



Received: 21 September 2019
Revised: 05 November 2019
Accepted: 20 December 2019
Published: 31 December 2019

INCOME BONDS

OBLIGACJE PRZYCHODOWE

Adam Szafarczyk

Prof. dr hab., University of Economics and Innovation in Lublin (WSEI)
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6130-2529>

* *Corresponding author*: email: adam.szafarczyk@wsei.lublin.pl

Tomasz Wołowiec

Prof. WSEI, dr hab., University of Economics and Innovation in Lublin (WSEI)
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7688-4231>

* *Corresponding author*: email: wolowiectomek@gmail.com

Abstract:

A way to obtain financing for projects in the field of public utility tasks, both by municipalities and municipal companies can be income bonds, as well as certain mechanisms of indebtedness of municipal commercial law companies. In the case of bonds, the new Act on Bonds (hereinafter: u.o.) of 15 January 2015 clarified many previous regulations, which strengthened the position of bondholders and thus reduced the risk of issuing income bonds. Bonds are one of the few instruments from which the resulting debt is not included in the debt limits specified in the Public Finance Act, and attracting investors does not require the implementation of the public procurement procedure. Another way to circumvent the rigors of art. 243 of the Public Finance Act is "hiding" the debt in municipal companies. Agreements (so-called support agreements) may provide for a formal assumption of debt by the company and at the same time oblige the local government to provide the company with a cash benefit, in the amount corresponding to the amount charged to the company for the debt obligation and interest payable.

Keywords: income bonds, Act on bonds, individual debt ratio

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 / Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska



This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowiec T., (2019). INCOME BONDS
International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504

[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)

Streszczenie:

Sposobem na pozyskanie finansowania dla przedsięwzięć z zakresu zadań użyteczności publicznej, zarówno przez gminy, jak i spółki komunalne mogą być obligacje przychodowe, jak i pewne mechanizmy zadłużania komunalnych spółek prawa handlowego. W przypadku obligacji nowa ustawa o obligacjach (dalej: UoO.) z 15 stycznia 2015 r. doprecyzowała wiele wcześniejszych regulacji, co spowodowało wzmocnienie pozycji obligatariuszy i tym samym zmniejszyło ryzyko związane z emisją obligacji przychodowych (ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. (Dz. U. z 2018 r. poz. 483). Obligacje są jednym z nielicznych instrumentów, z których wynikające zadłużenie nie wlicza się do limitów zadłużenia określonego w ustawie o finansach publicznych, a pozyskiwanie inwestorów nie wymaga wdrażania procedury zamówień publicznych. Innym sposobem na ominięcie rygorów art. 243 ustawy o finansach publicznych jest „ukrywanie” zadłużenia w spółkach komunalnych. Porozumienia (tzw. umowy wsparcia) zakładać mogą formalne przejęcie zadłużenia przez spółkę i jednocześnie zobowiązują samorząd do przekazywania spółce świadczenia pieniężnego, w wysokości odpowiadającej kwocie obciążenia spółki z tytułu zobowiązania dłużnego i przypadających do spłaty odsetek (Szerzej: Wykonywanie zadań regionalnych izb obrachunkowych w zakresie przeciwdziałania zagrożeniom wynikającym z nadmiernego zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego, wyniki kontroli nr 18/2015/14/066/LBI, Najwyższa Izba Kontroli, Warszawa 2014, s. 31 i d.).

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


Ogólny zarys problemu i jego związek z ważnymi kwestiami naukowymi i praktycznymi

Rynek papierów wartościowych.

Jedną z barier rozwoju rynku obligacji przychodowych były regulacje zawarte w ustawie o obligacjach z 1995 roku (Dz. U. 1995 nr 83 poz. 420). Mimo nowelizacji dokonanej ustawą z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. Nr 60, poz. 702) nadal nie zostały rozstrzygnięte wątpliwości dotyczące wybranych przepisów, jak również nie zostały usunięte bariery, które skutkowały niepewnością uczestników rynku, co do prawidłowości stosowanych rozwiązań. Zniechęcało to potencjalnych inwestorów do obejmowania emisji długoterminowych nieskarbowych papierów dłużnych, a dla potencjalnych emitentów stanowiło zachętę do wyboru alternatywnych źródeł finansowania lub emisji nieskarbowych papierów dłużnych pod rządami obcych jurysdykcji. Dodatkowo w okresie od wejścia w życie noweli z 2000 r. na rozwiniętych rynkach finansowych pojawiło się upowszechnienie klauzul zbiorowego działania. Określa się w ten sposób szereg specyficznych

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 /Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS

International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504

[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)

postanowień warunków emisji obligacji, których celem jest wsparcie komunikacji między dłużnikiem i wierzycielami oraz umożliwienie skutecznej zmiany łączącego ich stosunku zobowiązaniowego.

