

MARCIN WIŚNIEWSKI

## OBLIGACJE PODPORZĄDKOWANE, WIECZyste I PRZYCHODOWE W POLSCE – PRÓBA OCENY EKONOMICZNYCH SKUTKÓW NOWELIZACJI USTAWY O OBLIGACJACH

### I. WPROWADZENIE

Obligacje stanowią immanentny element każdego rynku finansowego i są jednym z najważniejszych instrumentów finansowania zwrotnego, wykorzystywanym zarówno przez podmioty publiczne (rząd, jednostki samorządu terytorialnego), jak i przedsiębiorstwa. Jednym z istotniejszych dla rynku finansowego wydarzeń prawnych 2015 r. było uchwalenie i wprowadzenie w życie nowelizacji ustawy o obligacjach<sup>1</sup>, która 1 lipca 2015 r. zastąpiła dotychczasową ustawę, obowiązującą przez ostatnie 20 lat. Wśród motywów dokonania zmiany ustawy wymienia się m.in. konieczność uwzględnienia w prawodawstwie krajowym zmian, jakie dokonały się w ostatnich latach w dziedzinie prawa, organizacji i technologii.

W niniejszym artykule przedstawiono wybrane, najważniejsze zmiany dokonane w ustawie o obligacjach, w szczególności w zakresie nowych rodzajów obligacji (podporządkowanych i wieczystych) oraz zmian przepisów dotyczących obligacji przychodowych, a także podjęto rozważania na temat ich możliwych konsekwencji dla rynku analizowanych walorów. Rzeczywiste skutki nowych rozwiązań prawnych będzie można ocenić z perspektywy kilku lat, dlatego też niniejsze opracowanie należy traktować jako opinię autora, podpartą ocenami analityków rynku obligacji oraz doświadczeniami rynków rozwiniętych. Ponadto należy zaznaczyć, że analizowana w niniejszym artykule ustawa o obligacjach i jej nowelizacja nie dotyczą obligacji emitowanych przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski<sup>2</sup>, a podjęte rozważania odnoszą się do obligacji określonych mianem „nieskarbowych”.

---

<sup>1</sup> Ustawa o obligacjach z 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, Dz. U. 2015, poz. 238 (dalej jako: u.o.).

<sup>2</sup> Obligacje skarbowe i obligacje NBP regulowane są odrębnymi przepisami, w tym w szczególności ustawy z 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, Dz. U. Nr 157, poz. 1240, rozdział 5 i ustawy z 19 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, Dz. U. Nr 140, poz. 938, art. 48.

## II. USTAWA O OBLIGACJACH Z 1995 R. – DOTYCHCZASOWE ROZWIĄZANIA PRAWNE I KONIECZNOŚĆ DOKONANIA ICH ZMIANY

Na wstępie podjętych rozważań należy zdefiniować pojęcie obligacji i opisać krótko historię funkcjonowania tego instrumentu w Polsce, aby na tym tle pokazać znaczenie ustawy o obligacjach z 1995 r. i potrzebę jej nowelizacji.

Obligacja wyraża zobowiązanie (stosunek prawny) pomiędzy jej emitentem a właścicielem obligacji. Zasadniczo kupujący obligację finansuje w sposób zwrotny emitenta, a ten zobowiązuje się do zwrotu uzyskanej kwoty oraz ustalonych odsetek w określonych terminach i w ustalony sposób<sup>3</sup>. Przedstawiona definicja określa obligację jako klasyczny instrument dłużny i w takiej postaci występuje ona najczęściej. Jednakże konstrukcja zobowiązania wynikającego z obligacji może przyjmować różne warianty, różniące się między sobą przede wszystkim zakresem praw i obowiązków stron opisywanego stosunku prawnego.

Obligacje są instrumentem finansowym stosowanym w Polsce już od wielu lat, a pierwsze regulacje prawne dotyczące ich emisji sięgają dwudziestolecia międzywojennego<sup>4</sup>. Na samym początku okresu transformacji – początek lat dziewięćdziesiątych XX w. – były to wyłącznie obligacje skarbowe, które służyły finansowaniu deficytów budżetowych. Wraz ze stabilizacją sytuacji ekonomicznej kraju obserwowalne było wydłużanie okresu wykupu nowych emisji tych walorów<sup>5</sup>. Oprócz Skarbu Państwa emisją opisywanych instrumentów dłużnych zainteresowane były również inne podmioty, w tym prywatne. Emisję obligacji komunalnych (emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego) oraz obligacji przedsiębiorstw umożliwiła ustawa o obligacjach z 29 czerwca 1995 r.<sup>6</sup> Oczekiwano, że przepisy tej ustawy pozwolą rozwinąć rynek nieskarbowych papierów wartościowych, a obligacja stanie się realną alternatywą dla kredytów bankowych. Już na początku XXI w. wskazywano na to, że zwiększa się znaczenie tego instrumentu, co możliwe jest dzięki przewidywalności parametrów makroekonomicznych (w szczególności stabilnej inflacji) oraz coraz to większej potrzebie finansowania działalności przedsiębiorstw za pomocą kapitałów obcych<sup>7</sup>.

Opisywana ustawa została uchwalona w 1995 r., a ważniejsza jej nowelizacja, liberalizująca dotychczasowe przepisy – w 2000 r. Skutki wprowadzo-

<sup>3</sup> E. Gruszczyńska-Brozbar, *Obligacje instrumentami rynku długoterminowych kapitałów pieniężnych*, w: W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek papierów wartościowych w Polsce. Wybrane problemy*, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 2002, s. 97.

<sup>4</sup> W niniejszym artykule pominięto prezentację historii obligacji w Polsce. Szerzej na ten temat w: M. Pawłowski, *Rynek obligacji korporacyjnych w Polsce. Uwarunkowania i perspektywy rozwoju*, CeDeWu, Warszawa 2015, s. 59-66.

<sup>5</sup> W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 1998, s. 63.

<sup>6</sup> Ustawa z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, Dz. U. 1995, Nr 83, poz. 420 ze zm.

