona w dniu zawierania transakcji – poza wyjątkami określonymi w rozporządzeniu Rady Ministrów (art. 93 u.f.p.). Uzasadnieniem dla powyższego zakazu jest eliminacja ryzyka kursowego oraz ograniczenie niebezpieczeństwa przekroczenia zaplanowanego deficytu budżetowego,
- 5) w przypadku zamiaru emisji papierów wartościowych z przeznaczeniem na finansowanie planowanego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego, spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów oraz wyprzedzające finansowanie działań finansowanych ze środków pochodzących z budżetu Unii Europejskiej organ wykonawczy JST obowiązany jest do uzyskania opinii RIO o możliwości wykupu papierów wartościowych. Należy jednak zaznaczyć, że począwszy od 2010 r. samorządy, które zdecydują się na pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu przez emisję papierów wartościowych

mogą tego dokonać bez zwracania się o, obowiązkową uprzednio na gruncie ustawy o finansach publicznych z 30 czerwca 2005 r. (Dz. U. 2005 nr 249 poz. 2104, z późn. zm.) dalej zwana: [d.u.f.p.], opinię RIO.

Zgodnie z art. 85 pkt 3 ustawy Przepisy wprowadzające ustawę o finansach publicznych z dnia 27 sierpnia 2009 r. (Dz. U. z 2009 r. nr 157 poz. 1241 z późn. zmian.) do końca 2013 r. obowiązują ograniczenia określone w art. 169-171 d.u.f.p. Na podstawie zaś art. 169 ust. 1 tej ustawy, łączna kwota przypadających w danym roku budżetowym:

- 1) spłat rat kredytów i pożyczek, o których mowa w art. 82 ust. 1 pkt 2 i 3 wraz z należnymi w danym roku odsetkami od kredytów i pożyczek, o których mowa w art. 82 ust. 1,
 - 2) wykupów papierów wartościowych emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego na cele określone w art. 82 ust. 1 pkt 2 i 3 wraz z należnymi odsetkami i dyskontem od papierów wartościowych emitowanych na cele określone w art. 82 ust. 1,
 - 3) potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez jednostki samorządu terytorialnego poręczeń oraz gwarancji
- nie może przekroczyć 15 % planowanych na dany rok budżetowy dochodów jednostki samorządu terytorialnego.

Z kolei przepis art. 170 ustawy o finansach publicznych z 30 czerwca 2005 r. stwierdza, że:

- 1) łączna kwota długu jednostki samorządu terytorialnego na koniec roku budżetowego nie może przekroczyć 60% wykonanych dochodów ogółem tej jednostki w tym roku budżetowym.
- 2) w trakcie roku budżetowego łączna kwota długu jednostki samorządu terytorialnego na koniec kwartału nie może przekraczać 60% planowanych w danym roku budżetowym dochodów tej jednostki. Należy jednak zaznaczyć, że ograniczeń, wyrażony w art. 170 tej ustawy nie stosuje się do zadłużenia zaciągniętego w związku ze środkami określonymi w umowie zawartej z podmiotem dysponującym funduszami strukturalnymi lub Funduszem Spójności Unii Europejskiej.

Dodać warto także, że począwszy od 2014 r. będzie obowiązywać system indywidualnych dla każdej jednostki limitów zaciągania długu.

Podstawa prawna procesu emisji obligacji

Prawna możliwość emitowania obligacji została przyzna jednostkom samorządu terytorialnego w art. 89 ust. 1 ustawy o finansach publicznych z 27 sierpnia 2009 r., dookreślona w odpowiednich przepisach ustrojowych ustaw samorządowych - ustawa o samorządzie gminnym z dnia 8 marca 1990 r. (tekst jednolity Dz.U. Nr 142, poz. 1591, z późn. zm.), i potwierdzona w art. 2 pkt 2 ustawy o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 r. (tekst jednolity Dz.U. Nr 120, poz. 1300, z późn. zm.). Warto zaznaczyć, że przepisy prawne nie wyróżniają wprost odrębnej kategorii obligacji jaką jest obligacja komunalna. Wyróżnienie to jest uzasadnione jedynie z uwagi na szczególny charakter podmiotu emitującego obligacje. Oznacza to w praktyce, że w stosunku do obligacji komunalnych znajdują zastosowanie przepisy ogólne ustawy o obligacjach.

Nie jest natomiast prawidłowe określanie mianem obligacji komunalnych papierów wartościowych emitowanych przez spółki tworzone przez jednostki samorządu terytorialnego. Spółki komunalne stanowią bowiem spółki handlowe i podlegają reżimowi prawnemu właściwemu dla wykorzystywanej przez nie formy prowadzenia działalności gospodarczej. Obligacje emitowane przez spółki komunalne powinny być określane nazwą obligacji korporacyjnych.

Przez obligację należy - w myśl art. 4 ust. 1 ustawy o obligacjach - rozumieć papier wartościowy emitowany w serii, w którym emitent stwierdza, iż jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Wspomniane świadczenie może mieć charakter pieniężny lub niepieniężny. Przez papiery wartościowe emitowane w serii rozumie się natomiast papiery wartościowe reprezentujące prawa majątkowe podzielone na określoną liczbę równych jednostek.

Jako papier wartościowy inkorporujący wierzytelność, a nie papier o charakterze udziałowym, obligacja nie daje jego posiadaczowi wpływu na prowadzenie działalności przez emitenta. Obligacja nie przyznaje również - inaczej niż np. akcja - żadnych praw o charakterze

niemajątkowym. Tradycyjnie, obligacja występuje pod postacią dokumentu, składającego się z dokumentu właściwego oraz dołączonego do niego kuponu oprocentowania, uprawniającego posiadacza do otrzymania wypłaty odsetek. Z kolei obligacja zdematerializowana nie posiada postaci papierowego dokumentu ani w istocie żadnego nośnika o charakterze materialnym a jedynie funkcjonuje jako zapis w rejestrze elektronicznym.

Najbardziej podstawowym podziałem obligacji komunalnych jest podział na obligacje ogólne – zabezpieczone ogółem dochodów i składników majątku jednostki samorządu terytorialnego oraz obligacje przychodowe, zabezpieczone przyszłymi wpływami z inwestycji, które zostały sfinansowane ze środków pochodzących z emisji obligacji. Uwzględniając cechy obligacji komunalnych, ze względu na termin wykupu wyróżniamy obligacje krótko-, średnio-, i długoterminowe. Uwzględniając zaś sposób ich oprocentowania dzieli się je na indeksowane i o kuponie zerowym. Z kolei ze względu na stopień zabezpieczenia wynikających z nich wierzytelności wyróżniamy obligacje zabezpieczone całkowicie, częściowo bądź też niezabezpieczone. Zgodnie z kryterium sposobu oznaczenia osoby obligatariusza wyróżnia się obligacje imienne i na okaziciela. Obligacje imienne wystawiane są na konkretną osobę, a przeniesienie praw z nich wynikających odbyć się musi w formie przelewu połączonego z wydaniem dokumentu. Obligacje na okaziciela mogą być przenoszone poprzez samo ich wydanie nabywcy. Różnica zatem dotyczy łatwości obrotu obligacjami, co wzmocnione jest tym, iż emitent może ograniczyć lub wyłączyć możliwość zbywania obligacji imiennych. Co do zasady rekomendować należy emitowanie obligacji na okaziciela bowiem nie ma uzasadnienia ograniczanie możliwości ich zbywania. Trudniejsze przenoszenie praw związanych z obligacjami imiennymi zapewne nie znalazłoby akceptacji potencjalnych inwestorów. O uzasadnieniu dla zastosowania obligacji imiennych można mówić wyjątkowo w sytuacji, w której z obligacjami związane byłoby określonego rodzaju dodatkowe świadczenie (np. uprzywilejowanie w wykupie mieszkania komunalnego).

Treść obligacji

Przepisy art. 5 ustawy o obligacjach określają wymogi, jakie powinien zawierać papier wartościowy aby mógł zostać uznany za obligację. Katalog elementów ma charakter niewyczerpujący co oznacza, że elementy mogą zostać uzupełnione dodatkowymi, o ile tak zdecyduje emitent. Kolejność zamieszczenia w treści papieru wartościowego poszczególnych elementów wymaganych przez przepisy jest dowolny. Dla obligacji niemających formy dokumentu i występujących w postaci zdematerializowanej, prawa i obowiązki emitenta a także obligatariusza, określone powinny zostać w warunkach emisji. Obligacja powinna zawierać w szczególności:

- 1) powołanie podstawy prawnej emisji,
- 2) wskazanie jednostki samorządu terytorialnego, związku tych jednostek lub miasta stołecznego Warszawa, będących emitentem,
- 3) nazwę obligacji i cel jej wyemitowania,
- 4) wartość nominalną na jaką opiewa obligacja oraz numer kolejny obligacji,
- 5) opis świadczeń emitenta, ze wskazaniem w szczególności wysokości tych świadczeń lub sposobu ich ustalania, terminów, sposobów i miejsc ich spełniania,
- 6) w przypadku obligacji imiennej - oznaczenie obligatariusza,
- 7) ograniczenia zbywania obligacji imiennej jeśli takie istnieją,
- 8) datę, od której nalicza się oprocentowanie, wysokość oprocentowania, terminy jego wypłaty i miejsce płatności - jeżeli warunki emisji przewidują oprocentowanie - oraz warunki wykupu,
- 9) zakres i formę zabezpieczenia albo informację o jego braku,
- 10) miejsce i datę wystawienia obligacji,
- 11) podpisy osób uprawnionych do zaciągania zobowiązań w imieniu JST, przy czym podpisy te mogą być odtwarzane sposobem mechanicznym.

Powołanie podstawy prawnej polega na wymienieniu aktu właściwego do podjęcia decyzji o emisji obligacji organu emitenta. Podstawa ta, powinna obejmować przepis przyznający zdolność emisyjną – art. 2 pkt 2 ustawy o obligacjach w przypadku JST – oraz wewnętrzną podstawę prawną decyzji emitenta o emisji obligacji. Wewnętrzną podstawą prawną emisji obligacji komunalnych jest uchwała odpowiedniego organu stanowiącego jednostki samorządu terytorialnego (art. 18 ust. 2 pkt 9 lit b) ustawy o samorządzie gminnym art. 12 pkt 8 lit b) ustawy o samorządzie powiatowym oraz art. 18 pkt 19 lit b) ustawy o samorządzie wojewódzkim).

2. PROCES EMISJI OBLIGACJI

Prace przygotowawcze poprzedzające proces emisji

Emisji obligacji komunalnych powinna rozpocząć się od zdefiniowania celów, na których sfinansowanie jednostka samorządowa potrzebuje źródeł zewnętrznego finansowania oraz możliwości i korzyści wynikających z wyboru obligacji komunalnych jako właściwego w takiej sytuacji zewnętrznego źródła finansowania.

Decyzja o sięgnięciu po zewnętrzne źródło finansowania powinna zostać poprzedzona szczegółową analizą potrzeb jednostki, sporządzonej w oparciu o strategię inwestycyjną jednostki samorządowej, zbadania zarówno

bieżącego budżetu tej jednostki jak i długookresowego planu finansowego. Także sam wybór obligacji komunalnych spośród dostępnych alternatywnych źródeł finansowania powinien być wynikiem oceny prowadzącej do wniosków, iż ta forma będzie najkorzystniejszym narzędziem – spośród dostępnych – dla osiągnięcia zamierzonych celów. Finansowanie przedsięwzięć komunalnych w drodze emisji obligacji wymaga także określenia przez jednostkę samorządową parametrów samej emisji, czyli trybu w jakim odbędzie się emisja oraz jej podstawowych warunków takich jak kwota emisji oraz jej struktura tj. ustalenia podziału na serie i transze, terminów wykupu, oprocentowania oraz innych warunków emisji.