Zmiany w ustawie o obligacjach.


Zorganizowany obrót obligacjami jest regulowany w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2014 r. poz. 94, z późn. zm.) oraz w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2013 r. poz. 1382). Problematykę obligacji jako papierów wartościowych regulują także art. 921–921 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz. U. z 2014 r. poz. 121, z późn. zm.) oraz art. 483–491 ustawy z dnia 28 lutego 2003 r. – Prawo upadłościowe i naprawcze (Dz. U. z 2012 r. poz. 1112, z późn. zm.). Ustawa o obligacjach, mimo kompleksowej nowelizacji w 2000 r., nie uwzględniała potrzeb rynku kapitałowego, dlatego też konieczne było wprowadzenie nowej ustawy o obligacjach, która ma:

- 1) umożliwiać dokonywanie skutecznych zmian w stosunku zobowiązaniowym wynikającym z obligacji (zostały stworzone podstawy do ustanawiania i działania zgromadzenia obligatariuszy);
- 2) rozszerzyć zakres instrumentów, które będą dostępne dla emitenta (zostały wprowadzone obligacje podporządkowane oraz obligacje wieczyste);
- 3) rozstrzygać wątpliwości towarzyszących obowiązującym regulacjom (ustawy o obligacjach z 1995 roku).

Obligacje przychodowe posiadają dwie charakterystyczne cechy, istotne w stosunku do innych typów obligacji, które kształtują relacje pomiędzy oczekiwaną korzyścią a ryzykiem wynikającym z papieru wartościowego. Pierwszą cechą obligacji przychodowych, spośród wachlarza różnych typów obligacji, jest możliwość odejścia od zasady odpowiedzialności całym majątkiem emitenta za świadczenia zawarte w obligacjach (art. 13 ustawy o obligacjach; dalej: UoO). Drugą cechą charakterystyczną jest możliwość przyznania obligatariuszowi prawa do zaspokajania swoich roszczeń przed innymi wierzycielami emitenta (Bitner M., 2001, p.16) Generalną zasadą zabezpieczającą interesy obligatariuszy jest, wyrażona w art. 13 UoO, jest zasada, że za zobowiązania wynikające z obligacji emitent odpowiada całym swoim majątkiem. Zatem w przypadku emisji obligacji przychodowych, możliwość ograniczenia odpowiedzialności emitenta do określonej kwoty jest istotnym „odejściem” od wskazanej zasady (Spyra M., 2001, s. 18–25). W art. 24 UoO mamy sformułowane dwa kluczowe pojęcia

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 / Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS

International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504


[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)

dla istoty obligacji przychodowych: "przedsięwzięcie" oraz "majątek przedsięwzięcia". Pierwsze z nich należy rozpatrywać w ujęciu funkcjonalnym, jako cel, dla którego realizacji emitowane są obligacje, drugie zaś wiąże się bardziej z ujęciem przedmiotowym, jako majątkowy (rzeczowy) efekt działania wynikającego z emisji obligacji przychodowych. Przedsięwzięcie wiąże się z określonym, skwantyfikowanym celem działania emitenta i musi mieć określone ramy gospodarcze. Ustawodawca zakłada elastyczność w formułowaniu "przedsięwzięcia" finansowanego obligacjami przychodowymi. Nie może to być jednak określone ogólnikowo czy w sposób niedookreślony. Taka sytuacja uniemożliwiłaby przypisanie działań emitenta do tych, które są finansowane z obligacji przychodowych, a w konsekwencji nie byłoby możliwe wprowadzenie ograniczeń odpowiedzialności wynikających z konstrukcji takich obligacji. Niecelowe i niedopuszczalne jest wobec tego określenie jako przedsięwzięcia np. finansowania bieżącej działalności emitenta (Wierzbowski M., 2019, komentarz do art. 24 UoO). Ustawodawca posługuje się również pojęciem "przychody przedsięwzięcia". Pojęcie to należy rozumieć jako przychody uzyskiwane z przedsięwzięcia, związane z określonym działaniem emitenta, oraz jako przychody z majątku przedsięwzięcia. W przypadku obligacji przychodowych emitent może ograniczyć swoją odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z obligacji. Ograniczenie to może być do kwoty przychodów lub do wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszom przysługuje uprawnienie, wynikające z obligacji przychodowych. Ograniczenie odpowiedzialności za świadczenia wynikające z obligacji jest prawem emitenta, a nie obowiązkiem. Uprawnienie to jest więc fakultatywne. To, czy emitent obligacji przychodowych korzysta ze wskazanego uprawnienia, znajduje odzwierciedlenie w stosownych, wymaganych prawem warunkach emisji. Zarówno ograniczenie związane z przychodami, jak i z majątkiem przedsięwzięcia może dotyczyć całości bądź części kwot wynikających z tych tytułów prawnych. Jednakże zakres odpowiedzialności będzie determinował ocenę poziomu zabezpieczenia wynikającego z obligacji, co pośrednio będzie wpływało na rentowność obligacji, a więc ich atrakcyjność z punktu widzenia oceny obligatariusza czy potencjalnego inwestora (Wierzbowski M., 2019, komentarz do art. 24 UoO).