<sup>7</sup> J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Olympus, Warszawa 2003, s. 120.

nych zmian były znaczące dla rynku obligacji przedsiębiorstw, który w pięć lat po nowelizacji powiększył się trzykrotnie pod względem wartości<sup>8</sup>. Podobnie obserwowalne było zwiększenie dynamiki wzrostu wartości obligacji komunalnych po 2000 r., co miało jednak również związek z reformą samorządową i zwiększeniem się liczby jednostek samorządu terytorialnego w Polsce<sup>9</sup>. Zatem okres kilku pierwszych lat nowego stulecia należy ocenić pozytywnie z punktu widzenia rozwoju rynku obligacji nieskarbowych. Jednakże kolejne lata na rynku obligacji nie były już takie optymistyczne, na co nałożył się także negatywny wpływ kryzysu finansowego, skutkiem czego w 2009 r. odnotowano ujemną dynamiką wartości badanych obligacji – zarówno korporacyjnych, jak i komunalnych. Dopiero od 2010 r. odnotować można ponownie wzrosty wartości obligacji, a ogólna kapitalizacja rynku na wrzesień 2015 r. wynosiła 126,9 mld zł (bez obligacji infrastrukturalnych BGK)<sup>10</sup>. Jednakże ostatnie dziesięciolecie to okres wielu istotnych przeobrażeń na rynku nieskarbowych papierów dłużnych, wśród których za najważniejsze należy uznać zmiany prawne, organizacyjne i technologiczne, które sprawiły, że ustawa o obligacjach z 1995 r. okazała się w wielu rozwiązaniach niewystarczająca<sup>11</sup>.

Do najważniejszych zmian prawnych należy zaliczyć m.in. uchwalenie w 2005 r. ustaw zmieniających funkcjonowanie publicznego obrotu papierami wartościowymi<sup>12</sup>, jak również ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym z 2006 r.<sup>13</sup> i o funduszach inwestycyjnych z 2004 r.<sup>14</sup>, a także wdrażanie norm ostrożnościowych w sektorze bankowym i ubezpieczeniowym (związanych przede wszystkim z adekwatnością kapitałową tych instytucji i zarządzaniem ryzykiem – Basel II i III<sup>15</sup> oraz Solvency II<sup>16</sup>). Ewolucja krajowego systemu

---

<sup>8</sup> S. Antkiewicz, *Rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce – instrumenty, innowacje, perspektywy*, Wyd. UG, Gdańsk 2006, s. 89.

<sup>9</sup> P. Śliwiński, K. Grybionko, *Rynek obligacji komunalnych w Polsce*, w: P. Śliwiński, M. Stępniewski (red.), *Obligacje komunalne – zagadnienia prawne, finansowe, praktyczne*, Twigger, Warszawa 2009, s. 220-225.

<sup>10</sup> *Rating & rynek*, „Fitch Polska” 2015, nr 10(338), s. 80.

<sup>11</sup> Przytaczane uwagi stanowią fragment *Opinii merytorycznej na temat rządowego projektu ustawy o obligacjach* (druk sejmowy nr 2735), którą autor sporządził w październiku 2014 r. na wniosek Kancelarii Sejmu RP.

<sup>12</sup> W szczególności: ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz. U. Nr 183, poz. 1538; ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz. U. Nr 184, poz. 1539.

<sup>13</sup> Ustawa z 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz. U. Nr 157, poz. 1119.

<sup>14</sup> Ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U. Nr 146, poz. 1546.

<sup>15</sup> Rozwiązania określane mianem Basel I, II i III oznaczają kolejne zbiory metod wypracowanych przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego w ostatnich kilkudziesięciu latach w celu wzmocnienia nadzoru nad bankami. Wdrażanie opracowanych metod ma na celu ochronę bezpieczeństwa sektora bankowego głównie przez odpowiednie zarządzanie ryzykiem i spełnianie przez banki wymagań kapitałowych. Szerzej na ten temat w: *A Brief History of the Basel Committee*, Basel Committee on Banking Supervision, October 2015.

<sup>16</sup> Projekty Solvency I i II stanowią zbiór reform dotyczących wypłacalności zakładów ubezpieczeń, które analogicznie jak w przypadku banków, sprowadzają się, generalnie rzecz biorąc, do zarządzania ryzykiem i nadzoru nad działalnością ubezpieczeniową. Szerzej na ten temat

prawnego spowodowała, że przepisy ustawy o obligacjach z 1995 r. w konfrontacji z innymi aktami prawnymi okazywały się niejasne i wzbudzały wątpliwości, co skutkowało niepewnością wśród uczestników rynku, przekładającą się na spowolnienie rozwoju rynku tych walorów.

W zakresie organizacji obrotu obligacjami nastąpiły także znaczące zmiany, wśród których za najważniejszą należy uznać powstanie w 2009 r. rynku Catalyst. Rynek ten prowadzony jest na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i BondSpot, z których każda funkcjonuje w formie rynku regulowanego i alternatywnego systemu obrotu. W grudniu 2015 r. na rynku notowanych było ponad 500 serii obligacji na łączną kwotę powyżej 570 mld zł i ok. 9 mld euro. Same obligacje nieskarbowe opiewają zaledwie na kwotę ok. 61 mld zł, tj. 10-11% ogółu obligacji złotych (pod względem ich wartości). Grono emitentów nieskarbowych w grudniu 2015 r. liczyło 189 podmiotów, wśród których dominowały przedsiębiorstwa (146), w mniejszości zaś były spółdzielnie (22) i jednostki samorządu terytorialnego (19)<sup>17</sup>. Dane te pokazują, w jak małym stopniu rynek nieskarbowych papierów dłużnych jest wykorzystywany, co wynika m.in. z konieczności zmiany podstaw prawnych dotyczących obligacji.

Ponadto ostatnie kilkanaście lat to również okres wielu zmian w zakresie technologii informacyjnych. Nowe rozwiązania w zakresie technicznych aspektów emisji i obrotu papierami wartościowymi mają charakter rozwiązań usprawniających funkcjonowanie rynku papierów wartościowych, a także zwiększających bezpieczeństwo jego użytkowników. Współczesny świat technologii informacyjnych, którego osiągnięcia są przyjmowane i stosowane przez uczestników rynku finansowego w codziennym życiu, wymusza również dostosowanie współczesnego prawa. Stąd wynikała chociażby konieczność dokonania zmian w zakresie wymogów formalnych dotyczących prezentowania informacji, w tym np. sprawozdań finansowych za pośrednictwem Internetu, czy też wymogów formalnych związanych z korespondencją pomiędzy stronami stosunku prawnego, która powinna dokonywać się także drogą elektroniczną.