Emitent obok ustalenia wartości emisji niezbędnej do zrealizowania przedsięwzięcia w związku z jakim dokonuje emisji powinien również wziąć pod uwagę - obok ograniczeń wynikających z art. 169 i art. 170 ustawy o finansach publicznych z 2005 r. - jaka kwota emisji nie będzie rodziła ryzyk dla budżetu oraz jak zaplanować na poszczególne lata spłatę tak, aby emisja nie generowała znacznych obciążeń mogących zakłócić finansowanie wydatków bieżących. Już na tym etapie - który wymaga przeprowadzenia między innymi analizy finansowej - należy rozważyć możliwość skorzystania z pomocy wyspecjalizowanych firm doradczych. Ponieważ właśnie od precyzyjnego przeanalizowania sytuacji finansowej i od precyzyjnego dostosowania kształtu emisji do możliwości i potrzeb jednostki JST, zależeć będzie powodzenie całego przedsięwzięcia.

Warto w tym miejscu nadmienić, iż zgodnie z art. 4, ust. 3, lit. j) ustawy Prawo zamówień publicznych, ustawy tej nie stosuje się w przypadku zamówień, których przedmiotem są usługi finansowe związane z emisją, obrotem lub transferem papierów wartościowych. Możliwe jest więc zawarcie umowy z dowolnie wybraną firmą inwestycyjną. Wskazaniem do

wyboru takiej firmy, powinno być przede wszystkim doświadczenie w realizacji podobnych projektów i rezultaty tego doradztwa.

Uchwała organu stanowiącego JST

Uchwała rady gminy, rady powiatu czy sejmiku województwa – które to organy mają wyłączną kompetencję do podjęcia uchwały w sprawie emisji obligacji – jest podstawą prawną konkretnej emisji.

Uchwała rady gminy o emisji obligacji powinna zostać podjęta – w myśl art. 58 ust. 2 ustawy o samorządzie gminnym - bezwzględną większością głosów, w obecności co najmniej połowy ustawowego bądź statutowego składu tego organu.

W przypadku natomiast obligacji powiatowych oraz wojewódzkich dla podjęcia uchwały wystarczająca będzie zwykła większość głosów, w obecności co najmniej połowy ustawowego składu właściwego organu.

Ustawy regulujące funkcjonowanie jednostek powiatowych i wojewódzkich nie wyszczególniają uchwał dotyczących zobowiązań finansowych tych jednostek przez uzależnienie ich podjęcia od spełnienia surowszych wymogów niż w przypadku podejmowania „zwykłych” uchwał. Ponadto ponieważ uchwała o emisji obligacji gminnych generuje po stronie gminy zobowiązania finansowe, uchwała ta zgodnie z art. 58 ust. 1 ustawy o samorządzie gminnym wskazywać powinna także źródła dochodów, z których zobowiązania zostaną pokryte.

Przepisy prawa nie regulują wprost zawartości uchwały w sprawie emisji obligacji komunalnych, dlatego też niezbędną treść takiej uchwały należy określić w drodze wykładni przepisów ustaw o samorządzie, ustawy o finansach publicznych oraz ustawy o obligacjach. Ustawy ustrojowe - o samorządzie gminnym, samorządzie powiatowym oraz samorządzie województwa - określają, iż do wyłącznej kompetencji rady (sejmiku) należy podejmowanie uchwał w sprawie emisji obligacji i określenia zasad ich zbywania, nabywania i wykupu. Dlatego też należy przyjąć, iż

w uchwale rady (sejmiku) powinny być zawarte wszystkie najistotniejsze parametry charakteryzujące emisję dotyczącą:

- 1) celu emisji, poprzez określenie przedsięwzięcia, na które będą przeznaczone środki pochodzące z emisji;
- 2) wielkości emisji;
- 3) wartości nominalnej pojedynczej obligacji i jej ceny emisyjnej lub sposobu jej ustalania;
- 4) czy będą to obligacje imienne, czy na okaziciela, czy zabezpieczone, a jeśli tak, to w jakiej wysokości i w jakiej formie, czy niezabezpieczone;
- 5) ewentualnego zakazu lub ograniczenia zbywania obligacji imiennych;
- 6) wysokości oprocentowania obligacji, łącznie z określeniem, czy będzie to oprocentowanie stałe, czy zróżnicowane dla poszczególnych lat, a także ustalenie terminów i sposobu jego płatności - jeżeli warunki emisji przewidują oprocentowanie;
- 7) innych świadczeń o charakterze niepieniężnym, do spełnienia których zobowiązuje się emitent obligacji;
- 8) sposobu wykupu obligacji, czy będą one wykupione jednorazowo, czy też np. będzie zastosowany wykup ratalny;
- 9) harmonogramu wykupu obligacji, terminów i ewentualnej wysokości wypłat;
- 10) czy czynności związane ze sprzedażą i wykupem obligacji oraz wypłatą oprocentowania zostaną powierzone bankowi;
- 11) trybu emisji, a więc ustalenie, czy emisja obligacji nastąpi na podstawie publicznej oferty, czy też oferty nabycia skierowanej do indywidualnych adresatów,
- 12) przewidywanej daty emisji.

Natomiast poszczególne czynności prawne zmierzające do realizacji uchwały organu stanowiącego takie jak podpisanie umów, składanie wniosków na GPW powinny być dokonane przez burmistrza (wójta, prezydenta miasta) w przypadku gminy, oraz przez dwóch członków zarządu w przypadku powiatu oraz województwa. Dla swej ważności czynności te wymagają kontrasygnaty skarbnika. Skarbnik, który odmówi kontrasygnaty, dokonuje jej na pisemne polecenie przewodniczącego zarządu jednostki samorządu terytorialnego, z wyjątkiem sytuacji, gdy wykonanie polecenia stanowiłoby przestępstwo albo wykroczenie; w takim przypadku skarbnik powiadamia o tym organ stanowiący jednostki samorządu terytorialnego i regionalną izbę obrachunkową.

Cel emisji

Oznaczenie w warunkach emisji obligacji celu ich emisji jest, zgodnie z art. 28 ustawy o obligacjach, w przypadku emitentów będących jednostkami samorządu terytorialnego, związku tych jednostek lub miasta stołecznego Warszawa obowiązkowe.

Na marginesie warto zaznaczyć, że ustawodawca nie nałożył analogicznego obowiązku na emitentów spoza sfery samorządowej. Obowiązek ten jest uzasadniony potrzebą realizacji zasady transparentności finansów samorządowych, stanowi także wyraz kontroli nad wydatkowaniem środków uzyskanych z emisji obligacji. Przez „cel emisji” należy rozumieć zadania JST, które będą finansowane przychodami z emisji. Zakres tych zadań należy ujmować szeroko – są to wszelkie wydatki, na jakie, zgodnie z przepisami prawa, jednostki samorządu terytorialnego mogą ponosić. W praktyce z uwagi na to, że najczęściej emisja obligacji dokonywana jest celem sfinansowania wydatków nie mających pokrycia w planowanych dochodach, cel emisji powinien być zbieżny z zadaniami publicznymi, których JST nie jest w stanie pokryć z budżetu. Zadania publiczne polegają na zaspokajaniu zbiorowych potrzeb wspólnoty samorządowej. Zadania te, określone zostały ogólnie w ustawach regulujących ustrój samorządów. Zostają doprecyzowane w uchwałach organów stanowiących JST.

W praktyce celem emisji obligacji komunalnych jest najczęściej finansowanie udziału własnego jednostki w inwestycjach finansowanych z funduszy strukturalnych, spłata wcześniej zaciągniętych zobowiązań (tzw. rolowanie długu).

Żaden z aktów prawnych stanowiących podstawę dla emisji obligacji komunalnych nie reguluje sposobu i precyzyjności w jaki sposób cel emisji powinien zostać określony. Z jednej strony cel nie może zostać określony w sposób nazbyt ogólny. Istotne jest jednak aby sformułowany był w sposób na tyle precyzyjny, by dawał inwestorom możliwość dowiedzenia się, jaki rodzaj przedsięwzięcia zostanie zrealizowany ze środków pochodzących z

emisji obligacji. Praktyka postępowania samorządów, usankcjonowana rozstrzygnięciami nadzorczymi regionalnej izby obrachunkowej [RIO] potwierdza to stwierdzenie. Najczęściej spotykane w uchwałach w sprawie emisji sformułowanie określające cel emisji to przykładowo: „pokrycie wydatków związanych z modernizacją budynków szkolnych”, „pokrycie wydatków związanych z infrastrukturą wodociągową”, „wydatki na termomodernizację budynków użyteczności publicznej”, „sfinansowanie oświetlenia ulicznego”, „pokrycie wydatków bieżących oraz innych wydatków nieznanających pokrycia w dochodach”. Należy zaznaczyć, że nie jest dopuszczalne alternatywne oznaczenie celów emisji. Cel emisji powinien zostać oznaczony w sposób niebudzący wątpliwości oraz bezwarunkowo.

Powyższe ma między innymi takie istotne znaczenie, iż określenie w treści dokumentu obligacji celu emisji jest brane pod uwagę przy określaniu zakresu odpowiedzialności karnej za przestępstwo przeznaczenia środków pochodzących z emisji obligacji na cel inny niż określony w warunkach emisji określone w art. 41 ustawy o obligacjach. Przeznaczenie środków pochodzących z emisji obligacji na cele inne niż określone w warunkach emisji podlega grzywnie do 5.000.000 zł lub karze pozbawienia wolności, albo obu tym karom łącznie.

Cel emisji obligacji komunalnych został – choć w nieco odmienny sposób - unormowany także w ustawie o finansach publicznych. Zgodnie z art. 89 ust. 1 u.f.p. JST mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe celem:

- 1) pokrycia występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego;

- 2) sfinansowania planowanego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego;
- 3) spłaty wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów;
- 4) wyprzedzającego sfinansowania działań finansowanych ze środków pochodzących z budżetu Unii Europejskiej.

Powyższy katalog ma charakter wyczerpujący, co oznacza, że środków pozyskanych z emisji nie można przeznaczyć na inne cele.

Zabezpieczenie wierzytelności obligatariuszy

Jednostka samorządu terytorialnego odpowiada za zobowiązania wynikające z obligacji całym swoim majątkiem. Wyjątkiem są jednak obligacje przychodowe, w przypadku których samorządy mogą ograniczyć w treści obligacji swoją odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z tych obligacji do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszowi służy prawo pierwszeństwa. Zobowiązanie wynikające z obligacji komunalnych może zostać zabezpieczone. Zastosowanie zabezpieczenia obligacji zależy od decyzji emitenta, z tym, że jeżeli zabezpieczenie zostało przewidziane, informacja o zabezpieczeniu winna zostać uwidoczniona w dokumencie obligacji lub w warunkach emisji. Ponadto, przed ustanowieniem zabezpieczeń przewidzianych w warunkach emisji obligacje nie mogą zostać wydane. Ustanowienie zabezpieczenia zwiększa ochronę obligatariuszy co do możliwości uzyskania świadczeń z wyemitowanych obligacji. Zabezpieczenie zwiększa zatem bezpieczeństwo inwestycji w papiery wartościowe, co może prowadzić do zwiększenia atrakcyjności obligacji a w konsekwencji również może podwyższać cenę papieru wartościowego. Zabezpieczenie obligacji ma charakter całkowicie dobrowolny. W praktyce większość obligacji znajdujących się w obrocie stanowią obligacje niezabezpieczone, których spłata jest gwarantowana

wyłącznie kondycją finansową ich emitenta. Dokument obligacji powinien zawierać informacje o zakresie i formie zabezpieczenia lub jego braku. W przypadku obligacji niemających formy dokumentu informacja taka powinna znaleźć się w warunkach emisji.

Ujawnienie tych informacji w sposób oczywisty pozwala potencjalnym inwestorom na podjęcie zrationalizowanej decyzji odnośnie inwestycji w obligacje i ryzyka wiążącego się z taką inwestycją.

W nowelizacji ustawy o obligacjach jaka miała miejsce 29 czerwca 2000 r. dokonano zmiany polegającej na rezygnacji ze wskazania zamkniętego katalogu zabezpieczeń obligacji. Zniesienie katalogu oznacza, że możliwe jest ustanowienie dowolnych zabezpieczeń dozwolonych przez system prawa. Wśród wszystkich dostępnych zabezpieczeń na szczególną uwagę zasługują: hipoteka, gwarancja udzielona przez bank oraz poręczenie czy zabezpieczenie udzielone przez Skarb Państwa.