Zgodnie a treścią art., 39 UoO, w przypadku emisji obligacji przez jednostkę samorządu terytorialnego lub związek tych jednostek wymagania określone w art. 35 ust. 3 i art. 37 UoO uważa się za spełnione przez udostępnienie ostatniego rocznego sprawozdania z wykonania budżetu jednostki samorządu terytorialnego wraz z opinią regionalnej izby obrachunkowej oraz odpowiednio kolejnych rocznych sprawozdań

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 /Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS

International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504

[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)

wraz z opiniami regionalnej izby obrachunkowej. W przypadku jednostki władz regionalnych lub lokalnych innego niż Rzeczpospolita Polska państwa członkowskiego Unii Europejskiej jest wymagane sprawozdanie z wykonania budżetu, sporządzone zgodnie z właściwym dla niej prawem, a w przypadku braku takiego sprawozdania inny dokument zawierający zestawienie dochodów i wydatków wynikających z zamknięć jej rachunków budżetu wraz z opinią państwowego organu nadzoru i kontroli gospodarki finansowej tej jednostki, sporządzoną zgodnie z właściwym dla niej prawem. Zatem w myśl art. 39 UoO obowiązek udostępniania ostatniego rocznego sprawozdania finansowego z wykonania budżetu jednostki samorządu terytorialnego wraz z opinią regionalnej izby obrachunkowej oraz odpowiednio kolejnych rocznych sprawozdań wraz z opiniami regionalnej izby obrachunkowej został nałożony na emitenta będącego jednostką samorządu terytorialnego lub związkiem tych jednostek. Jednostki samorządu terytorialnego i ich związki nie są zobowiązane do udostępniania sprawozdania finansowego sporządzonego na dzień bilansowy przypadający nie wcześniej niż 15 miesięcy przed datą udostępnienia propozycji nabycia wraz z opinią biegłego rewidenta oraz udostępniania obligatariuszom rocznego sprawozdania finansowego wraz z opinią biegłego rewidenta w okresie od dokonania emisji obligacji do czasu całkowitego wykupu obligacji. W świetle art. 38 UoO wystarczające jest udostępnienie 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. Ustawodawca nie określił również trybu, w którym roczne sprawozdania finansowe wraz z opiniami regionalnej izby obrachunkowej mają zostać udostępnione obligatariuszom. Wobec tego dopuszcza się możliwość udostępniania obligatariuszom ww. dokumentów w dowolnej formie gwarantującej obligatariuszom swobodny i nieograniczony dostęp do dokumentów. W świetle celów komentowanej regulacji uzasadnione jest również stwierdzenie, że sprawozdanie finansowe wraz z opinią regionalnej izby obrachunkowej powinno zostać udostępnione wszystkim emitentom w tym samym czasie w celu zapewnienia im równego dostępu do informacji. Zatem zakres przedmiotowy obowiązku konkretnego emitenta będącego jednostką władz regionalnych lub lokalnych innego państwa uzależniony będzie od wymogów sprawozdawczości przewidzianych dla tego emitenta przez prawo jego państwa macierzystego. Ustawodawca przewidział również minimum informacji dotyczących stanu finansowego emitenta, które muszą zostać przez niego udostępnione, jeżeli prawo państwa jego siedziby nie wymaga sporządzenia sprawozdania z wykonania budżetu lub innego sprawozdania. W takim przypadku emitent zobowiązany jest udostępnić co najmniej zestawienie dochodów i wydatków

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 / Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska



This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS

International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504

[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)


wraz z opinią państwowego organu nadzoru i kontroli gospodarki finansowej tej jednostki. Takie rozwiązanie uzasadnione jest ochroną interesów obligatariuszy i zapewnić ma udostępnianie przez emitentów zagranicznych prawdziwych i rzetelnych informacji o ich stanie finansowym. Co ważne zgodnie z art. 91 UoO nieudostępnianie sprawozdań finansowych przez emitenta lub osobę, która działa w jego imieniu lub interesie, jest zagrożone karą grzywny, ograniczenia wolności albo pozbawienia wolności do roku. Należy zauważyć, iż objęcie obowiązku udostępniania sprawozdań finansowych sankcją karną uzasadnione jest ochroną interesów obligatariuszy. Prawidłowe i rzetelne wypełnienie przez emitenta obowiązków informacyjnych pozwala podmiotom zainteresowanym nabyciem obligacji na ocenę sytuacji finansowej emitenta i ryzyka inwestycyjnego związanego z posiadaniem obligacji emitenta (Woźniak R. P., 2015, komentarza do art. 39 UoO; Wierzbowski M., 2019, komentarz do art. 39 UoO).