### **III. USTAWA O OBLIGACJACH Z 2015 R. – ZASADNICZE ELEMENTY NOWELIZACJI**

Zdaniem wielu analityków rynek nieskarbowych papierów wartościowych nie rozwijał się w odpowiednim tempie, co wynikało z nieadekwatności ustawy o obligacjach z 1995 r. do wymagań współczesności. Opisanie w poprzednim punkcie zmiany na rynku tych walorów i w jego otoczeniu wskazywały na

---

w: *Wyplacalność podmiotów sektora ubezpieczeniowego (Solvency I i II)*, Komisja Nadzoru Finansowego, [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl).

<sup>17</sup> Zob. [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl) [dostęp: 15.12.2015].

potrzebę rozwiązania narosłych problemów na drodze inicjatywy ustawodawczej. Z takiej możliwości skorzystał rząd RP, kierując 8 września 2014 r. do Sejmu projekt nowej ustawy o obligacjach<sup>18</sup>.

Projektodawcy wskazywali na powolny rozwój rynku nieskarbowych papierów wartościowych, ilustrując ten fakt ogromną dysproporcją pomiędzy liczbą i wartością wyemitowanych obligacji w porównaniu z liczbą i wartością kredytów jako alternatywnej formy finansowania. Przygotowany projekt ustawy miał na celu „wsparcie w długim okresie rozwoju rynku długoterminowych nieskarbowych papierów dłużnych”. Wykazane przez autorów projektu mankamenty obowiązujących wcześniej rozwiązań prawnych mogły zostać rozwiązane przez uchwalenie ustawy na nowo<sup>19</sup>.

Projekt nowej ustawy wpłynął do Sejmu RP 9 września 2014 r., był procedowany w Komisji Finansów Publicznych, konsultowany m.in. z organizacjami samorządowymi, a po trzecim czytaniu skierowany do Senatu. Ostatecznie po poprawkach Sejm 15 stycznia 2015 r. przyjął ustawę, która została podpisana przez Prezydenta RP, a jej przepisy weszły w życie 1 lipca 2015 r.<sup>20</sup>

Zmiany w ustawie – według autorów noweli – miały na celu prawne wsparcie rozwoju rynku obligacji nieskarbowych przez:

– umożliwienie dokonywania skutecznych zmian w stosunku zobowiązaniowym wynikającym z obligacji (wprowadzenie podstaw funkcjonowania zgromadzenia obligatariuszy),

– rozszerzenie zakresu instrumentów dostępnych dla emitenta (wprowadzenie obligacji podporządkowanych oraz obligacji wieczystych),

– rozstrzygnięcie wątpliwości towarzyszących obowiązującym regulacjom<sup>21</sup>.

Należy zaznaczyć, że wprowadzone zmiany mają charakter ewolucyjny. Nowa ustawa nie zrywa z dziedzictwem i dorobkiem poprzedniej, ale jest jej rozwinięciem, uporządkowaniem i uaktualnieniem. Przeważająca część jej przepisów oparta jest na regulacjach dotychczasowej ustawy, stąd zasadniczo – z prawnego punktu widzenia – aktualne pozostają stanowiska przedstawicieli doktryny i judykatury przy dokonywaniu wykładni jej przepisów<sup>22</sup>.

W nowej ustawie wprowadzono wiele zmian, których z uwagi na objętość nie sposób opisać w niniejszym opracowaniu. Wybrano najważniejsze z nich, które, jak się wydaje, będą miały największe znaczenie dla uczestników rynku obligacji nieskarbowych w Polsce – wymieniono je w tabeli 1.

<sup>18</sup> Druk nr 2735.

<sup>19</sup> *Uzasadnienie projektu ustawy o obligacjach*, druk nr 2735.

<sup>20</sup> *Przebieg procesu legislacyjnego*, druk nr 2735, Sejm RP, [www.sejm.gov.pl](http://www.sejm.gov.pl).

<sup>21</sup> *Uzasadnienie...*, op. cit.

<sup>22</sup> R. Woźniak, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, C. H. Beck, Warszawa 2015, s. IX-X.

Tabela 1

Najważniejsze zmiany prawne wynikające z nowelizacji ustawy o obligacjach

Rodzaj zmiany	Krótka charakterystyka
Nowe rodzaje obligacji (art. 22 i 23)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• wprowadzenie dwóch nowych rodzajów obligacji:               <ul style="list-style-type: none"> <li>– obligacje podporządkowane – w przypadku ogłoszenia upadłości emitenta roszczenia obligatariuszy zaspokajane są po innych wierzycielach</li> <li>– obligacje wieczyste – niepodlegające wykupowi (co do zasady), zobowiązujące emitenta do płatności odsetek przez czas nieokreślony</li> </ul> </li> </ul>
Zgromadzenie obligatariuszy (rozdz. 5)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• uregulowanie funkcjonowania zgromadzenia obligatariuszy i jego kompetencji na wzór walnego zgromadzenia akcjonariuszy zapisanych w Kodeksie spółek handlowych</li> <li>• przyznanie zgromadzeniu uprawnienia do zmiany warunków emisji obligacji</li> </ul>
Obowiązki informacyjne emitenta (art. 6)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• szczegółowe zdefiniowanie warunków emisji (elementów tego dokumentu)</li> </ul>
Inne ważniejsze zmiany	<ul style="list-style-type: none"> <li>• poszerzenie listy podmiotów uprawnionych do emisji obligacji – uprawnienie do emisji obligacji zyskały (art. 2):               <ul style="list-style-type: none"> <li>– osoby prawne mające siedzibę poza terytorium RP, które prowadzą działalność gospodarczą lub zostały utworzone wyłącznie w celu emisji obligacji (np. spółki celowe)</li> <li>– jednostki władz lokalnych i regionalnych innych krajów UE</li> </ul> </li> <li>• znowelizowanie przepisów dotyczących zabezpieczeń obligacji, w tym: wprowadzenie możliwości ustanowienia zabezpieczenia po emisji obligacji (art. 84 ust. 2), czy też określenie instytucji administratora zabezpieczeń w przypadku zabezpieczeń innych niż hipoteka i zastaw rejestrowy (art. 29)</li> <li>• poszerzenie grona emitentów obligacji przychodowych i zwiększenie ich możliwych uprawnień (art. 24 i 25)</li> <li>• umożliwienie emitentowi jednostronnej zmiany niektórych warunków emisji w przypadku ustanowienia przez niego dodatkowego zabezpieczenia (art. 7 ust. 2)</li> <li>• wyłączenie oprocentowania obligacji z przepisów o odsetkach maksymalnych (art. 12)</li> <li>• wymóg sporządzenia emisji w języku polskim, z wyłączeniem obligacji o wartości nominalnej powyżej 100 tys. euro (art. 5 ust. 2)</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne na podstawie: ustawa z 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, Dz. U. 2015, poz. 238; R. Woźniak, op. cit.; T. Gałka, *Ewolucja rynku obligacji korporacyjnych w Polsce*, CASE, Warszawa, 5 marca 2015 r., s. 10; *Obligacje po zmianach*, Alert prawny nr 10/2015, Deloitte.