Hipoteka stanowi ograniczone prawo rzeczowe ustanowione celem zabezpieczenia oznaczonej wierzytelności, na mocy której wierzyciel może dochodzić zaspokojenia z pierwszeństwem przed wierzycielami osobistymi dłużnika.

Zgodnie z art. 7 ustawy o obligacjach do ustanowienia hipoteki, wystarczające będzie oświadczenie woli właściciela nieruchomości złożone w formie aktu notarialnego. Oznacza to, że w drodze wyjątku od ogólnej zasady, dla powstania hipoteki nie będzie niezbędna umowa między dłużnikiem i wierzycielem. Istotne jest również to, iż dla przeniesienia zabezpieczenia praw wynikających z obligacji nie będzie wymagana umowa między zbywcą a nabywcą obligacji i wpis do księgi wieczystej. Te szczególne regulacje podyktowane są szczególnym rodzajem statusu wierzyciela jakim jest obligatariusz.

Wielość nabywców obligacji utrudniałaby w praktyce zawieranie każdorazowo pomiędzy emitentem, a każdym z obligatariuszy umowy o ustanowieniu hipoteki. Z kolei wymóg zawierania umowy między zbywcą o .nabywcą obligacji połączony z wymogiem uzyskania wpisu w księdze wieczystej obniżałby płynność obligacji na rynku wtórnym. W przypadku ustanowienia hipoteki jako zabezpieczenia wiarygodności wynikających z obligacji, emitent ma obowiązek zgodnie z art. 10 ust. 2 ustawy o obligacjach poddać przedmiot hipoteki wycenie przez uprawnionego biegłego oraz udostępnić sporządzoną wycenę przedmiotu hipoteki.

Gwarancja bankowa zaś, jest zabezpieczeniem udzielanym przez bank w trybie przepisów ustawy Prawo bankowe z dnia 29 sierpnia 1997 r. (tekst jednolity Dz. U. Nr 72, poz. 665 z późn. zmian.). Udzielenie gwarancji bankowej powoduje powstanie zobowiązania abstrakcyjnego po stronie banku. Oznacza to, iż niezależnie od tego co było przyczyną niewywiązania się emitenta ze zobowiązania wynikającego z obligacji, bank jest zobowiązany do zapłaty kwoty na jaką udzielił gwarancji.

Poręczenie to kolejna instytucja prawa cywilnego służąca zabezpieczeniu realizacji zobowiązań. Przez umowę poręczenia poręczyciel zobowiązuje się wykonać zobowiązanie względem wierzyciela w przypadku, gdy nie wykona go dłużnik. Udzielenie poręczenia jest czynnością prawną uregulowaną w art. 876-887 Ustawa kodeks cywilny z dnia 23 kwietnia 1964 r. (Dz. U. Nr 16, poz. 93 z późn. zmian.) Istota poręczenia polega na pozostawieniu poręczyciela w gotowości spełnienia poręczonego świadczenia, jeżeli dłużnik nie wypełni zobowiązania. Zakres zobowiązania wierzyciela określa zakres zobowiązania dłużnika głównego, a umorzenie długu głównego pociąga za sobą – co do zasady – wygaśnięcie zobowiązania poręczyciela. Poręczyć można za dług przyszły do wysokości z góry oznaczonej.

Poręczenia może udzielić każdy podmiot występujący w obrocie. Co istotne w tej kwestii, to konieczność przywołania regulacji zawartej w przepisie art. 6 ust. 1 ustawy o obligacjach. Przepis ten przewiduje szczególny tryb udzielania poręczeń, na podstawie którego JST oraz miasto stołeczne Warszawa mogą poręczać zobowiązania wynikające z obligacji emitowanych przez:

1) inne jednostki samorządu terytorialnego, związki tych jednostek oraz miasto stołeczne Warszawę,

2) spółki z ograniczoną odpowiedzialnością albo spółki akcyjne, w których dana jednostka samorządu terytorialnego lub miasto stołeczne Warszawa dysponuje odpowiednio ponad 50% głosów na zgromadzeniu wspólników lub walnym zgromadzeniu,

3) przedsiębiorstwa, dla których organem założycielskim jest jednostka samorządu terytorialnego lub miasto stołeczne Warszawa

- do wysokości 15% dochodów jednostki samorządu terytorialnego planowanych w roku, w którym następuje udzielenie poręczenia.

Na marginesie, powyższe pokazuje, iż zabezpieczenie to jest możliwe dla spółek prawa handlowego z udziałem JST, zamierzających emitować obligacje.

Udzielenie poręczenia wymaga uchwały samorządowego organu stanowiącego w przedmiocie udzielenia konkretnego poręczenia art. 6 ustawy o obligacjach. Przepis art. 6 ustawy o obligacjach stanowi wyjątek od zasady, iż uchwały JST nie decydują o udzieleniu poręczenia imiennie oznaczonym podmiotom. Regułą jest bowiem, iż ta czynność należy do uprawnień organu wykonawczego jednostki. Łączna kwota poręczeń – jak wynika z art. 94 ust. 1 u.f.p. - udzielanych przez jednostki samorządu terytorialnego określana jest w uchwale budżetowej.

Poręczenia udzielane przez jednostki samorządu terytorialnego w myśl art. 94 ust. 2 u.f.p. są terminowe i udzielane wyłącznie do określonej kwoty.

Podstawą udzielenia poręczenia będzie jednak umowa, określająca okres odpowiedzialności poręczyciela oraz kwotę poręczenia, która nie może przekroczyć limitu określonego w uchwale budżetowej. Oświadczenie poręczyciela zgodnie z art. 876 § 2 k.c. powinno być pod rygorem nieważności złożone na piśmie.

Szczególną formą zabezpieczania roszczeń wynikających z obligacji są poręczenia i gwarancje udzielane przez Skarb Państwa na podstawie ustawy o poręczeniach i gwarancjach udzielanych przez Skarb Państwa oraz niektóre osoby prawne z dnia 8 maja 1997 r. (tekst jednolity - Dz. U. Nr 174, poz. 1689 z późn. zmian.).

Podmiotem uprawnionym do stosowania tych zabezpieczeń jest, w imieniu Skarbu Państwa, Rada Ministrów, na wniosek ministra właściwego do spraw finansów publicznych, lub minister właściwy do spraw finansów publicznych. Poręcznie lub gwarancja, stanowiące zabezpieczenie całkowite lub zabezpieczenie częściowe, może obejmować – zgodnie z art. 12 wspomnianej ustawy – zapłatę należności głównej lub należności ubocznych. Poręczenie lub gwarancja są udzielane na wniosek emitenta obligacji, pod warunkiem przeznaczenia środków pochodzących z emisji obligacji na finansowanie przedsięwzięć inwestycyjnych zapewniających:

- rozwój lub utrzymanie infrastruktury;
- rozwój eksportu dóbr i usług;
- ochronę środowiska;
- tworzenie nowych miejsc pracy związanych z daną inwestycją w ramach pomocy regionalnej;

- wdrażanie nowych rozwiązań technicznych lub technologicznych będących wynikiem badań naukowych lub prac rozwojowych;
- restrukturyzację przedsiębiorstw.

W przypadku zabezpieczenia emisji poręczeniem lub gwarancją Skarbu Państwa, gdy liczba nabywców obligacji jest wyższa niż 15, przed rozpoczęciem emisji obligacji emitent jest zobowiązany zgodnie z treścią art. 29 ustawy o obligacjach zawrzeć umowę o reprezentację obligatariuszy wobec emitenta z bankiem reprezentantem. Bank pełni funkcję przedstawiciela ustawowego obligatariuszy. W zakresie zabezpieczenia wykonania zobowiązań wynikających z obligacji bank-reprezentant zobowiązany jest, stosownie do treści art. 5 ustawy o obligacjach, po stwierdzeniu naruszenia przez emitenta obowiązków wynikających z emisji, do stosowania wszelkich środków mających na celu ochronę ich praw, w tym w szczególności do podejmowania działań mających na celu ustanowienie przez emitenta dodatkowych zabezpieczeń..

Ocena ratingowa a wiarygodność finansowa JST

Na podstawie definicji encyklopedycznej „Rating – to wyrażenie pochodzące z anglojęzycznego obszaru językowego [...], można zdefiniować je dwojako: w szerszym znaczeniu jako proces oceny, w węższym jako wynik tego procesu, który ustala się po przeprowadzeniu przez odpowiednią firmę procedury ratingowej”.

W wielkim uproszczeniu można powiedzieć, że firmy ratingowe dokonują badania wiarygodności w oparciu o określone standardy, które zostały wypracowane w zależności między innymi od tego jaki produkt, czy podmiot podlega tej ocenie. W ocenie tej posługują się wystandaryzowanymi oznaczeniami, przyjmującymi najczęściej wyraz symbolu literowego, uzupełnianego znakami lub /i cyframi.

Jednakże należy dla porządku przywołać funkcje jakie pełnią ratingi. Definiuje się je jako:

- Funkcję racjonalizatorską- polegającą na zapewnieniu pomocy w zwiększeniu efektywności procesów decyzyjnych,
- Funkcję porządkującą – polegającą na usuwaniu szumów informacyjnych na rynku poprzez eliminację informacji zbędnych oraz wykrywanie informacji błędnych i nieprawdziwych
- Funkcję informacyjną – która ma dostarczyć decydentom wiarygodne informacje o przedmiotach ich decyzji oraz możliwie pełne i wyczerpujące informacje, przy zachowaniu jednocześnie wysokiego stopnia ich przejrzystości,
- Funkcję popularyzatorską – która ma upowszechniać informacje o przedmiotach poddanych analizie ratingowej i wiedzy o sposobach jej funkcjonowania,
- Funkcję „wyrównywania szans” – polegającą na umożliwieniu podejmowania decyzji zarówno odbiorcom instytucjonalnym (profesjonalnym) jak i indywidualnym (nieprofesjonalnym) poprzez publikowanie wyników analizy ratingowej w powszechnie dostępnych periodykach i czasopismach¹.

W odniesieniu do obligacji stwierdzić należy, iż ocenie ratingowej podlegać będzie zarówno jakość tych papierów dłużnych jak i wiarygodność finansowa podmiotu zaciągającego zobowiązanie.

Z punktu widzenia analizy ryzyka inwestycyjnego, z uwagi na publicznoprawny status JST obligacje komunalne postrzegane są jako

¹ Milewski P., *Ratingi w gospodarce rynkowej z uwzględnieniem ratingu ubezpieczeniowego*, Gazeta Ubezpieczeniowa, nr 9,10/1999, s. 21

najbardziej bezpieczne papiery wartościowe. Wśród cech JST, które podnoszą ich rangę jako emitenta występującego na rynku kapitałowym należy w pierwszej kolejności wymienić to, iż jednostki komunalne nie posiadają możliwości ogłoszenia niewypłacalności, bowiem w myśl art. 6 ust. 2 ustawy z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze (Dz. U. 2003 nr 60 poz. 535 z późn. zmian.) nie jest możliwe ogłoszenie upadłości JST.

Podmioty samorządowe kontrolują majątek trwały o znaczącej wartości co zarówno daje większą możliwość ustanawiania zabezpieczeń przez samorząd jak i w sposób naturalny zwiększa wskaźnik wypłacalności JST. Jednostki samorządu terytorialnego posiadają gwarancję stabilnych, corocznych wpływów pochodzących z dochodów własnych (w szczególności podatków i opłat lokalnych) jak i subwencji ogólnej oraz dotacji celowych pochodzących z budżetu państwa, a także udziału we wpływach z podatków dochodowych.

Gospodarka finansowa jednostek samorządowych ma, stosownie do treści art. 33 ust. 1 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz. U. z 2009 r. nr 157 poz. 1240 z późn. zmian.), charakter jawny, co daje rękojmię przejrzystości i wiarygodności mechanizmów zarządzania finansami JST.