Inwestycje.

Jednostki samorządu terytorialnego realizują liczne projekty inwestycyjne, ze szczególnym uwzględnieniem rozwoju infrastruktury technicznej, jako inwestycji stymulujących rozwój lokalny i regionalny. Bardzo często aktywność inwestycyjna gmin jest organiczna przez limity zadłużenia wynikające z ustawy o finansach publicznych oraz brak finansowego wkładu własnego. W obszarze zewnętrznego finansowania gminy najczęściej korzystają ze środków unijnych oraz komercyjnych kredytów bankowych. Alternatywnym sposobem finansowania gminnych inwestycji może być emisja obligacji przychodowych, jak i wykorzystanie potencjału ekonomicznego komunalnych osób prawnych. Pozyskanie środków finansowych poprzez emisję obligacji polega na tym, iż inwestor przekazuje środki na realizację danego przedsięwzięcia, a emitent obligacji zobowiązuje się, iż w określonym czasie (terminie zapadalności obligacji) zwróci mu te środki oraz zapłaci określone wynagrodzenie. Warunki wzajemnych zobowiązań określa obligacja (warunki emisji), będąca klasycznym papierem wartościowym. Emitentami obligacji przychodowych mogą być między innymi gminy, związki międzygminne, jak również spółki akcyjne albo spółki z o.o., w których gminy (związek międzygminny) posiada taką liczbę akcji lub udziałów, która zapewnia mu więcej niż 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub zgromadzeniu wspólników, o ile jedynym przedmiotem działalności spółki jest zaspokojenie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej na podstawie umowy zawartej z gminą (związkiem międzygminnym) i które zadania te będą wykonywać co najmniej przez okres równy terminowi zapadalności obligacji (Wykonywanie zadań regionalnych izb obrachunkowych w zakresie przeciwdziałania

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 /Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS

International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504

[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)

zagrożeniom wynikającym z nadmiernego zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego, wyniki kontroli nr 18/2015/14/066/LBI, Najwyższa Izba Kontroli, Warszawa 2014, s. 31 i d.).


Obligacje przychodowe – krótka historia.

Obligacje przychodowe miały być formą implementacji do krajowego systemu prawnego amerykańskiej instytucji *revenue bonds*. *Revenue bonds* to obligacje, których obsługa i wykup są finansowane wyłącznie z przychodów generowanych przez sfinansowany z ich emisji projekt inwestycyjny lub przez określona grupę innych obiektów, albo z różnych niepodatkowych wpływów emitenta (Obligacje komunalne w Polsce, Zeszyty BRE Bank – CASE, s. 31). O szczególnym charakterze obligacji przychodowej decyduje jej nietypowa konstrukcja, odróżniająca ten papier wartościowy od innych rodzajów obligacji, oraz gwarancja wypłacalności emitenta. Obligacje przychodowe dają możliwość odejścia od zasady odpowiedzialności całym majątkiem za świadczenia zawarte w obligacjach, a także możliwość przyznania obligatariuszom prawa do zaspokojenia roszczeń przed innymi wierzycielami emitenta. Ograniczenie odpowiedzialności za świadczenia wynikające z obligacji przychodowych jest prawem, a nie obowiązkiem emitenta. W odróżnieniu od innych typów obligacji, emitent może więc ograniczyć swoją odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z obligacji przychodowych do kwoty przychodów lub do wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszom przysługuje uprawnienie z tych obligacji. Oprócz tych cech szczególnych obligacja przychodowa, jak każdy innych rodzaj obligacji, "jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia" (art. 17 ust. 1 UoO). Z definicji tej wynika, że:

- 1) obligacja przychodowa jest papierem wartościowym o określonych cechach i parametrach,
- 2) jest emitowana w serii, czyli wszyscy obligatariusze mają równe prawa wynikające z treści obligacji,
- 3) prawa w niej ucieleśnione stanowią wierzytelność, gdzie emitent obligacji jest dłużnikiem każdorazowego obligacji (wierzyciela),
- 4) świadczenie wynikające z obligacji może mieć charakter pieniężny lub niepieniężny;
- 5) odpowiedzialność emitenta jest ograniczona do kwoty przychodów uzyskanych z konkretnego przedsięwzięcia lub do wysokości wartości majątku tego przedsięwzięcia oraz;

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 /Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS
International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504


[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)