W niniejszym artykule skoncentrowano się przede wszystkim na nowych rodzajach obligacji (obligacjach podporządkowanych i wieczystych), a także na istotnych zmianach wspierających istniejące już, a stosowane w znikomym zakresie obligacje przychodowe. Tym rozwiązaniom poświęcone zostały osobne punkty.



#### IV. OBLIGACJE PODPORZĄDKOWANE I WIECZyste – NOWE RODZAJE OBLIGACJI W POLSCE I POTENCJALNE SKUTKI ICH EMISJI

Jak wskazano w poprzednim punkcie, nowa ustawa wprowadza dwa nowe rodzaje obligacji, które mogą być emitowane w Polsce – obligacje wieczyste i obligacje podporządkowane. Rozwiązania te nie są nowe, gdyż od wielu lat stosowane są na świecie – nie były one jednak do tej pory uregulowane przepisami polskiego prawa.

Pierwszym z nowych rodzajów obligacji, które znalazły się w ustawie, są obligacje podporządkowane<sup>23</sup>. W warunkach emisji tych obligacji emitent wskazuje, że w przypadku jego upadłości lub likwidacji roszczenia obligatariuszy podporządkowanych zostaną zaspokojone po zaspokojeniu innych wierzycieli emitenta. Należy zatem od razu zauważyć, że grono potencjalnych emitentów tych obligacji ogranicza się do podmiotów, których upadłość można ogłosić. Zatem w gronie potencjalnych emitentów tych obligacji nie mogą się znaleźć przykładowo jednostki samorządu terytorialnego<sup>24</sup>.

Fakt uregulowania w polskim prawie instytucji obligacji podporządkowanych należy ocenić pozytywnie. Wynika to z coraz częstszego wykorzystywania na świecie, ale również w Polsce instytucji długu podporządkowanego (ang. *subordinated debt*) do finansowania działalności różnego rodzaju przedsiębiorstw – finansowych i niefinansowych. W przypadku przedsiębiorstw finansowych sprawa dotyczy przede wszystkim banków, które w myśl wdrażanych wymogów dotyczących ich adekwatności kapitałowej mogą zaliczać dług podporządkowany do kapitałów własnych. Kapitały własne mają w znaczącej części zapewniać bezpieczeństwo ich funkcjonowania oraz całego sektora bankowego. Wdrożona w Polsce Nowa umowa kapitałowa (Basel II), o której wspomniano już wcześniej, wskazuje, że mogą być to pożyczki podporządkowane z pierwotnym okresem zapadalności wynoszącym przynajmniej 2 lata, przy czym okres ten zostanie wydłużony do 5 lat zgodnie z postanowieniami kolejnej „umowy kapitałowej” – Basel III. Wprowadzane do prawodawstwa krajów członkowskich postanowienia tej umowy (przyjętej dyrektywą Parlamentu i Rady 2013/36/UE<sup>25</sup> oraz rozporządzeniem Parlamentu i Rady nr 575/2013<sup>26</sup>) określają możliwość zaliczania do kapitałów własnych banku kapitału „drugiej kategorii” (tier II) pod postacią „pożyczek podporządkowanych”, do których zaliczyć można także obligacje podporządkowane. Wyko-

<sup>23</sup> Art. 22 u.o.

<sup>24</sup> Listę podmiotów, które nie mogą ogłosić upadłość, definiuje ustawa z 28 lutego 2003 r. – Prawo upadłościowe i naprawcze, Dz. U. Nr 60, poz. 535 ze zm., art. 6.

<sup>25</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE, Dz. Urz. UE L 176/338.

<sup>26</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 575/2013 z 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz. Urz. UE L 176/1.

rzystanie takiego instrumentu finansowania długoterminowego obserwuje się wśród banków w Polsce od przynajmniej kilku lat. Banki emitowały takie obligacje pod rządami poprzedniej ustawy, zaznaczając w dokumencie emisyjnym, że zgromadzone dzięki emisji środki stanowią część funduszy uzupełniających banku<sup>27</sup> – zgodnie z przepisami Prawa bankowego<sup>28</sup>.

Potrzebę nowych regulacji potwierdza fakt, że zostały one już wykorzystane w praktyce po nowelizacji ustawy. Przykładowo, emisji obligacji podporządkowanych – z powołaniem się na art. 22 nowej ustawy o obligacjach – dokonał w grudniu 2015 r. Getin Noble Bank S.A.<sup>29</sup> Dyskusyjna pozostaje oczywiście skala możliwości wykorzystywania nowego rodzaju obligacji jako kapitałów własnych banku. Opisywany bank dokonał już emisji takich obligacji i struktura jego kapitałów wydawać się może niekorzystna z uwagi na nadmierny udział długu podporządkowanego w kapitałach własnych banku w stosunku do kapitału podstawowego<sup>30</sup>. Zdefiniowanie nowego rodzaju obligacji należy jednak ocenić pozytywnie, gdyż występuje realna potrzeba wykorzystywania takich instrumentów, jakkolwiek to rynek w najbliższych latach oceni, na jaką skalę banki będą mogły korzystać z tej formy finansowania.

Podobnie rzecz ma się w przypadku ubezpieczycieli, których dotyczy analogiczna do bankowej „umowa kapitałowa” (Solvency II). Z doniesień prasowych można się dowiedzieć o próbach emisji obligacji podporządkowanych przez największego polskiego ubezpieczyciela<sup>31</sup>.

Idea obligacji podporządkowanych wyklucza istnienie jakichkolwiek innych zabezpieczeń niż dobre imię emitenta, co wynika z samej definicji obligacji zawartej w art. 22 ustawy o obligacjach z 2015 r. Jednakże samo „podporządkowanie” w żaden sposób nie ogranicza ani nie umniejsza odpowiedzialności emitenta. W przypadku wystąpienia upadłości lub likwidacji spółki obligatariusze dochodzą swoich roszczeń na zasadach ogólnych z zachowaniem kolejności wynikającej z warunków emisji<sup>32</sup>.