Należy więc uznać, że postrzeganie jednostek samorządowych jako podmiotów sektora publicznego, powoduje, że zobowiązania tych jednostek w powszechnym przekonaniu traktowane są jako bezpieczne inwestycje. Jednak liczne aspekty wynikające ze specyficznych warunków w jakich funkcjonują samorządy powoduje, że nie jest możliwe całkowite wyeliminowanie ryzyka niewypłacalności, także u dłużnika jakim jest jednostka samorządu terytorialnego. Z tego też względu celem wysłania

jasnego przekazu na rynek finansowy, o zdolności obsługi długu uzasadnione jest wystąpienie o ocenę ratingową. Rating stanowi ocenę ryzyka kredytowego emitenta zamierzającego zaciągnąć dług. Ocena ratingowa to oszacowanie wiarygodności emitenta jako dłużnika. Posiadanie ratingu nie jest wymagane przez polskie przepisy. Jednak pozyskiwanie ocen ratingowych należy uznać za sprzyjające rozwojowi rynku obligacji komunalnych. Uzyskanie ratingu jest często konieczne dla zapewnienia sukcesu emisji obligacji, poprzez wykazanie wiarygodności przedsięwzięcia dla potencjalnych inwestorów.

Celem uzyskania ocen ratingowych jest uczynienie rynku finansowego bardziej przejrzystym i przystępnym dla inwestora. Nadto świadomość tego, iż emisji zostanie nadany rating skłania emitentów do przyłożenia większej uwagi do przygotowania emisji w sposób, który pozwoli uzyskać lepszą ocenę. Na rozwiniętych rynkach finansowych podmioty takie jak jednostki samorządu terytorialnego starają się uzyskać ocenę wiarygodności finansowej i zdolności do obsługi długu w przyszłości. Wystawione oceny ratingowe rzutują bezpośrednio na warunki pozyskiwania środków finansowych. Brak takiej oceny może automatycznie zmniejszyć zainteresowanie planowaną emisją.

Oceny ratingowe znajdują coraz bardziej powszechne zastosowanie, w tym w odniesieniu do podmiotów komunalnych decydujących się na zaciągnięcie długu przez dokonanie emisji obligacji. Przeprowadzenie ratingu ułatwia potencjalnym inwestorom ocenę konkretnej oferty nabycia obligacji, co ma szczególne znaczenie w przypadku występowania na rynku dużej liczby emitentów komunalnych. Rating może zostać nadany zarówno wyemitowanym papierom dłużnym jak i samemu podmiotowi zaciągającemu zobowiązanie na rynku finansowym. W tym pierwszym przypadku celem ratingu jest opracowanie prognozy należytej spłaty wierzytelności obligacyjnej.

Ocen dokonują agencje ratingowe – firmy specjalnie powołane do mierzenia ryzyka związanego z inwestowaniem w określone instrumenty finansowe. Agencje ratingowe celem wydania oceny badają kondycję finansową JST, oceniają jej plany rozwoju, jej otoczenie prawno-gospodarcze oraz oceniają ryzyko. Wynikiem przeprowadzonej analizy, obok samej oceny ratingowej, jest także raport z badania. Globalny rynek agencji ratingowych jest zdominowany przez kilka wielkich firm działających w skali całego świata. Są to: *Fitch Ratings*, *Moody's* oraz *Standard & Poor's*. W Polsce oddział posiada agencja Fitch. Warto jednak zaznaczyć, że w Polsce istnieją – choć mniej rozpoznawalne - agencje ratingowe o charakterze lokalnym. Należą do nich Agencja Ratingowa EuroRating Agencja Ratingowa AFS. Na marginesie warto wskazać, że - na tle niepokojów finansowych jakie wystąpiły w ostatnim czasie na rynku finansowym po obu stronach Oceanu Atlantyckiego - monopolistyczna pozycja i ograniczona odpowiedzialność agencji, przy jednoczesnym znaczącym ich wpływie na rynki finansowe spowodowały dyskusję, co do kształtu jaki powinien przyjąć system ocen ratingowych. Niezależnie od wyniku tej dyskusji należy wskazać, że pozytywny rating zapewnia ocenianemu podmiotowi liczne korzyści, a w przypadku jednostek samorządu terytorialnego spełnia w szczególności następujące role:

- 1) umożliwia negocjowanie korzystniejszych warunków zaciągania zobowiązania, co bezpośrednio przekłada się na obniżenie pozyskania kosztu kapitału (Miasto Szczecin zgodziło się zapłacić ponad 300 tys. zł za rating udzielony przez agencję Fitch, który pozwolił obniżyć wysokość oferowanego oprocentowania)
- 2) poszerza krąg potencjalnych kredytodawców o podmioty krajowe i zagraniczne w tym także te, które z racji pełnionych funkcji społeczno-ekonomicznych zobligowane są do inwestowania w instrumenty

finansowe obciążone możliwie niskim poziomem ryzyka (np. fundusze emerytalne, fundusze rynku pieniężnego),

- 3) stanowi formę zaistnienia jednostki samorządowej na międzynarodowej mapie rynku kapitałowego,
- 4) spełnia funkcje wizerunkową – kreuje bowiem wizerunek jednostki jako podmiotu wiarygodnego gospodarczo, co może być przykładowo sposobem na przyciągnięcie inwestycji bezpośrednich.

W procesach emisji obligacji z udziałem agenta emisji, często zlecenie ratingu jest nieodłączną przesłanką podjęcia się tej roli przez agenta. Skutkuje zoptymalizowaniem warunków współpracy i samego przedsięwzięcia emisji obligacji. Czynnikiem ocennym jest grono potencjalnych inwestorów, do którego możliwe jest zaadresowanie emisji. Istotne znaczenie będzie miał także tryb emisji tj. czy będzie to emisja prywatna, czy publiczna.

Tryb emisji

Emisja obligacji może być przeprowadzana w trybie oferty prywatnej lub oferty publicznej.

W przypadku oferty prywatnej propozycja nabycia może być kierowana do zamkniętego grona maksymalnie 99 potencjalnych nabywców. W tym trybie, po otrzymaniu oferty, inwestor przyjmuje ją (zwykle wypełniając określony formularz) oraz wpłaca środki na rachunek emitenta. Jeżeli obligacje wydawane są w formie dokumentu – emitent wydaje dokument, jeżeli w formie zdematerializowanej – następuje zapisanie ich na rachunku inwestycyjnym inwestora. Ten tryb jest niewątpliwie mniej czasochłonny, prostszy i tańszą możliwością. Wadą tego trybu jest jednak to, iż

wyemitowane obligacje charakteryzują się niższą płynnością co przekłada się na wysokość oprocentowania oczekiwaną przez inwestorów a także to, że zawężone zostaje grono potencjalnych inwestorów.

Z kolei oferta publiczna to oferta, która może być kierowana do nieograniczonej liczby adresatów lub grupie co najmniej 100 osób. Obecnie - po nowelizacji ustawy o ofercie - nie jest już konieczne sporządzenie prospektu emisyjnego ani memorandum informacyjnego. Przeprowadzenie oferty w tym trybie wiąże się natomiast z zawarciem umowy z biurem maklerskim, które będzie pełniło funkcję oferującego, czyli podmiotu, za pośrednictwem którego dokonywana będzie sprzedaż obligacji. Za pośrednictwem biura maklerskiego chętni na zakup obligacji będą mogli również składać zapisy.

Proces oferty publicznej regulują przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 29 lipca 2005 r. (tekst jednolity Dz.U. Nr 211, poz. 1384, z późn. zm.) oraz ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 29 lipca 2005 r. (tekst jednolity Dz.U. Nr 185, poz. 1439, z późn. zm.)

Relacja JST z Agentem emisji

Ze względu na znaczny zakres czynności, które należy wykonać w trakcie procesu oferty publicznej, w odniesieniu do których regulacje prawne wykluczają możliwość wykonywania we własnym zakresie ale także takich czynności które w praktyce wymagają wsparcia profesjonalisty, w procesie tym uczestniczą podmioty wspomagające. Jednostka samorządu terytorialnego powinna zatem – najpóźniej po podjęciu uchwały o emisji

obligacji - podjąć decyzję, czy dalsze czynności procesu emisyjnego wykona samodzielnie, czy też powierzy je profesjonalnemu podmiotowi, tzw. agentowi emisji. Rola agenta emisji sprowadza się do: przedstawienia koncepcji rozprowadzenia emisji obligacji, przeprowadzenia dla wybranych inwestorów prezentacji warunków emisji, stworzenie księgi popytu oraz deklaracji co do zainteresowania oprocentowaniem ze strony potencjalnych nabywców, przeprowadzenia subskrypcji i przyjmowania zamówień, określenia koncepcji i prowadzenia usług depozytowych, prowadzenia usług płatniczych jako agent płatniczy, prowadzenia obsługi rozliczeń w ramach rynku pierwotnego, prowadzenia obsługi rynku wtórnego oraz przeprowadzenia wykupu obligacji. Umowa z agentem emisji może – jak już zostało uprzednio wskazane - zostać zawarta już wcześniej i obejmować swym zakresem także czynności przygotowawcze.

W przypadku oferty publicznej uczestnictwo firmy inwestycyjnej w czynnościach związanych z przeprowadzeniem tej oferty jest wymagane przepisami prawa. Podstawowym celem takiego rozwiązania jest wsparcie emitenta w tym procesie aby przebiegał on zarówno zgodnie z przepisami prawa jak i standardami rynku kapitałowego. Obecność banku lub domu maklerskiego ma zapewnić bezpieczeństwo inwestorom, którzy podczas oferty publicznej wpłacają należności za nabywane papiery wartościowe i za jego pośrednictwem obejmują nabyte instrumenty finansowe.

Emisja obligacji samorządowych powszechnie dokonywana jest przy udziale podmiotów organizujących emisję, którymi są głównie banki. Bank, który jest często gwarantem emisji, będzie tym partnerem JST, który współdecyduje, zwłaszcza w okresie przygotowawczym, o zasadności zatrudnienia agencji ratingowej. Wszystkie elementy emisji, o których mowa była wcześniej, w tym oprocentowanie i fakt, czy będzie ona zabezpieczona,

a jeżeli tak to w jaki sposób, będą podlegały uzgodnieniom pomiędzy bankiem, a JST. Rozmiar przedsięwzięcia i jego cel, a przede wszystkim dbałość o zapewnienie sukcesu emisji, będą determinowały profesjonalne i standardowe reguły postępowania tego partnera. W procesie tym będą także podejmowane takie decyzje, czy uzasadnionym będzie pełnienie funkcji subemitenta inwestycyjnego lub usługowego, włączenie do prac doradcy prawnego itp.

Agent emisji zobowiązuje się do wykonania czynności związanych z wykupem obligacji oraz wypłaty oprocentowania. W celu zrealizowania tego zobowiązania współpraca z JST w okresie przygotowawczym do realizacji emisji będzie zdeterminowana oceną przez bank ryzyk wynikających z konieczności zabezpieczenia praw obligatariuszy inkorporowanych w obligacji oraz gwarantowaniem przez tę instytucję dojścia emisji do skutku.

Obok czynności związanych z przygotowaniem i przeprowadzaniem emisji agent emisji może również pełnić rolę gwaranta. Funkcja gwarancyjna może przyjmować w praktyce dwojaki charakter. Jeśli bank udziela gwarancji bankowej oznacza to bowiem, iż daje 100 % pewność realizacji praw obligatariuszy. Gdyby JST nie wywiązała się ze zobowiązań wynikających z emisji obligacji samorządowych, bank udzielający gwarancji zmuszony byłby do wypłacenia obligatariuszom należnych im kwot. Druga z funkcji gwarancyjnych oznacza, iż gdyby popyt na obligację okazał się mniejszy od założonego, bank występując w charakterze subemitenta (gwaranta emisji) zmuszony będzie do objęcia tych obligacji, które nie zostały wykupione przez inwestorów.

Z tego powodu prace przygotowawcze/analizyczne polegają na ocenie ryzyk związanych z daną emisją obligacji. Bank dokonuje zatem analizy sytuacji ekonomiczno-finansowej danej JST, możliwości wykupu obligacji w proponowanych terminach i kwotach. Dokonuje opracowania projektu oferty cenowej. Następnie musi przeprowadzić wewnętrzne procedury związane z akceptacją przedsięwzięcia, po czym składa Emitentowi ofertę cenową. Po uzgodnieniu warunków współpracy następuje podpisanie umowy zlecenia i przeprowadzenia emisji wraz z odpowiednimi załącznikami.