6) obligatariusz obligacji przychodowej ma pierwszeństwo zaspokojenia swoich roszczeń przed innymi wierzycielami emitenta w odniesieniu do kwoty przychodów z przedsięwzięcia lub majątku przedsięwzięcia (Raport wprowadzający: Emisja obligacji przychodowych jako sposób na pozyskanie finansowania inwestycji samorządowych, Hogan Lovells LPP, s. 8.). Istota obligacji przychodowej, zakłada, aby zobowiązanie w niej inkorporowane zostało spłacone z określonego przychodu. Pozwala to specyficzny transfer ryzyka poniesionego w związku emisją obligacji przychodowych i uzależnienie go od powodzenia (efektywności) inwestycji, która ma zostać w ten sposób sfinansowana. Odzwierciedleniem tej koncepcji jest art. 24 ust. 2 u.o., zgodnie z którym emitent może ograniczyć swoją odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z obligacji przychodowych do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszom przysługuje uprawnienie, o którym mowa w art. 24 ust. 1. Art. 24 ust. 2 u.o. stanowi normatywną podstawę przeprowadzenia kwalifikacji obligacji przychodowych na obligacje przychodowe, z tytułu, których emitent ponosi odpowiedzialność ograniczoną, oraz obligacje przychodowe, z tytułu których emitent odpowiada bez ograniczeń.

W przypadku obligacji z ograniczoną odpowiedzialnością emitenta, emitent ogranicza swoją odpowiedzialność do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia – co oznacza, że w razie braku wystarczających środków z konkretnego przedsięwzięcia uzyskanie przez obligatariusza świadczenia wynikającego z obligacji będzie w istocie niemożliwe. Natomiast w przypadku obligacji przychodowych bez ograniczenia odpowiedzialności emitent odpowiada całym swoim majątkiem. Zatem uprawnienie obligatariusza, o którym mowa w art. 24 ust. 1 UoO, nie wpływa na kolejność zaspokojenia należności, o których mowa w art. 1025 § 1 pkt 4 i 5 Kodeksu postępowania cywilnego, zabezpieczonych przed datą emisji obligacji. O istnieniu takich zabezpieczeń emitent jest obowiązany poinformować w warunkach emisji obligacji przychodowych. Zatem pierwszym warunkiem, jaki musi być spełniony, aby można było rozważyć zakwalifikowanie danej obligacji, do kategorii obligacji przychodowej jest ograniczenie odpowiedzialności emitenta za zobowiązania z obligacji do kwoty przychodów generowanych przez określone przedsięwzięcie lub do wartości majątku przedsięwzięcia (inwestycji). Art. 24 ust. 1 UoO stanowi, iż emitent może emitować obligacje uprawniające obligatariusza do zaspokojenia roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta: z całości albo części przychodów lub z całości albo części majątku przedsięwzięć, które zostały sfinansowane w całości albo części

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 /Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS

International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504


[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)

ze środków uzyskanych z emisji obligacji, lub z całości albo części przychodów z innych przedsięwzięć określonych przez emitenta. Zatem można stwierdzić, iż obligacje przychodowe stanowią swego rodzaju papier wartościowy z ograniczoną odpowiedzialnością. Przepis art. 24 ust. 1 UoO zawiera regulację znajdującą się w art. 23a ust. 1 ustawy o obligacjach z 1995 r., z tym że wyraźnie zostało wskazane, iż obligacje przychodowe mogą przyznawać obligatariuszowi prawo do zaspokojenia swoich roszczeń przed innymi wierzycielami emitenta nie tylko z całości albo z części majątku przedsięwzięć, które zostały sfinansowane ze środków uzyskanych z emisji, ale również z całości albo części majątku przedsięwzięć, które zostały przynajmniej w części sfinansowane ze środków uzyskanych z emisji. Wprowadzona zmiana miała na celu rozstrzygnięcie wątpliwości dotyczących sposobu traktowania majątku przedsięwzięć finansowanych jedynie w części ze środków uzyskanych z emisji obligacji przychodowych. Przesądzenie, że obligatariusz może korzystać z pierwszeństwa zaspokojenia swoich roszczeń z przychodów lub majątku również tych przedsięwzięć, które tylko w części zostały sfinansowane ze środków uzyskanych z emisji obligacji, zwiększy zapewne pewność i bezpieczeństwo obrotu obligacjami przychodowymi.