Oprócz możliwości zastosowania opisywanych obligacji przez instytucje finansowe należy wskazać, że wykorzystanie długu podporządkowanego może być sposobem finansowania projektów w zakresie partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP). Koncepcję taką promuje UE m.in. poprzez inicjatywę Komisji Europejskiej dotyczącą tzw. obligacji projektowych, realizowaną wspólnie z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym. Inicjatywa ta ma na celu wspieranie przedsięwzięć PPP i polega (w skrócie) na tym, że strona publiczna przez

<sup>27</sup> Takich emisji dokonał np. Bank Poczty w 2011 czy też mBank pod koniec 2013 r.

<sup>28</sup> Możliwość taką daje art. 127 ust. 3 pkt 2 ustawy z 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe, Dz. U. 2015, poz. 128.

<sup>29</sup> *Ostateczne warunki oferty obligacji podporządkowanych serii PP5-I emitowanych w ramach Publicznego Programu Emisji Obligacji Podporządkowanych przez GETIN NOBLE BANK S.A.*, 20 listopada 2015 r.

<sup>30</sup> R. Janik, *Uwaga na obligacje podporządkowane. Przykład Getin Noble Banku*, fairvalue.com, 15 września 2015 r.

<sup>31</sup> PZU liczy, że wyemituje obligacje podporządkowane bez zmian w prawie, „Puls Biznesu”, www.pb.pl, 2 października 2014 r.

<sup>32</sup> T. Trewicz, *Obligacje podporządkowane w świetle nowelizacji ustawy o obligacjach*, obligacje24.com, 20 kwietnia 2015 r.



wniesienie do spółki celowej środków publicznych jako długu podporządkowanego (ewentualnie przez gwarantowanie tego długu, np. obligacji podporządkowanych spółki) podnosi wiarygodność kredytową pozostałych obligacji (projektowych, „uprzywilejowanych”), co skutkuje niższym oprocentowaniem tych obligacji i obniżeniem kosztów finansowania całego przedsięwzięcia<sup>33</sup>.

Przedstawione powyżej argumenty pozwalają pozytywnie ocenić ideę przepisu ustawy wprowadzającego instytucję obligacji podporządkowanej, który rozwiewa przede wszystkim niepewność, czy taka forma długu podporządkowanego w Polsce występuje czy nie. Mankamentem nowej regulacji jest jednak to, że nie definiuje ona pojęcia „obligacja podporządkowana”, w przeciwieństwie do pozostałych rodzajów obligacji.

Drugim z nowych rodzajów obligacji, które znalazły się w przepisach ustawy, a których emisja – z uwagi na brak regulacji – nie była wcześniej w Polsce możliwa, są obligacje wieczyste. Ten rodzaj obligacji, co do zasady, nie podlega wykupowi, a świadczenie emitenta wobec obligatariuszy przyjmuje postać odsetek wypłacanych okresowo przez czas nieoznaczony. Wykup może nastąpić jedynie w przypadku ogłoszenia upadłości lub otwarcia likwidacji emitenta, zwłoki emitenta w wypłacie należnych świadczeń pieniężnych albo z innych wskazanych przez emitenta przyczyn, lecz nie wcześniej niż po 5 latach od daty emisji (z wyłączeniem likwidacji lub upadłości emitenta)<sup>34</sup>. Nowa ustawa uchyla również przepis Kodeksu cywilnego, zgodnie z którym bezterminowe zobowiązania ciągle nie są wieczyste, a każda ze stron stosunku ma kompetencje do tego, aby zakończyć zobowiązanie<sup>35</sup>.

Obligacje wieczyste (ang. *perpetual bonds*) wykorzystywane są powszechnie na rozwiniętych rynkach finansowych i posiadają długą historię. Przykładem pierwszych, najbardziej znanych obligacji tego typu są konsole (ang. *consols*, *consolidated annuities*) emitowane przez rząd brytyjski już w XVIII w., dające wierzycielom rządu prawo do otrzymywania odsetek, a których wykup nie był określony „w dającej się przewidzieć przyszłości”<sup>36</sup>. Oprócz brytyjskich konsoli znane są jeszcze starsze przypadki takich obligacji, przykładowo wyemitowane w 1646 r. holenderskie „obligacje wodne” (ang. *water bonds*). Walory te zostały wyemitowane przez spółkę (Hoogheemraadschap Lekdijk Bovendams) zarządzającą szeregiem tam i kanałów zlokalizowanych w dolnym biegu Renu. Pomimo upływu ponad 350 lat od emisji spółka, która przejęła uprawnienia emitenta, nadal płaci swoim obligatariuszom odsetki<sup>37</sup>.

Obecnie obligacje wieczyste są instrumentami chętnie nabywanymi przez inwestorów z uwagi na to, że przynoszą relatywnie wyższy kupon niż obligacje zwykle (podlegające wykupowi). Wskutek działań związanych z pomocą finan-

<sup>33</sup> Szerzej na ten temat w: K. Marchewka-Bartkowiak, M. Wiśniewski, *Obligacje projektowe – nowy instrument finansowania przedsięwzięć PPP w formule project finance na poziomie międzynarodowym i krajowym*, „Studia BAS” 2014, nr 3(39), s. 139-157.

<sup>34</sup> Art. 23 u.o.

<sup>35</sup> Ustawa z 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny, Dz. U. Nr 16, poz. 93, art. 365<sup>1</sup>.

<sup>36</sup> M. Yglesias, *Don't repay the national debt*, „Slate Magazine”, www.slate.com, 29 stycznia 2013 r.

<sup>37</sup> M. Cummings, *A living artifact from the Dutch Golden Age: Yale's 367-year-old water bond still pays interest*, „Yale News” 22 września 2015 r.

sową krajom i poszczególnym instytucjom, które dotknął ostatni kryzys finansowy, na rynku światowym znajduje się obecnie gros bezpiecznych walorów dłużnych, jednakże ich rentowność jest niska. Taka sytuacja może skłaniać wielu inwestorów do rozważenia zakupu bardziej ryzykownych, jednakże zarazem wyżej oprocentowanych instrumentów, jakimi są obligacje wieczyste. Walory te są również bardzo atrakcyjne dla emitentów, ponieważ z uwagi na swój bezterminowy charakter przypominają bardziej kapitał niż dług. Emitenci mogą za ich pomocą pozyskać relatywnie tańszy kapitał niż za pomocą emisji akcji, dodatkowo nie zakłócając płynności rynku akcji<sup>38</sup>. Instrument ten zyskuje coraz bardziej na popularności – przykładowo w Stanach Zjednoczonych w 2015 r. wartość emisji nowych obligacji wieczystych emitowanych przez przedsiębiorstwa osiągnęła wartość 38 mld dolarów, najwyższy poziom od 20 lat<sup>39</sup>.