Podstawą wypłaty środków jest wypełnienie przez JST takich załączników jak Zlecenie Emisji i Propozycja nabycia.

Jakie są istotne zagadnienia, które JST powinna brać pod uwagę i ocenić przed podpisaniem umowy? Trzeba podkreślić, iż tak profesjonalne instytucje jak banki, mają wypracowane i wstandaryzowane wzory ofert i umów na obsługę przedsięwzięcia emisji obligacji. Jednak to, na co trzeba zwrócić szczególną uwagę i podlegać winno negocjacom to prowizja i oprocentowanie. Przykładowo, prowizja banku winna być jednorazowa, powinien być określony termin płatności w stosunku do daty zawarcia umowy. Winno być stwierdzone, iż prowizja obejmuje całość usług banku związanych z emisją oraz, że w umowie nie ma dodatkowych, 'ukrytych' opłat. Jeśli chodzi o oprocentowanie to może być ono stałe lub zmienne. Oparte jest na ogół o WIBOR za określoną ilość miesięcy (np. 6 m-cy). Obejmuje marżę, która uwarunkowana jest długością danej serii obligacji, wielkością emisji, wynikiem ratingu (jeśli został zapewniony) oraz tym, jaką jednostką jest JST (gmina, powiat, czy województwo). W umowie określa się także jakie będą okresy płatności odsetek (np. półroczne).

W praktyce zatem, agent emisji często zarządza całym projektem począwszy od prac przygotowawczych:

- 1) uczestniczy w przeprowadzeniu oferty oraz wprowadzeniu papierów do obrotu,
- 2) podejmuje prace z zakresu doradztwa finansowego i sporządzenia dokumentu dopuszczeniowego,
- 3) podejmuje wiele działań biznesowych, takich jak poszukiwanie potencjalnych inwestorami,
- 4) uczestniczy w promocji oferty,
- 5) podejmuje się funkcji subemitenta,
- 6) zajmuje się przygotowaniem dokumentacji na potrzeby dematerializacji papierów wartościowych.

Przygotowanie propozycji nabycia oraz skierowanie jej do inwestorów

W przypadku emisji niepublicznej wymagane jest wystosowanie do potencjalnych inwestorów propozycji nabycia. Dokument ten powinien określać warunki emisji oraz zobowiązania emitenta wobec obligatariuszy a ponadto dane, które pozwolą na ocenę sytuacji finansowej emitenta. Zgodnie z art. 10 ustawy o obligacjach w propozycji nabycia JST powinna udostępnić informacje dotyczące:

- 1) celów emisji,
- 2) wielkości emisji,
- 3) wartości nominalnej i ceny emisyjnej obligacji lub sposobu jej ustalenia,
- 4) warunków wykupu,
- 5) warunków wypłaty oprocentowania,
- 6) warunków dojścia emisji obligacji do skutku

- 7) wysokości i formy ewentualnego zabezpieczenia i oznaczenia podmiotu udzielającego zabezpieczenia,
- 8) wartości zaciągniętych zobowiązań na ostatni dzień kwartału poprzedzającego udostępnienie propozycji nabycia oraz perspektywy kształtowania zobowiązań emitenta do czasu całkowitego wykupu obligacji proponowanych do nabycia,
- 9) danych umożliwiających potencjalnym nabywcom obligacji orientację w efektach przedsięwzięcia, które ma być sfinansowane z emisji obligacji, oraz zdolności emitenta do wywiązania się z zobowiązań wynikających z obligacji,
- 10) zasad przeliczania wartości świadczenia niepieniężnego na świadczenie pieniężne,
- 11) udostępnianie ostatniego rocznego sprawozdania z wykonania budżetu jednostki samorządu terytorialnego wraz z opinią regionalnej izby obrachunkowej oraz odpowiednio kolejnych rocznych sprawozdań wraz z opiniami regionalnej izby obrachunkowej.

Termin na przyjęcie propozycji nabycia wynosi trzy tygodnie od dnia jej otrzymania chyba, że JST określi ten termin w sposób odmienny.

Lokowanie obligacji

Przydziału obligacji dokonuje organ wykonawczy jednostki samorządu terytorialnego w oparciu o kryteria zawarte w warunkach emisji obligacji. Zgodnie z art. 12 ust. 3 pkt ustawy o obligacjach jednostka samorządu terytorialnego ma sześć tygodni na dokonanie przydziału od dnia złożenia ostatniej propozycji nabycia. Sama czynność przydziału obligacji odbywa się przez jednostronne oświadczenie JST. Z przydziałem obligacji komunalnych może być połączona ostatnia czynność składająca się na zamknięty tryb

emisji tj. wydanie dokumentu obligacji bądź dokonanie odpowiedniego zapisu w ewidencji.

W przypadku niedojścia emisji do skutku JST powinna w terminie dwóch tygodni od ustalonego terminu przydziału zawiadomić osoby które złożyły zapisy na obligacje (subskrybentów) o tej okoliczności w drodze ogłoszenia w dzienniku ogólnopolskim lub listami poleconymi. W zawiadomieniu tym należy wezwać subskrybentów do odbioru wpłaconych kwot w terminie dwóch tygodni liczonych od dnia ogłoszenia lub nadania listu poleconego. W tym miejscu trzeba wyraźnie zaznaczyć, że upowszechniony w Polsce model emisji niepublicznej w jakim agent emisji pełni również funkcję gwaranta emisji, sprawia iż niedojście emisji do skutku w praktyce nie zachodzi.

W warunkach emisji należy określić próg emisji czyli minimalną liczbę obligacji, których zasubskrybowanie wymagane jest dla dojścia emisji do skutku. Choć ustawa nie nakłada takiego obowiązku, to jednak nie ma przeszkód aby określenie progu zostało umieszczone już w uchwale o emisji obligacji. Jeśli w terminie określonym dla zapisywania się na obligacje nie zostanie subskrybowana co najmniej taka liczba obligacji, która spowoduje osiągnięcie progu emisji, wówczas należało będzie przyjąć, że emisja obligacji nie doszła do skutku. Dowolność w ustaleniu progu emisji pozwala na zminimalizowanie elementu ryzyka niedojścia emisji do skutku z uwagi na zbyt mały popyt na obligacje. Emisja bowiem może obejmować znacząco większą liczbę obligacji niż minimalny próg niezbędny dla skutecznego jej przeprowadzenia.

Zasady wykupu obligacji

Wyplata świadczeń z obligacji wyemitowanych przez JST polega na spełnieniu przez jednostkę świadczenia, do którego jednostka zobowiązała się w propozycji nabycia, tj. wypłaty oprocentowania oraz wykupu obligacji. Przy wypłacie świadczeń istotną rolę pełni agent płatniczy. Jego rola polega na tym, że emitent w ustalonych terminach przekazuje agentowi kwoty odpowiadające łącznym płatnościom należnym z tytułu oprocentowania lub wykupu obligacji, a agent wypłaca świadczenia na rzecz poszczególnych obligatariuszy. Z chwilą wykupu obligacje podlegają umorzeniu. Jest to równoznaczne z wygaśnięciem zobowiązania inkorporowanego w obligacji i ustaniem ważności obligacji jako papieru wartościowego. Jeżeli emitent zobowiązał się do spełnienia świadczenia o charakterze niepieniężnym, w razie opóźnienia w jego spełnieniu, na żądanie obligatariusza następuje przekształcenie tego świadczenia w świadczenie pieniężne, do którego stosuje się zasady natychmiastowego wykupu. Zasady przeliczania wartości świadczenia niepieniężnego winny znaleźć się w warunkach emisji. JST może nabywać własne obligacje wyłącznie celem ich umorzenia.

Przedawnienie roszczeń wynikających z obligacji wynosi 10 lat od dnia, na jaki przypada termin wykupu obligacji.

3. EMISJA OBLIGACJI PRZYCHODOWYCH

Istota obligacji przychodowych

Obligacje przychodowe stanowią papier dłużny silnie powiązany ze strukturami samorządowymi jako potencjalnymi emitentami i określonym przedsięwzięciem (inwestycją), które stanowi zarówno cel emisji, a jednocześnie źródło przychodów pozwalające na pokrycie w przyszłości zobowiązania wynikającego z emisji. Katalog podmiotów posiadających zdolność do emisji obligacji przychodowych określa art. 23 ust. 2 ustawy o

obligacjach. Zgodnie z tym przepisem obligacje przychodowe emitować mogą:

- 1) jednostka samorządu terytorialnego, związek jednostek samorządu terytorialnego, miasto stołeczne Warszawa,
- 2) Bank Gospodarstwa Krajowego,
- 3) Krajowy Fundusz Kapitałowy Spółka Akcyjna,
- 4) spółka akcyjna albo spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, w których JST, związek JST lub miasto stołeczne Warszawa posiada taką liczbę akcji albo udziałów, która zapewnia mu więcej niż 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub zgromadzeniu wspólników, o ile jedynym przedmiotem działalności spółki jest zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej,
- 5) spółka akcyjna albo spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, której jedynym przedmiotem działalności jest wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej na podstawie umowy zawartej z jednostką samorządu terytorialnego, związkiem jednostek samorządu terytorialnego lub miastem stołecznym Warszawa i która zadania te będzie wykonywać co najmniej przez okres równy okresowi zapadalności obligacji,
- 6) spółka akcyjna, która na podstawie upoważnienia ustawowego lub na podstawie koncesji albo zezwolenia wykonywać będzie zadania z zakresu użyteczności publicznej albo świadczyć usługi w zakresie transportu lub komunikacji oraz utrzymania i rozwoju infrastruktury komunikacyjnej lub transportowej co najmniej przez okres równy okresowi zapadalności obligacji,
- 7) koncesjonariusz, czyli spółka, która zawarła umowę o budowę i eksploatację albo wyłącznie eksploatację autostrady, działająca na podstawie ustawy z dnia 27 października 1994 r. o autostradach

płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym (Dz. U. z 2004 r. nr 256, poz 2571 z późn. zmian.)

Lista podmiotów posiadających zdolność emisyjną w zakresie obligacji przychodowych jest zamknięta. Wspólną cechą potencjalnych emitentów obligacji przychodowych jest wykonywanie przez te podmioty, choćby pośrednio, zadań użyteczności publicznej.

Emisja obligacji przychodowych, niezależnie od stopnia ich zabezpieczenia, nie obciąża budżetu emitenta będącego jednostką samorządu terytorialnego lub miastem stołecznym Warszawą. Ten aspekt stanowi uzasadnienie dla wyłączenia, o jakim mowa w art. 23 ust. 7 ustawy o obligacjach. Zgodnie z tym przepisem środków na rachunku bankowym gromadzonych w celu zaspokojenia roszczeń obligatariuszy obligacji przychodowych oraz świadczeń emitenta należnych obligatariuszom od emitenta obligacji w wykonaniu zobowiązań wynikających z tych obligacji, nie uwzględnia się przy ustalaniu ograniczeń zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego o jakim mowa w art. 24 u.f.p.

W ocenie ustawodawcy przy emisji obligacji przychodowych nie występuje zagrożenie związane z możliwością nadmiernego zadłużenia, którego spłata mogłaby spowodować trudności z wywiązywaniem się przez jednostkę samorządową z nałożonych na nią zadań.

Szczególne obowiązki emitentów obligacji przychodowych

Ustawa o obligacjach nakłada na emitentów obligacji szereg obowiązków o charakterze informacyjno-sprawozdawczym. Emitent zobowiązany jest do

udostępnienia obligatariuszom, co najmniej na dwa tygodnie przed każdym terminem wypłaty świadczeń z obligacji, nie rzadziej jednak niż raz w roku, sprawozdania finansowego. Sprawozdanie finansowe o jakim mowa w art. 23 ust. 5 ustawy o obligacjach powinno zawierać dane o sumie przychodów z przedsięwzięcia, które wpłynęły na rachunek bankowy przeznaczony wyłącznie do ich gromadzenia i dokonywania wypłat oraz kwot wypłaconych obligatariuszom oraz emitentowi z tego rachunku w okresie od poprzedniej wypłaty świadczeń. Nadto, obowiązkiem jest omówienie struktury przychodów z przedsięwzięcia oraz struktury kosztów ponoszonych przez emitenta na utrzymanie przedsięwzięć w tym okresie. Nieudostępnienie sprawozdania finansowego stanowi przestępstwo zagrożone zgodnie z art. 40 ustawy o obligacjach karą ograniczenia wolności albo pozbawienia wolności.