Oprócz tego głównego atrybutu obligacji przychodowych, jakim jest spłata należności z nich wynikających z określonego przychodu, to zminimalizowaniu ryzyka dla obligatariuszy obligacji przychodowych służy dodatkowo obowiązujący emitenta zakaz zbywania i obciążania składników majątkowych przedsięwzięcia, z wyjątkiem sytuacji, gdy zbycie następuje w ramach prawidłowej gospodarki, nie powodując istotnego zmniejszenia wartości przedsięwzięcia. Przepis art. 25 ust. 6 UoO stanowi powtórzenie regulacji art. 23a ust. 7 ustawy o obligacjach z 1995. Ustanawia on zakaz zbywania lub obciążania składników majątkowych przedsięwzięcia, do przychodów, z którego obligatariuszom przysługuje uprawnienie – zarówno w przypadku, o którym mowa w art. 24 ust. 1 pkt 1, jak i pkt 2 UoO. Ustawowe nałożenie tego obowiązku ma na celu ochronę interesu majątkowego obligatariuszy uprawnionych z obligacji przychodowych (art. 26 ust. 1 UoO).Również wierzytelności tworzące przychody nie mogą być przedmiotem zabezpieczenia zastawem ani też przedmiotem cesji (art. 25 ust. 7 UoO). Ponieważ zabezpieczeniem obligacji przychodowych jest właśnie przychód z przedsięwzięcia, emisja tych obligacji wymaga szczegółowej analizy ekonomicznej i oceny planowanego przedsięwzięcia, jak również już na etapie realizacji - stałego monitoringu przepływów pieniężnych, zgodności z harmonogramem oraz nadzoru nad wykonaniem przedsięwzięcia (inwestycji) (Raport wprowadzający: Emisja obligacji przychodowych, jako sposób na pozyskanie finansowania inwestycji samorządowych, Hogan Lovells LPP, s. 10.).

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 /Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS

International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504

[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)


Rodzaje obligacji przychodowych (wybrane aspekty prawne).

Zgodnie z treścią art. 17 ust. 1 UoO obligacje mogą być imienne albo na okaziciela. W dokumencie obligacji imiennej należy oznaczyć obligatariusza. W ust. 2 tego artykułu wskazano, iż emitent w warunkach emisji może wprowadzić zakaz albo ograniczenie zbywania obligacji imiennych. Zakaz albo ograniczenie zbywania należy wskazać w dokumencie obligacji imiennej. Zatem w art. 17 ustawy zebrane zostały postanowienia dotyczące obligacji imiennych, zamieszczone w art. 5 ust. 1 pkt. 5 i 6, art. 14 i art. 16 ust. 2 ustawy o obligacjach. Należy podkreślić, iż podział obligacji na imienne i na okaziciela pozostaje aktualny również w przypadku obligacji niemających postaci dokumentu. W związku z czym wprowadzenie zakazu albo ograniczenia zbywania jest możliwe również w przypadku obligacji niemających postaci dokumentu. W art. 18 UoO powtórzone zostały (w porównaniu z ustawą z 1995 roku) regulacje dotyczące obligacji przyznających prawo do udziału w zysku emitenta (obligacje partycypacyjne). W nowej u.o. emitent może zatem emitować obligacje, które przyznają obligatariuszom prawo do udziału w zysku emitenta, zwane dalej "obligacjami partycypacyjnymi". Szczegółowe warunki i zasady tego udziału określają warunki emisji, które należy złożyć w sądzie rejestrowym właściwym dla emitenta. Przy czym jeśli emitentem jest spółka, która podlega obowiązkowi wpisu do Krajowego Rejestru Sądowego, wzmianka o prawie obligatariuszy do udziału w zysku również podlega wpisowi do tego rejestru. Rozporządzenie zaś przez emitenta zyskiem stanowiącym udział obligatariuszy w sposób sprzeczny z warunkami emisji jest bezskuteczne wobec obligatariuszy. Przepis art. 19 UoO zawiera regulacje dotyczące obligacji uprawniających do objęcia akcji w zamian za te obligacje (obligacje zamienne). I tak, spółka może, o ile jej statut tak stanowi, emitować obligacje uprawniające do objęcia akcji emitowanych przez spółkę w zamian za te obligacje, zwane dalej "obligacjami zamiennymi". Obligacje zamienne nie mogą być emitowane poniżej wartości nominalnej ani wydawane przed pełną wpłatą. Uchwała zaś o emisji obligacji zamiennych i akcji wydawanych w zamian za te obligacje podlega zgłoszeniu do sądu rejestrowego. Jeżeli emitentem jest spółka, która podlega obowiązkowi wpisu do Krajowego Rejestru Sądowego, wzmianka o uchwale wskazująca maksymalną wysokość podwyższenia kapitału zakładowego również podlega wpisowi do tego rejestru. Data przydziału i wydania obligacji nie może być wcześniejsza niż data wpisu. Przedmiotowa uchwała, określa w szczególności:

- 1) zakres przyznanego prawa oraz warunki jego realizacji, w tym rodzaj akcji wydawanych w zamian za obligacje;

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 /Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS

International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504

[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)

- 2) sposób przeliczenia obligacji na akcje, z tym że na każdy jeden złoty wartości nominalnej obligacji może przypadać najwyżej jeden złoty wartości nominalnej akcji;
- 3) maksymalną wysokość podwyższenia kapitału zakładowego w drodze zamiany obligacji na akcje.