Można spotkać opinie, że w przypadku emisji dokonywanych przez przedsiębiorstwa „obligacjom wieczystym jest bardzo blisko do akcji niemych”, czyli takich, które dają akcjonariuszowi prawo dywidendy bez prawa głosu<sup>40</sup>. Dlatego też nowe przepisy krytykowane są z uwagi na to, że emisja obligacji wieczystych nie wymaga zgody organu decydującego o podziale zysku, na co wskazywała Komisja Nadzoru Finansowego<sup>41</sup>. Należy jednak zaznaczyć, że opisywane obligacje nie dają inwestorom prawa własności przedsiębiorstwa, które je wyemitowało. Ponadto obligacje te mogą podlegać (jeśli tak przewidziano w warunkach emisji) wykupowi przez emitenta, nie wcześniej jednak niż po 5 latach od ich emisji<sup>42</sup>.

Emisją obligacji wieczystych mogą być zainteresowane m.in. – wspominał już wcześniej – banki. Powodem, dla którego tak może być, jest fakt, że wspomniana już „umowa kapitałowa” pozwala zaliczyć te walory do kapitałów własnych (tier I). Dyskusyjną pozostaje oczywiście kwestia, w jakim stopniu skomplikowane co do swojej struktury mogą być kapitały banku. Podmioty regulujące rynek bankowy, w szczególności jego bezpieczeństwo, jak dotąd wychodzą naprzeciw nowym rozwiązaniom, wzbogacając wachlarz instrumentów, które banki mogą zaliczyć do kapitałów własnych na potrzeby kalkulowania wymogów ostrożnościowych. Obligacje wieczyste w tej sytuacji stanowią interesujące zarówno dla banków, jak i inwestorów rozwiązanie, jednakże nasuwa się pytanie, jak wysoko będą musiały być oprocentowane, aby przyciągnąć inwestorów i jednocześnie nie zachwiać struktury własnościowej banku z punktu widzenia akcjonariuszy.

Kwestią wątpliwą pozostaje również możliwość emitowania obligacji wieczystych przez samorządy. Ekspertki sceptycznie zapatrują się na to z uwagi, po pierwsze, na relatywnie niski poziom zaufania inwestorów do jednostek

<sup>38</sup> N. Brereton-Fukui, *Low interest rates could spur perpetual bonds*, „The Washington Post”, [www.wsj.com](http://www.wsj.com), 24 lipca 2011 r.

<sup>39</sup> R. Atkins, T. Hale, *Companies issue record levels of perpetual debt*, „Financial Times”, [www.ft.com](http://www.ft.com), 15 czerwca 2015 r.

<sup>40</sup> Zgodnie z art. 353 § 3 ustawy z 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych, Dz. U. Nr 94, poz. 1037.

<sup>41</sup> E. Szveda, *Ustawa o obligacjach. Komentarz praktyków*, „Parkiet”, [www.parkiet.com](http://www.parkiet.com), 30 lipca 2015 r.

<sup>42</sup> R. Woźniak, op. cit., s. 216.

samorządu terytorialnego. Emisje tych walorów dokonywały w historii głównie rządy centralne lub ewentualnie banki i trudno szukać w Polsce jednostek (poza największymi metropoliami), które cechowałyby się podobnym zaufaniem inwestorów co te podmioty. Po drugie, obecnie większość emisji obligacji samorządowych stanowią emisje niepubliczne, obligacje wieczyste zaś wymagają – ze względu na wysokość emisji i konieczność obligatoryjnej wypłaty renty wieczystej – rynku publicznego<sup>43</sup>.

Podsumowując przedstawione powyżej uwagi, można uznać wprowadzenie przepisów ustanawiających obligacje wieczyste za uzasadnione i potrzebne do rozwoju rynku obligacji w Polsce. Podobnie jak w przypadku obligacji podporządkowanych – to rynek określi, czy będzie to popularny w Polsce instrument.

## V. ZMIANY W ZAKRESIE OBLIGACJI PRZYCHODOWYCH I ICH POTENCJALNE SKUTKI

Instytucja obligacji przychodowych (ang. *revenue bonds*) funkcjonowała w Polsce już pod rządami poprzedniej ustawy. Nowelizacja wprowadziła jednak wiele istotnych zmian, które opisano w niniejszym punkcie, wskazując na ich potencjalne skutki.

Zgodnie z prawem emitent może przez emisję tych obligacji uprawnić obligatariuszy do zaspokojenia roszczeń z pierwszeństwem przed innymi jego wierzycielami z całości albo części przychodów lub całości, lub z części majątku przedsięwzięć sfinansowanych w całości albo w części ze środków uzyskanych z emisji obligacji – lub z całości, lub części przychodów z innych określonych przez niego przedsięwzięć. Co ważne, emitent może ograniczyć swoją odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z obligacji przychodowych do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, do którego prawo zostało przyznane obligatariuszom<sup>44</sup>.

Wyjątkowość obligacji przychodowych polega na możliwości odejścia od ogólnej zasady stanowiącej, że emitent odpowiada za zobowiązania z obligacji całym swoim majątkiem. To odstępstwo tworzy unikatowy charakter obligacji przychodowych jako „obligacji z ograniczoną odpowiedzialnością”<sup>45</sup> – potencjalne negatywne skutki nieosiągnięcia planowanych z przedsięwzięcia przychodów i niewystarczającej wartości powstałego majątku przy jednoczesnym braku innych zabezpieczeń ponosić będą obligatariusze, a nie emitent obligacji<sup>46</sup>.

Od 2000 r. eksperci wskazują na to, że obligacje przychodowe stanowią doskonałą szansę na finansowanie inwestycji, głównie przez jednostki samorządu terytorialnego. Nowym bodźcem, który mógł przyspieszyć rozwój rynku

<sup>43</sup> M. Weber, *Obligacje wieczyste nie dla każdego samorządu*, „Rzeczpospolita”, www.rz.pl, 20 czerwca 2013 r.

<sup>44</sup> Art. 24 u.o.