Na emitencie ciąży także obowiązek ogłaszania, po wyemitowaniu obligacji przychodowych, w dwóch dziennikach, w tym co najmniej jednym ogólnopolskim, łącznej wysokości zadłużenia z tytułu wyemitowania tych obligacji oraz wskazanie przedsięwzięcia które zostanie sfinansowane z emisji. Celem powyższych ograniczeń jest zapewnienie przejrzystości finansowej oraz zagwarantowanie kontroli wszelkich wpływów i wydatków związanych z przedsięwzięciem.

W przepisach art. 2a-23b ustawy o obligacjach sformułowane zostały normy mające gwarantować bezpieczeństwo i realizację interesów ekonomicznych obligatariuszy tych obligacji. Wśród przepisów gwarantujących obligatariuszom prawo do zaspokojenia swoich roszczeń z przychodów warto wskazać:

- 1) zakaz zbywania lub obciążania składników majątkowych przez emitenta obligacji przychodowych, z wyjątkiem sytuacji, gdy zbycie nastąpiło w ramach prawidłowej gospodarki i nie nastąpiło zmniejszenie wartości przedsięwzięcia;
- 2) zakaz ustanawiania przedmiotem zastawu lub cedowania wierzytelności tworzących przychody, do których pierwszeństwo przysługuje obligatariuszom;
- 3) nakaz gromadzenia wszystkich przychodów z przedsięwzięcia finansowanego w drodze emisji obligacji na wyodrębnionym rachunku bankowym,
- 4) zakaz dokonywania wypłat z wyodrębnionego rachunku bankowego, na którym gromadzone są przychody przedsięwzięcia finansowanego z emisji obligacji, dla celów innych niż zaspokojenie roszczeń obligatariuszy. Zakaz dokonywania wypłat obejmuje wszelkie wypływy z rachunku bankowego, niezależnie od tego, czy mają formę rozliczeń gotówkowych czy bezgotówkowych,
- 5) zakaz wykonywania potrąceń ze środków znajdujących się na rachunku bankowym, przeznaczonym wyłącznie do ich gromadzenia i dokonywania wypłat, skuteczny wobec wszystkich wierzycieli emitenta obligacji przychodowych;
- 6) wyłączenie środków zgromadzonych na rachunku bankowym spod egzekucji prowadzonej z rachunku emitenta do wysokości kwoty zobowiązania emitenta wobec obligatariuszy. Zastrzeżenie to jest skuteczne względem wszystkich wierzycieli emitenta obligacji przychodowych.

W myśl art. 40 ustawy o obligacjach karalne jest nieprzechowywanie środków będących przychodami z przedsięwzięcia na rachunku bankowym przeznaczonym wyłącznie do ich gromadzenia i dokonywania wypłat oraz wypłacanie zgromadzonych środków dla celów innych niż zaspokojenie

roszczeń obligatariuszy. Odpowiedzialność karna obejmuje zarówno osoby działające w imieniu emitenta, jak i również bank prowadzący rachunek bankowy.

Także treść uchwały o emisji obligacji przychodowych została określona w sposób szczególny w art. 23a ust. ustawy o obligacjach. Uchwała powinna dodatkowo określać rodzaj i cel przedsięwzięcia, a także wskazywać, do jakiej części przychodów z przedsięwzięcia lub majątku z przedsięwzięcia służy obligatariuszom prawo pierwszeństwa.

Splata należności wynikających z obligacji przychodowych, zgodnie z art. 23a ust. 1 ustawy o obligacjach, może być dokonana z:

- 1) z całości albo z części przychodów z przedsięwzięć, które zostały sfinansowane ze środków uzyskanych z emisji obligacji,
- 2) całości albo części majątku przedsięwzięć, które zostały sfinansowane ze środków uzyskanych z emisji obligacji,
- 3) z całości albo z części przychodów z innych przedsięwzięć określonych przez emitenta.

Zakres odpowiedzialności emitenta obligacji przychodowych za zobowiązania w nich zawarte uzależniony jest od tego, czy emitent ograniczył w treści obligacji swoją odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z tych obligacji do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia (w takim przypadku obligatariuszowi służy prawo pierwszeństwa) czy też emitent wyemitował obligacje bez ograniczenia odpowiedzialności. To ważny aspekt przy podejmowaniu decyzji o emisji.

Ustawa o obligacjach nie zawiera ograniczeń w zakresie celu emisji obligacji przychodowych. Należy jednak zachować w pamięci, że obligacje

przychodowe powinny znajdować zastosowanie przy finansowaniu tych sfer użyteczności publicznej, które przynoszą stałe dochody, np. gospodarka wodno-kanalizacyjna, transport publiczny, unieszkodliwianie odpadów. Cel emisji stanowi także informację o planie rozwoju regionu w krótkim okresie, co zwiększa atrakcyjność inwestycji bezpośrednich na danym obszarze.

- Wzór uchwały Rady Gminy w przedmiocie emisji obligacji -

Uchwała nr [...]

Rady Gminy [...]

z dnia [...]

W sprawie emisji obligacji komunalnych Gminy [...]

Na podstawie art. 18 ust. 2 pkt 9 lit b ustawy z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie gminnym (Dz. U. z 2001 r. nr 142, poz. 1591 z późn. zmian. tekst jednolity); art. 89 ust. 1 pkt 2 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz. U. z 2009 r. nr 157 poz. 1240 z późn. zmian) oraz art. 2 pkt 2 i art. 9 pkt 3 ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz. U. z 2001 r. nr 120, poz. 1300 z późn. zmian. tekst jednolity), Rada Gminy [...] uchwala co następuje:

§ 1

1. Gmina [...] wyemituje 3.000 (trzy tysiące) obligacji o wartości nominalnej 1.000 zł każda na łączną kwotę 3.000.000 zł (słownie: trzy miliony złotych).
2. Emisja obligacji nastąpi przez propozycję nabycia skierowaną do indywidualnych adresatów, w liczbie mniejszej niż 100 osób.
3. Obligacje będą obligacjami na okaziciela

4. Obligacje nie będą posiadały formy dokumentu.

5. Obligacje nie będą zabezpieczone.

§ 2

Celem emisji jest pozyskanie środków na sfinansowanie wydatków związanych z:

- 1) budową oczyszczalni ścieków w miejscowości [...],
- 2) rozbudową kompleksu sportowego „Moje boisko – Orlik 2012”,
- 3) budową chodników na terenie Gminy.

§ 3

1. Obligacje zostaną wyemitowane w roku 2011 w następujących seriach:

- 1) seria A /2011 o wartości nominalnej 500.000 zł
- 2) seria B/2011 o wartości nominalnej 500. 000 zł
- 3) seria C/2011 o wartości nominalnej 1.000.000 zł
- 4) seria D/2011 o wartości nominalnej 1.000.000 zł

2. Emisja obligacji nastąpi w 2011 r.

3. Cena emisyjna będzie równa wartości nominalnej.

4. Wydatki związane z przeprowadzeniem emisji zostaną pokryte z dochodów własnych Gminy [...].

§ 4

Obligacje zostaną wykupione jednorazowo w następujących terminach:

- a) obligacje serii A/2011 30 czerwca 2013 r.
- b) obligacje serii B/2011 15 lipca 2014 r.
- c) obligacje serii C/2011 12 grudnia 2015 r.
- d) obligacje serii D/2011 29 grudnia 2016 r.

2. Obligacje zostaną wykupione według wartości nominalnej.
3. Jeśli termin wykupu obligacji przypadnie w sobotę lub dzień ustawowo wolny od pracy, wykup nastąpi w najbliższym dniu roboczym.
4. Dopuszcza się wykup przez Gminę obligacji przed terminem wykupu w celu ich umorzenia.

§ 5

1. Oprocentowanie obligacji naliczane i wypłacane będzie w okresach kwartalnych liczonych od daty emisji poszczególnych serii.
2. Oprocentowanie obligacji będzie zmienne, równe stawce WIBOR dla depozytów trzymiesięcznych (WIBOR 3M) ustalonej na trzy dni robocze przed rozpoczęciem okresu odsetkowego, powiększone o marżę dla inwestorów nie wyższą niż 1,5%.
3. Odsetki wypłaca się w pierwszym dniu roboczym następującym po upływie okresu odsetkowego.
4. Jeżeli termin wypłaty odsetek przypadnie na sobotę lub dzień ustawowo wolny od pracy, wypłata odsetek nastąpi w najbliższym dniu roboczym.
5. Poczynając od dnia wykupu obligacje nie będą oprocentowane.

§ 6

Wydatki związane z wykupem obligacji i wypłatą oprocentowania zostaną pokryte z dochodów własnych Gminy [...] w latach 2013-2016.

§ 7

Wykonanie uchwały powierza się Wójtowi Gminy [...], który upoważniony jest do dokonywania wszelkich czynności związanych z

przygotowaniem i przeprowadzeniem emisji obligacji oraz wypełnieniem świadczeń wynikających z obligacji. W szczególności upoważnia się Wójta Gminy [...] do zawarcia umowy z podmiotem, któremu zostaną powierzone czynności związane ze zbywaniem i wykupem obligacji oraz wypłatą oprocentowania.

§ 8

Uchwała wchodzi w życie z dniem podjęcia.

4. RYNEK CATALYST

Charakterystyka Platformy Catalyst

System obrotu nieskarbowych instrumentów dłużnych: obligacji komunalnych, obligacji korporacyjnych i listów zastawnych funkcjonujący pod zbiorczą nazwą Catalyst, został stworzony dla emisji o różnych wielkościach, charakterystyce, pozwala plasować emisje na rynku regulowanym i alternatywnym. Catalyst obejmuje dwa segmenty – handlu detalicznego oraz handlu hurtowego. Szczególny charakter Catalyst przejawia się w tym, że jest to system obejmujący nie tylko platformę obrotu (czyli system koncentracji ofert zakupu i sprzedaży), ale także system tzw. autoryzacji.

Stworzenie wyspecjalizowanego rynku publicznego dla obligacji dało nowe możliwości zarówno podmiotom – tak prywatnym jak i samorządowym – zgłaszającym zapotrzebowanie na kapitał jak i osobom dysponującym nadwyżkami zasobów pieniężnych. Wśród korzyści dla emitentów obligacji na rynku Catalyst wyróżnić można przede wszystkim ułatwiony dostęp do kapitału i inwestorów – emisje wprowadzane na Catalyst cieszą się dużym zainteresowaniem inwestorów dzięki zwiększeniu przejrzystości i płynności instrumentów.

W związku z faktem, że obligacje są obejmowane z reguły przez pewną grupę inwestorów, nie występuje ryzyko uzależnienia się od jednego inwestora, który może wywierać wpływ na działalność emitenta.

Niejednokrotnie, zwiększona płynność papierów wartościowych traktowana jest jako pewna premia, dzięki czemu są oni w stanie zaakceptować niższe oprocentowanie papierów na rynku publicznym.

Ponadto, transparentność rynku publicznego oraz zasada równego dostępu inwestorów do informacji, która zdecyduje się na emisję za pośrednictwem Catalyst zwiększa swoją wiarygodność w oczach inwestorów, kontrahentów i kredytodawców.

Dodatkowo notowanie na Catalyst pozwala stworzyć wizerunek emitenta jako podmiotu korzystającego z innowacyjnych instrumentów finansowych. Z uwagi na obecność rynku Catalyst w publicznym obszarze zainteresowania notowanie na rynku Catalyst jest postrzegane jako forma promocji emitenta. Zapewnia przejrzystą wycenę i zapewnia możliwość stworzenia jednego, spójnego źródła informacji o emitencie i emisjach.