Termin zamiany obligacji na akcje nie może być dłuższy niż termin wykupu obligacji. Uchwała może określić jednak krótszy termin. Emitent obligacji zamiennych jest obowiązany w warunkach emisji:

- 1) wskazać termin, w jakim zamiana będzie dopuszczalna;
- 2) wskazać sposób przeliczenia obligacji na akcje;
- 3) wskazać sposób postępowania w przypadku przekształcenia, podziału, połączenia lub likwidacji emitenta lub zmiany wartości nominalnej akcji przed dniem, w którym roszczenie do zamiany stanie się wymagalne;
- 4) zamieścić informację o obowiązku zgłoszenia przez obligatariuszy Prezesowi Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów oraz innym organom zamiaru nabywania akcji w drodze zamiany obligacji na akcje.


Przepis art. 20 projektu zawiera regulacje dotyczące obligacji uprawniających do subskrybowania akcji spółki z pierwszeństwem przed jej akcjonariuszami (obligacje z prawem pierwszeństwa). Uchwała o emisji obligacji z prawem pierwszeństwa ma określać liczbę akcji przypadających na jedną obligację oraz cenę emisyjną akcji albo sposób jej ustalenia, a także termin wygaśnięcia uprawnień obligatariuszy wynikających z przyznanego prawa pierwszeństwa.

Zgodnie z art. 25 ust. 1 UoO emitentami obligacji przychodowych mogą być:

- 1) jednostka samorządu terytorialnego lub związek tych jednostek;
- 2) Bank Gospodarstwa Krajowego;
- 3) Krajowy Fundusz Kapitałowy S.A. w celu realizacji przedmiotu działalności, o którym mowa w art. 5 ustawy z dnia 4 marca 2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym (Dz. U. Nr 57, poz. 491, z późn. zm.);
- 4) spółka akcyjna albo spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, w której Skarb Państwa, jednostka samorządu terytorialnego lub związek jednostek samorządu terytorialnego posiadają same lub wspólnie z inną jednostką samorządu terytorialnego lub innym związkiem tych jednostek akcje albo udziały w liczbie, która zapewnia im więcej niż 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub zgromadzeniu wspólników, o ile głównym przedmiotem działalności spółki jest zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej;

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 / Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS

International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504

[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)


- 5) spółka akcyjna albo spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, której głównym przedmiotem działalności jest wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej na podstawie umowy zawartej ze Skarbem Państwa, jednostką samorządu terytorialnego lub związkiem tych jednostek, o ile umowa została zawarta na okres co najmniej równy okresowi zapadalności obligacji;
- 6) spółka akcyjna, która na podstawie upoważnienia ustawowego lub koncesji albo zezwolenia będzie wykonywać 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) będąca podmiotem, o którym mowa w art. 2 pkt 1-3, spółka, z którą zawarto umowę o budowę i eksploatację albo wyłącznie eksploatację autostrady płatnej, o której mowa w art. 1a ust. 2 ustawy z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym (Dz. U. z 2012 r. poz. 931, z późn. zm.).

Uchwała o emisji obligacji przychodowych określa przedsięwzięcie, o którym mowa w art. 24 ust. 1, zwane dalej "przedsięwzięciem", sposób obliczenia przychodów z przedsięwzięcia oraz wskazuje, do jakiej części przychodów z przedsięwzięcia lub majątku przedsięwzięcia przysługuje obligatariuszom uprawnienie, o którym mowa w art. 24 ust. 1 UoO. Uchwała o emisji obligacji przychodowych może określać więcej niż jedno przedsięwzięcie. Emitent obligacji przychodowych udostępnia obligatariuszom, co najmniej na 14 dni przed każdym terminem wypłaty świadczeń z obligacji przychodowych, jednakże nie rzadziej niż raz w roku, sprawozdanie zawierające informacje o sumie przychodów z przedsięwzięcia, które wpłynęły na rachunek bankowy przeznaczony do ich gromadzenia i dokonywania wypłat, oraz o kwotach wypłaconych obligatariuszom uprawnionym z obligacji przychodowych oraz emitentowi z tego rachunku w okresie od poprzedniej wypłaty świadczeń, a także omówienie struktury przychodów z przedsięwzięcia oraz struktury kosztów ponoszonych przez emitenta w związku z przedsięwzięciem w tym okresie. Po wyemitowaniu obligacji przychodowych emitent jest obowiązany ogłosić na swojej stronie internetowej łączną wysokość zadłużenia z tytułu tych obligacji oraz wskazać przedsięwzięcie.