<sup>45</sup> M. Kłupczyński, *Obligacje przychodowe a indywidualny wskaźnik spłaty zobowiązań*, „Pracow Budżetowe Państwa i Samorządu” 2015, nr 1, s. 79.

<sup>46</sup> M. Poniatowicz, *Obligacje przychodowe i sekurytyzacyjne jako innowacyjne instrumenty na polskim rynku komunalnych papierów wartościowych*, „Finanse Komunalne” 2005, nr 3, s. 22.

tych walorów, jest obowiązujący od 2014 r. indywidualny wskaźnik zadłużenia (IWZ) samorządów<sup>47</sup>, zgodnie z którym zdolność samorządu do zadłużania się zależy od jego historycznej zdolności do generowania nadwyżek finansowych (nadwyżki operacyjnej powiększonej o dochody ze sprzedaży majątku)<sup>48</sup>. Zaletą obligacji przychodowych – w świetle powyższego przepisu – jest możliwość pominięcia zobowiązań wynikających z tych walorów przy kalkulowaniu IWZ.

Pomimo oczekiwań analityków rynek obligacji nie rozwijał się do tej pory zbyt dynamicznie. Pod koniec 2014 r. instrumenty te stanowiły ok. 4% obligacji komunalnych pozostających w obrocie, a ich emitentami były głównie spółki komunalne. Pierwsze emisje obligacji gminnych pojawiły się dopiero w ostatnim czasie: Lublin w 2014 i Nysa w 2015 r. Co ciekawe, w przypadku obligacji Lublina odpowiedzialność miasta nie została ograniczona do określonych przychodów i majątku. Takie rozwiązanie zostało zakwestionowane przez Regionalną Izbę Obrachunkową w Lublinie, jednakże miasto zaskarżyło rozstrzygnięcie RIO do Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego, który orzekł, że w świetle prawa jest możliwe niewyłączenie „zwykłej” odpowiedzialności emitenta obligacji przychodowych<sup>49</sup>. Dotychczasowe emisje obligacji przychodowych przedstawiono w tabeli 2.

**Tabela 2**

Emisje obligacji przychodowych w Polsce

Nazwa emitenta	Kwota emisji (maksymalna)	Rok emisji
Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy Sp. z o.o.	600 mln zł	2005
Miejskie Przedsiębiorstwo Komunikacyjne – Łódź Sp. z o.o.	166 mln zł	2006
Zakład Komunikacji Miejskiej w Gdańsku Sp. z o.o.	60 mln zł	2010
Zakład Komunikacji Miejskiej w Gdańsku Sp. z o.o.	220 mln zł	2010
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gnieźnie	28 mln zł	2012
Tramwaj Fordon Sp. z o.o.	145 mln zł	2014
Miasto Lublin	40 mln zł	2014
Miasto Nysa	21 mln zł	2015

Źródło: opracowanie własne.

Sposobem na ożywienie rynku obligacji przychodowych miała być zmiana przepisów w ustawie o obligacjach. Wśród zmian, które mogą pozytywnie wpłynąć na atrakcyjność tych walorów, należy wymienić:

<sup>47</sup> Na temat konsekwencji wprowadzenia indywidualnego wskaźnika zadłużenia szerzej w: K. Marchewka-Bartkowiak, M. Wiśniewski, *Indywidualny wskaźnik zadłużenia JST – ocena krytyczna i propozycje zmian*, „Analizy BAS” 2012, nr 21(88).

<sup>48</sup> Ustawa z 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, Dz. U. Nr 157, poz. 1240, art. 243.

<sup>49</sup> M. Weber, *Pierwsze gminne obligacje przychodowe*, „Rzeczpospolita”, www.rz.pl, 17 lipca 2015 r.

– rozszerzenie uprawnień obligatariuszy przychodowych przez możliwość nadania im przez emitenta pierwszeństwa do zaspokojenia roszczeń z przychodów i majątku przedsięwzięć, które zostały sfinansowane także tylko w części ze środków uzyskanych z ich emisji (art. 24 ust. 1); dotychczasowe przepisy nie określały tej kwestii jednoznacznie;

– umożliwienie emisji obligacji przychodowych spółkom utworzonym wspólnie przez kilka sąsiadujących ze sobą jednostek samorządu terytorialnego (art. 25 ust. 1 pkt 1 i 4). Do tej pory przepisy dotyczące obligacji przychodowych odnosiły się wyłącznie do spółek utworzonych przez pojedynczą jednostkę samorządu terytorialnego. Wprowadzona zmiana ma duże znaczenie w kontekście realizowania przez samorządy przedsięwzięć, np. z zakresu gospodarki odpadami, czy też zaopatrywania mieszkańców w wodę;

– poszerzenie grona podmiotów mogących emitować obligacje przychodowe z uwagi na przedmiot ich działalności. Do tej pory były to podmioty, których jedynym przedmiotem działalności było zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej. Słusznie postanowiono zmienić sformułowanie „jedyny” na „główny” przedmiot działalności (art. 25 ust. 1 pkt 5), co z pewnością powiększy zbiorowość podmiotów posiadających zdolność emisyjną. Wielu przedsiębiorców jest skłonnych inwestować w infrastrukturę z zakresu zadań publicznych, pod warunkiem że będzie istniała możliwość wykorzystania jej również dla celów komercyjnych. Zmiana ta z pewnością powiększy grono zainteresowanych przedsiębiorców – potencjalnych emitentów przedmiotowych obligacji – z korzyścią dla rozwoju rynku tych instrumentów;

– wprowadzenie klasyfikacji obligacji przychodowych na te, w przypadku których emitent ogranicza swoją odpowiedzialność do kwot przychodów i majątku przedsięwzięć sfinansowanych za ich pomocą, i te, w przypadku których emitent odpowiada bez ograniczeń, tj. całym swoim majątkiem (art. 24 ust. 3). Taki przepis poprawia przejrzystość stosunku wynikającego z obligacji przychodowych, wskazując, za co odpowiedzialny jest emitent. Możliwe jest zatem uprzywilejowanie obligatariuszy przychodowych do przychodów i majątku z przedsięwzięć przy jednoczesnym zapewnieniu odpowiedzialności emitenta całym jego majątkiem;

– zmniejszenie ryzyka wynikającego z obligacji przychodowych przez wyłączenie wierzytelności wynikających z tych obligacji z postępowania układowego – z chwilą ogłoszenia upadłości lub otwarcia likwidacji stają się one wymagalne (art. 27).