Wprowadzenie obligacji komunalnych na rynek Catalyst

Wprowadzenie obligacji komunalnych na Catalyst może przyjąć formę:

1) uzyskaniu autoryzacji Catalyst;

bądź

2) skierowania emisji do obrotu zorganizowanego na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu.

I. Proces autoryzacji

Autoryzacja obligacji na Catalyst związana jest z przyjęciem przez emitenta obowiązków informacyjnych określonych w Regulaminie Catalyst oraz zarejestrowaniem emisji w systemie

informacyjnym Catalyst poprzez nadanie jej specjalnego oznaczenia. Autoryzacja Catalyst daje możliwość zaistnienia na rynku publicznym także tym emitentom, których obligacje zostały już wcześniej wyemitowane. Autoryzacja Catalyst może zostać przyznana jeżeli wartość emisji według ceny nominalnej wynosi co najmniej równowartość 400 000 EUR.

Uzyskanie autoryzacji Catalyst to sygnał dla inwestorów i kontrahentów jednostki samorządu terytorialnego, że emitent jest podmiotem publicznym, a więc transparentnym i odpowiedzialnym wobec otoczenia rynkowego i biznesowego, czego wyrazem jest przestrzeganie obowiązków informacyjnych. Przyznanie autoryzacji Catalyst następuje na podstawie wniosku składanego na GPW odnoszącego się do każdej emisji obligacji. Do wniosku należą załączyć:

- 1) raport o emitencie,
- 2) informację o ocenie ratingowej, o ile została sporządzona, wraz z dokumentem potwierdzającym nadany rating,
- 3) aktualny, jednolity tekst statutu jednostki oraz
- 4) zobowiązanie emitenta do przestrzegania przepisów Regulaminu oraz obowiązków informacyjnych.

Raport o emitencie składany wraz z wnioskiem o uzyskanie autoryzacji ma charakter uproszczonego, krótkiego zestawienia informacji o emitencie i emisji. Raport o emitencie musi zawierać następujące dane:

- 1) tytuł „Raport o emitencie”;
- 2) nazwa (firma) i siedziba emitenta;
- 3) zwięzłe przedstawienie działalności emitenta.
- 4) wskazane podstawowych informacji o jednostce samorządu terytorialnego takich jak – szczebel jednostki, położenie, obszar oraz liczba ludności;
- 5) wybrane dane finansowe JST za ostatni rok budżetowy obejmujące informacje o stopniu realizacji dochodów, wydatków oraz zadłużeniu.
- 6) informacja na temat wyemitowanych obligacji podlegających autoryzacji rynku Catalyst takich jak: rodzaj wyemitowanych papierów dłużnych; oznaczenie emisji obligacji; liczba i wartość nominalna emisji, informacja na temat warunków oprocentowania i wykupu papierów dłużnych; informacja na temat celów emisji, opis ratingu (jeżeli został nadany), trzeba go opisać wraz z nazwą agencji przyznającej rating.

II. Skierowanie do obrotu zorganizowanego

Skierowanie do obrotu zorganizowanego może polegać na:

- 1) dopuszczeniu emisji do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę oraz rynku regulowanym prowadzonym przez BondSpot; albo
- 2) dopuszczeniu emisji do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę oraz wprowadzeniu jej do alternatywnego systemu obrotu prowadzonego przez BondSpot; albo
- 3) dopuszczeniu emisji do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez BondSpot oraz wprowadzeniu jej do alternatywnego systemu obrotu prowadzonego przez Giełdę; albo
- 4) wprowadzeniu emisji do alternatywnego systemu obrotu prowadzonego przez Giełdę oraz alternatywnego systemu obrotu prowadzonego przez BondSpot.

Na wnioszek emitenta - w uzasadnionych przypadkach wynikających ze szczególnych potrzeb obrotu, obligacje mogą być dopuszczone lub wprowadzone na każdy z segmentów Catalyst lub wyłącznie na jeden z nich. Jednostki samorządu terytorialnego, chcące skierować emisję do obrotu zorganizowanego - w odróżnieniu od przedsiębiorstw nie muszą sporządzać prospektu emisyjnego.

Jakkolwiek wprowadzenie obligacji komunalnych do obrotu na Catalyst - także przy ofercie publicznej – nie rodzi obowiązku sporządzenia prospektu emisyjnego (zarówno na rynku regulowanym, jak i w alternatywnym systemie obrotu) to jednak niezbędne jest sporządzenie dokumentu dopuszczeniowego noszącego nazwę Dokumentu Informacyjnego (DI). Dokument ten zawierać musi następujące podstawowe informacje o jednostce samorządu terytorialnego oraz danej emisji obligacji:

- 1) szczegółowe dane teleadresowe - nazwę (firmę), formę prawną, kraj siedziby, siedzibę i adres emitenta wraz z numerami telekomunikacyjnymi (telefon, telefaks, adres poczty elektronicznej i adres głównej strony internetowej), identyfikatorem według właściwej klasyfikacji statystycznej oraz numerem według właściwej identyfikacji podatkowej;
 - 2) liczbę, rodzaj, jednostkową wartość nominalną i oznaczenie emisji instrumentów finansowych wprowadzanych do obrotu w alternatywnym systemie;
 - 3) cele emisji;
 - 4) cenę emisyjną dłużnych instrumentów finansowych lub sposób jej ustalenia;
 - 5) warunki wykupu;
 - 6) warunki wypłaty oprocentowania;
 - 7) wysokość i formę ewentualnego zabezpieczenia i oznaczenia podmiotu udzielającego zabezpieczenia;
- szacunkowe dane dotyczące wartości zaciągniętych zobowiązań na ostatni dzień kwartału poprzedzającego udostępnienie propozycji nabycia oraz perspektywy kształtowania zobowiązań emitenta do czasu całkowitego wykupu dłużnych instrumentów finansowych;

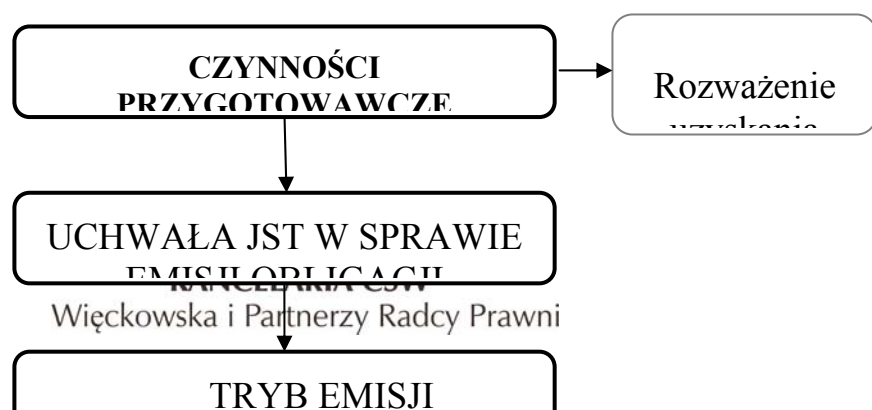
- 8) dane umożliwiające potencjalnym nabywcom obligacji orientację w efektach przedsięwzięcia, które ma być sfinansowane z emisji obligacji oraz zdolność emitenta do wywiązywania się ze zobowiązań wynikających z obligacji, jeżeli przedsięwzięcie jest określone;
- 9) rating przyznany emitentowi lub emitowanym przez niego dłużnym instrumentom finansowym – wraz z jego opisem;
- 10) wskazanie miejsca publikacji dokumentów zawierających szczegółowe warunki emisji oraz dokumentów stanowiących podstawę emisji dłużnych instrumentów finansowych.

Przy sporządzaniu Dokumentu informacyjnego należy pamiętać o tym, że DI nie ma charakteru marketingowego. Dokument musi zawierać wyłącznie prawdziwe i rzetelne informacje na temat JST oraz czynników ryzyka związanych z inwestowaniem w obligacje. Ma on przede wszystkim obejmować dane pozwalające potencjalnemu inwestorowi na możliwie precyzyjną ocenę inwestycji w proponowane papiery dłużne oraz ocenę samego emitenta (JST).

Rejestracja obligacji w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych

Skierowanie obligacji do obrotu zorganizowanego na platformie Catalyst wiąże się z obowiązkową rejestracją emitowanych obligacji przez KDPW. Oznacza to, że papiery wartościowe zostaną zdematerializowane tj. pozbawione formy dokumentu na rzecz zapisu elektronicznego w systemie informatycznym, oraz zostanie nadany im indywidualny kod identyfikacyjny. W przypadku skierowania obligacji do obrotu zorganizowanego niezbędne będzie skorzystanie z usług biura maklerskiego, który będzie zobligowany do dokonania przeksięgowania obligacji zapisanych na jego koncie przez KDPW na rachunki obligatariuszy. Dom maklerski występujący w charakterze agenta emisji musi również podpisać list księgowy obligacji, składany w KDPW.

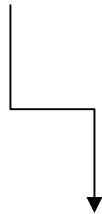
Jeśli natomiast emitent wprowadza obligacje na Catalyst wyłącznie dla uzyskania autoryzacji, rejestracja obligacji w KDPW nie jest obowiązkowa. Nie mniej jednak uzyskanie autoryzacji Catalyst wymaga, aby papiery wartościowe emitenta uzyskały nadawany przez KDPW kod ISIN oraz CFI. Emitent w celu uzyskania wspomnianych kodów ma obowiązek KDPW stosowny wniosek i podpisać z KDPW umowę.



- Schemat emisji obligacji komunalnych i ich wprowadzenia na rynek Catalyst -

→ Uzyskanie opinii
DIA

przebieganie dokumentu ofertowego dla inwestorów



Wprowadzenie do obrotu zorganizowanego

sporządzenie dokumentu informacyjnego



Rekomendowany przez GPW standard emisji obligacji

Jednostka samorządu terytorialnego może samodzielnie decydować o parametrach emitowanych obligacji. Giełda Papierów Wartościowych S.A. rekomenduje natomiast określony przez siebie standard obligacji. Służy to usprawnieniu procedur dopuszczeniowych, budowy tabel odsetkowych, rozliczeń oraz ułatwieniu prowadzenia porównania poszczególnych obligacji. Rekomendowany standard obligacji samorządowych i korporacyjnych denominowanych w PLN na podstawie Uchwały Zarządu GPW nr 414/2009 kształtuje się w sposób następujący:

Rekomendowany standard obligacji korporacyjnych i samorządowych denominowanych w PLN	
Nazwa skrócona Nazwa pod którą dana seria obligacji rejestrowana jest w systemach Catalyst nadawana przez organizatora obrotu	ABCYYZZ gdzie: ABC – 3 znakowy kod emitenta YY – 2 znakowe określenie miesiąca wykupu ZZ- 2 znakowe określenie roku wykupu (2 ostatnie cyfry roku)
Wartość nominalna 1 obligacji	100 zł lub 1000 zł
Rodzaj obligacji	obligacje na okaziciela
Sposób ustalania kuponu odsetkowego	a) oprocentowanie zmienne równe sumie stopy bazowej i marży lub b) oprocentowanie stałe
Stopa bazowa Stopa służąca jako podstawa do wyznaczenia oprocentowania zmiennego	Stopa procentowa dla trzy-(WIBOR3M), sześćco-(WIBOR6M), dwunasto-(WIBOR12M) miesięcznych depozytów złotych, o okresie odpowiadającym okresowi odsetkowemu, publikowana na stronie WIBO serwisu Reuters, ustalona z dokładnością do 0,01 punktu procentowego.
Data ustalenia stopy bazowej	Dzień przypadający na trzy dni robocze przed pierwszym dniem okresu odsetkowego, w którym obowiązywać ma stopa procentowa danego kuponu odsetkowego.
Szczegółowe zasady ustalania wartości odsetek należnych od jednej obligacji	Odsetki wyliczane są na bazie • actual/365 lub • Actual/Actual Odsetki dla jednej obligacji są obliczane z dokładnością do 1 grosza