Przepisem, który również może pozytywnie wpłynąć na rozwój rynku obligacji, jest umożliwienie emisji obligacji podmiotom nowo powstałym, które nie sporządzały dotąd sprawozdania finansowego. Przepis ten ma ogromne znaczenie również dla opisywanych obligacji przychodowych. Przedsięwzięcia finansowane za pomocą tego rodzaju obligacji dokonywane są najczęściej w formule *project finance*, w której podmiot emitujący przyjmuje postać spółki celowej, która jest spółką nową, niemającą historii gospodarczej, czego skutkiem jest brak dotychczasowych sprawozdań finansowych.

Wydaje się, że wprowadzone rozwiązania mogą przyspieszyć rozwój obligacji przychodowych. Problematyczne pozostaje jednak kilka kwestii, które mogą nadal zniechęcać do emisji tych walorów.

Po pierwsze, jak pokazuje przykład Lublina, nie wszystkie samorządy chcą korzystać z możliwości ograniczenia swojej odpowiedzialności, co może wynikać z obawy, że będzie to oznaczało konieczność zaproponowania inwestorom wyższego kuponu. Jednostki samorządu terytorialnego, decydując się na emisję obligacji przychodowych, stoją przed dylematem: korzyści z niezaliczania zobowiązań z tytułu tych obligacji do zadłużenia samorządu w kalkulacji IWZ (przez to możliwość zaciągania większego długu) a wysokość marży odsetkowej (wyższe koszty obsługi zadłużenia). Rozwiązaniem pośrednim jest emisja opisywanych obligacji bez ograniczania odpowiedzialności emitenta za dług. Pozostaje jednak pytanie, czy w takim przypadku można dług z takich obligacji wyłączyć z obliczania wartości IWZ.

Po drugie, ważnym problemem pozostaje kwestia funkcjonowania przedsięwzięć finansowanych obligacjami przychodowymi. Z jednej strony istnieje możliwość ograniczenia odpowiedzialności emitenta do przychodów generowanych przez przedsięwzięcia, a z drugiej – to emitent (lub jego organ założycielski) bezpośrednio kształtuje wielkość tych przychodów, nie kierując się wyłącznie dobrem przedsięwzięcia. Przykładowo, dotychczasowe emisje obligacji komunalnych dokonywane przez spółki komunalne ograniczały ich odpowiedzialność do przychodów, którymi były głównie opłaty płacone przez mieszkańców za świadczone przez nie usługi – wodno-kanalizacyjne i transportowe. Wysokość tych opłat jest z kolei zależna od decyzji rady (miejskiej) jednostki samorządu terytorialnego (organu założycielskiego spółki), który to organ nie kieruje się dobrem obligatariuszy, a dobrem mieszkańców (czyli wyborców). Tej kwestii jednak – jak się wydaje – nie można rozwiązać na poziomie ustawy o obligacjach. Jedynym sposobem jest całościowa zmiana systemu finansowania samorządów, a nawet szerzej: całego systemu finansowania zadań publicznych.

## VI. PODSUMOWANIE

Nowelizacja ustawy o obligacjach z 2015 r. wprowadziła szereg istotnych zmian, których celem było wsparcie rozwoju rynku obligacji nieskarbowych w Polsce. W niniejszym artykule skupiono się na zmianach dotyczących nowych rodzajów obligacji – podporządkowanych i wieczystych, a także istniejących już obligacji przychodowych.

Podsumowując podjęte rozważania, należy stwierdzić, że wprowadzenie w polskim prawie regulacji dotyczących funkcjonowania obligacji wieczystych i podporządkowanych było oczekiwane i konieczne. Doświadczenia światowe pokazują, że istnienie takich rodzajów obligacji jest zasadne. Ich wykorzystanie wiąże się z wdrażaniem alternatywnych form finansowania. Zamiast stosowania instrumentów, które jednoznacznie można było określić mianem



długu lub udziału, coraz częściej stosuje się finansowanie łączące cechy kapitału obcego i własnego, często określane mianem *mezzanine*. Nowa ustawa daje możliwości tworzenia przez spółki nowoczesnej struktury finansowania ich działalności. Inwestorzy z kolei otrzymują możliwość nabywania nowych form obligacji, które mogą oferować wyższą niż w przypadku obligacji zwykłych stopę zwrotu.

Ważnych zmian dokonano także w zakresie obligacji przychodowych. Instrument ten może być w Polsce emitowany od 15 lat, jednakże do tej pory wyemitowano zaledwie 8 serii tych walorów. Nowelizacja usuwa wiele przeszkód rozwoju tego rynku – przede wszystkim rozszerza grono potencjalnych emitentów. Jednakże z uwagi na to, że obligacje te mają służyć finansowaniu przedsięwzięć mających najczęściej charakter zadań publicznych, barierą pozostaje – zdaniem autora – kwestia zabezpieczenia praw obligatariuszy na przychodach, których wielkość zależy nie od podmiotu zarządzającego przedsięwzięciem, a od decyzji organu samorządowego. Rozwiązanie tej kwestii wymaga jednak szerszych zmian niż tylko tych dokonanych w ustawie o obligacjach.

Wprowadzone zmiany mają szansę zwiększyć zainteresowanie potencjalnych emitentów i inwestorów obligacjami nieskarbowymi. Czas pokaże, czy zmiana otoczenia prawnego rynku będzie impulsem wystarczającym do zwiększenia dynamiki jego rozwoju. Szczególnie interesujące wydaje się pytanie, czy nowe rodzaje obligacji staną się popularnymi instrumentami, czy jednak będą miały charakter niszowy i egzotyczny.

*dr Marcin Wiśniewski*  
*Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu*  
*marcin.wisniewski@ue.poznan.pl*

SUBORDINATED, PERPETUAL AND REVENUE BONDS IN POLAND  
– ATTEMPT TO ASSESS THE ECONOMIC IMPACT OF AMENDMENTS  
TO THE ACT ON BONDS

Summary

In this article the author presents regulatory changes with respect to non-Treasury bonds in Poland, which have been introduced by the amendment to the Act on Bonds of 2015 and attempts to assess their economic effects. The aim of the new law was to support the development of the bond market. To this end new types of bond have been introduced: subordinated and perpetual bonds. Furthermore new regulations for revenue bonds have been adopted – bonds which had been defined in law but rarely used in practice. In this article the author discusses the potential economic impact of the changes to the law.