Data emisji (E) Data wyemitowania obligacji danej serii określona w odpowiednim dokumencie informacyjnym	Powinna zostać ustalona w dowolnym dniu przypadającym na okres od 1 do 28 dnia miesiąca kalendarzowego, włączając w to oba wymienione dni.
Data ustalenia oprocentowania na dany okres odsetkowy	Przypada na trzy dni robocze przed rozpoczęciem danego okresu odsetkowego.
Okres odsetkowy Okres wyrażany jako liczba dni lub jako różnica dwóch dat, za który naliczane są odsetki od wartości nominalnej obligacji	Okres rozpoczynający się w Dacie Emisji (E) i kończący się po upływie trzech, sześciu lub dwunastu miesięcy w dniu ostatniego dnia danego okresu odsetkowego (T), oraz każdy kolejny okres zaczynający się w dacie ostatniego dnia poprzedniego okresu (T) i kończący odpowiednio po upływie trzech, sześciu lub dwunastu miesięcy. Data pierwszego dnia pierwszego okresu odsetkowego jest tożsama z Datą Emisji (E)
Data ustalenia praw do odsetek	Szósty dzień roboczy przed datą wypłaty odsetek lub dniem wykupu
Data wypłaty odsetek (DWO)	Przypada na ostatni dzień okresu odsetkowego (dzień T) lub dzień wykupu (DW). Jeżeli data wypłaty odsetek wypada w dniu wolnym od pracy, wypłata odsetek następuje w najbliższym dniu roboczym przypadającym po tym dniu.
Data wykupu (DW) Data w której zgodnie z dokumentem informacyjnym danej serii obligacji należność główna jest wymagana i płatna	Powinna przypadać na ostatni dzień ostatniego okresu odsetkowego. Jeżeli data wykupu przypada w dniu wolnym od pracy, wykup następuje w najbliższym dniu roboczym przypadającym po tym dniu.
Marża - różnica pomiędzy oprocentowaniem obligacji a stopą bazową; Dzień roboczy - dzień, w którym Krajowy Depozyt prowadzi normalną działalność operacyjną	

Źródło: GPW S.A - <http://www.gpwcatalyst.pl/1251>

Stan rynku Catalyst – lipiec 2011 r.

Na platformie Catalyst obecnie jest wprowadzonych do obrotu 28 serii obligacji oraz 20 zarejestrowanych autoryzowanych serii obligacji komunalnych o łącznej wartości 2.41 mld zł (w tym 2.35 mld w obligacjach notowanych oraz 0.06 mld w obligacjach autoryzowanych), co stanowi około 7,6 % wartości łącznej emisji na platformie Catalyst.

5. NAJCZĘŚCIEJ POPEŁNIANE BŁĘDY

Treść uchwał

W oparciu o orzecznictwo Kolegiów RIO należy przyjąć, że błędy w toku przeprowadzania emisji obligacji następują bardzo często na etapie podejmowania uchwały organu stanowiącego JST o emisji obligacji. W praktyce uchwały często nie zawierają niezbędnych elementów tworzących warunki emisji obligacji - albo poprzez ich pominięcie, albo poprzez ich niedookreślenie - przez co dochodzi do naruszenia przepisów art. 18 ust. 2 pkt 9 lit. „b” ustawy z 8 marca 1990 r. o samorządzie gminnym w związku z art. 10 ust. 1 pkt 4, 5 ustawy z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach.

Do najczęściej spotykanych błędów należy nie ustalenie wysokości oprocentowania obligacji, a także nie określenie, czy będzie to oprocentowanie stałe, czy zmienne. W praktyce zdarza się, że uchwały błędnie ustalają sposób wykupu obligacji. Brak w nich danych, czy będą one wykupione jednorazowo, czy też np. będzie zastosowany wykup ratalny. Zdarzają się także błędy polegające na braku harmonogramu wykupu obligacji.

Częstym błędem jest również nie określenie liczby adresatów, do których będzie skierowana propozycja nabycia obligacji. Wynika to z braku rozróżnienia uwarunkowań prawnych skutkujących tym, czy w danym trybie mamy do czynienia z emisją prywatną, czy publiczną. Do każdego z tych trybów znajdują zastosowanie inne regulacje. Należy bowiem pamiętać, że w przypadku proponowania nabycia papierów wartościowych co najmniej 100 osobom lub do nieoznaczonego adresata, znajdzie zastosowanie tryb emisji publicznej uregulowany w przepisach ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Umowa z agentem emisji

Część informacji dotyczących relacji z agentem emisji, którym najczęściej jest bank, została zawarta w punkcie poświęconym roli tej instytucji w procesie emisji obligacji. Mowa tam o standaryzacji tego typu umów i obszarze, który podlega negocjacjom stron umowy. Zwracamy uwagę na znaczenie treści załączników, stanowiących integralną część umowy, w tym treści harmonogramu czynności, Zlecenia emisji i Propozycji nabycia.

Tymczasem pierwszy błąd przy układaniu relacji z agentem emisji może już nastąpić przy wyborze osoby agenta. Emitenci często podejmując decyzję o zaangażowaniu agenta lub innych doradców, kierują się bowiem niemal

wyłącznie wysokością kosztów, jakie muszą ponieść z tytułu uzyskiwanych usług. Z uwagi na brak stosownego doświadczenia w przeprowadzaniu analizy możliwości i potrzeb finansowych oraz pozostałych czynności prowadzących do wprowadzenia na rynek obligacji, mimo wiążących się z taką usługą kosztów należy zarekomendować posłużenie się instytucją, która posiada już odpowiednie doświadczenie. Sukces emisji zależy bowiem nie wyłącznie od atrakcyjności wyemitowanych obligacji, ale i od sprawnego przygotowania i przeprowadzenia samego procesu.

Umowa z agentem emisji zawiera w sobie elementy umowy o dzieło – czyli tzw. umowy o efekt – oraz umowy o świadczenie usług – czyli umowy o staranne działania. Mając na uwadze, że z punktu widzenia JST najważniejszy jest efekt polegający na uplasowaniu emisji, to właśnie efekt emisji powinien być w sposób szczególny zaakcentowany w umowie. Nawet zapewnienie przez agenta emisji usług najwyższej staranności może nie uchronić przedsięwzięcia od niepowodzenia. Konsekwencje tego stanu rzeczy poniesie jednostka. JST przy konstruowaniu umowy często zapominają o należytych zabezpieczeniach swoich interesów. Umowa powinna zawierać klauzule zabezpieczające – takie jak możliwość nałożenia na agenta kary umownej, możliwość natychmiastowego rozwiązania umowy – na wypadek wystąpienia zdarzeń, które mogą wpłynąć negatywnie na proces emisji i jej powodzenie. Umowa powinna wprost przewidywać konsekwencje na wypadek niedojścia emisji do skutku z winy agenta lub choćby bez winy którejkolwiek ze stron. Umowa powinna szczegółowo określać, iż to agent emisji ponosi odpowiedzialność za poszczególne czynności przy wykonaniu jakich agent posługuje się lub współpracuje z innymi podmiotami.

Istotną kwestią, którą JST potrafią przeoczyć – zdając się na profesjonalną ocenę doradcy - jest określenie rozkładu kompetencji przy podejmowaniu poszczególnych decyzji lub inaczej powierzeniu agentowi swobody w podejmowaniu decyzji. JST powinna zwrócić uwagę na to, ażeby agent był zobligowany do uzyskiwania akceptacji, co do wszystkich aspektów istotnych dla przeprowadzenia procesu emisji. W zakresie gdzie natomiast JST zdecyduje się na pozostawienie agentowi marginesu swobody także i odpowiedzialność agenta powinna podlegać obostrzeniu.

Kolejnym istotnym elementem przy konstruowaniu umowy jest wynagrodzenie należne agentowi. Najczęściej wynagrodzenie składa się z dwóch części. Jednej – ryczałtowego wynagrodzenia należnego z tytułu obsługi emisji oraz prowizji od zakończonej z sukcesem emisji. Innym spotykanym wariantem jest wynagrodzenie składające się wyłącznie z prowizji od sukcesu. Ten drugi wariant przy pierwszym spojrzeniu może wydawać się bardzo atrakcyjny i jest w praktyce zbyt chętnie wykorzystywany. Stosowany powinien być z dużą ostrożnością. Wiąże się bowiem z ryzykiem tego, iż agent utożsamiał będzie swój interes z rozmiarem emisji. To może zaburzyć profesjonalną ocenę kształtu jaki powinna przynieść emisja. Ponadto wynagrodzenie płatne w postaci prowizji od sukcesu jest z istoty rzeczy odłożone w czasie. Dążenie agenta do jak najszybszego zakończenia procesu emisji może odbić się na jakości elementów takich jak: przygotowanie analiz i dokumentacji niezbędnych na etapie przygotowania emisji.

6. PRAKTYCZNE ASPEKTY PROCESU EMISJI NA WYBRANYCH PRZYKŁADACH

Gmina Dopiewo podjęła w 2009 r. uchwałę w sprawie emisji obligacji komunalnych na łączną kwotę 10 milionów złotych. Pozyskane środki finansowe przeznaczone zostały na pokrycie wydatków związanych z inwestycjami gminnymi w zakresie rozbudowy sieci kanalizacji sanitarnej, inwestycji oświatowych oraz budowy dróg. Przeprowadzonych zostało pięć serii emisji obligacji – wszystkich na przestrzeni 2009 r. - w trybie oferty niepublicznej, każda o wartości 2 milionów złotych. Gmina zdecydowała się na emisję obligacji ze względu na niesprzyjającą zaciąganiu kredytu sytuację na rynku finansowym panującą w latach 2008 – 2009. Jako podstawowy motyw zaciągnięcia długu z obligacji Gmina podała możliwość uzyskania niższego oprocentowania oraz dłuższego okresu spłaty długu i jej odroczenia. Obligacje są również bardziej elastycznym instrumentem w zakresie określenia celów pozyskania środków. Gmina nie napotkała żadnych problemów w uplasowaniu emisji. Należy jednak wskazać, że Gmina z ostrożności skorzystała z usługi ubezpieczenia emisji – tzn. Bank wybrany na agenta emisji zobowiązał się do objęcia akcji w przypadku braku zainteresowania inwestorów. Wykup obligacji rozłożony został na okres pięciu lat i rozpocznie się w 2014 roku i potrwa nie później niż do dnia 31 grudnia 2018 roku. Środki na wykup obligacji będą planowo pochodzić z udziału w podatkach dochodowych.

Miasto Zamość zdecydowało się na emisję obligacji, która ma na celu pokrycie planowanego deficytu budżetowego w 2009 roku związanego ze sfinansowaniem udziału własnego w projektach i programach realizowanych z bezzwrotnych środków zagranicznych oraz innych inwestycjach Miasta Zamość, a także na spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów. Emisja została dokonana w trybie oferty niepublicznej przeprowadzonej w 2009 r. Emisja objęła łącznie 33.000 sztuk obligacji w wartości nominalnej każda na łączną kwotę 33.000.000 PLN (trzydzieści trzech milionów

złoty). Obligacje zostały wyemitowane w 6 seriach. Miasto wprowadziło do alternatywnego systemu obrotu prowadzonym przez GPW łącznie 4.000 sztuk obligacji o łącznej wartości 4.000.000 zł. Wykup 2.000.000 zł wprowadzonych do systemu Catalyst obligacji planowany jest na dzień 16 grudnia 2011 r. a pozostałych 2.000.000 na dzień 16 grudnia 2012 r. Wykup pozostałych serii zakończy się w 2019 r. Szacunki z dnia emisji wskazywały, że same odsetki, które trzeba będzie zapłacić od 33.000.000 zł sięgną wartości 16. 000.000 zł. Jednak wstępnie wyliczono także, że każdy zaciągnięty w formie długu polski złoty pozwoli zrealizować inwestycje współfinansowanych w 50% ze środków zagranicznych co w praktyce oznaczać będzie możliwość realizacji inwestycji na poziomie niemal dwukrotności wartości zadłużenia. Władze Miasta wskazały, że jednym z motywów wprowadzenia emisji do obrotu w Catalyst była chęć promocji Miasta. Zarówno plasowanie emisji jak wprowadzenie na rynek Catalyst nie napotkało żadnych trudności.