Przepis art. 25 ust. 4 UoO zawiera preredagowaną regulację art. 23a ust. 5 ustawy o obligacjach z 1995 roku. W szczególności dookreślony został rachunek, na który emitent będzie obowiązany przekazywać przychody z przedsięwzięcia, aby zachować zasadę prawidłowego odsyłania do przepisów. Przepis art. 25 ust. 5 u.o. stanowi powtórzenie regulacji art. 23a ust. 6 ustawy o obligacjach z 1995 r., przy czym obowiązek

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 /Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS

International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504

[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)

zamieszczenia ogłoszenia w dziennikach został zastąpiony obowiązkiem zamieszczenia takiego samego ogłoszenia na stronie internetowej emitenta. Przepis art. 25 ust. 6 UoO stanowi powtórzenie regulacji art. 23a ust. 7 ustawy o obligacjach z 1995 r. Ustanawia on zakaz zbywania lub obciążania składników majątkowych przedsięwzięcia, do przychodów, z którego obligatariuszom przysługuje. Ustawowe nałożenie tego obowiązku ma na celu ochronę interesu majątkowego obligatariuszy uprawnionych z obligacji przychodowych. Przepis art. 26 UoO stanowi powtórzenie regulacji art. 23b ustawy o obligacjach z 1995 r.. W art. 26 ust. 1 określona została jedna z gwarancji bezpieczeństwa dla inwestujących w obligacje przychodowe, tj. nakaz gromadzenia na wyodrębnionym rachunku bankowym, przeznaczonym wyłącznie do tego celu, wszystkich przychodów, co do których obligatariuszowi przyznane zostało prawo pierwszeństwa. Przepis art. 26 ust. 2 UoO ustanawia zakaz wypłaty środków z wyodrębnionego rachunku bankowego, przeznaczonego do gromadzenia przychodów, co do których obligatariuszowi przyznane zostało prawo pierwszeństwa, na cele inne niż zaspokojenie obligatariuszy. Zakaz ten stanowi jedną z gwarancji bezpieczeństwa dla inwestujących w obligacje przychodowe.


Zgodnie z treścią art. 27 ust.1 UoO środki zgromadzone na rachunku bankowym, o którym mowa w art. 25 ust. 4 u.o., są wyłączone z masy upadłości emitentów, o których mowa w art. 25 ust. 1 pkt 3-7 ustawy. Z chwilą ogłoszenia upadłości lub otwarcia likwidacji emitenta obligacji przychodowych zobowiązania z tytułu obligacji przychodowych stają się natychmiast wymagalne. W przypadku podjęcia, zgodnie z odrębnymi przepisami, decyzji o podziale jednostek samorządu terytorialnego będących emitentami obligacji przychodowych zobowiązania z tytułu obligacji przychodowych stają się natychmiast wymagalne. Zaspokojenia roszczeń posiadaczy obligacji przychodowych dokonuje się ze składników majątku przedsięwzięcia, z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami upadłego, z uwzględnieniem art. 24 ust. 3 UoO.

Analiza najnowszych badań, aktów prawnych i literatury przedmiotu, w których podjęto omówienie podjętej problematyki Zabezpieczenie obligacji.

Emitent może ustanowić zabezpieczenie wierzytelności wynikających z obligacji. Obligacje nie mogą być wydawane przed ustanowieniem zabezpieczeń przewidzianych w warunkach emisji, chyba że z warunków emisji wynika, że zabezpieczenia zostaną ustanowione po wydaniu obligacji (art. 28 ust. 1 i 2 UoO). Przepis art. 28 ust. 1 jest przepisem nowym w stosunku do ustawy z 1995 r., jednakże nie wprowadza on nowej normy prawnej. Ustawa z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 / Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS

International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504

[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)

niektórych innych ustaw (Dz. U. Nr 60, poz. 702) zliberalizowała niektóre zasady emisji i obrotu obligacjami. W szczególności w wyniku postanowień tej ustawy zniesiony został obowiązek zabezpieczania wierzytelności wynikających z obligacji. Tym samym umożliwiono emitowanie obligacji niezabezpieczonych, z których wierzytelności, w przypadku upadłości emitenta, dochodzi się na zasadach ogólnych, tj. z majątku emitenta. Powyższy stan prawny znalazł odzwierciedlenie w brzmieniu art. 5 ust. 1 pkt. 9 oraz art. 10 ust. 1 pkt. 6 ustawy o obligacjach. W ustawie zdecydowano się na wyrażenie zasady dotyczącej braku obowiązku zabezpieczenia *explicite*, w przepisie art. 28 ust. 1. Natomiast przepis art. 28 ust. 2 UoO w części stanowi powtórzenie regulacji art. 15 ustawy o obligacjach z 1995 r., zakazującej wydawania obligacji przed ustanowieniem zabezpieczeń przewidzianych w warunkach emisji. Jednocześnie uwzględniono funkcjonujące w obrocie konstrukcje zabezpieczania wierzytelności wynikających z obligacji, umożliwiając następcze ustanowienie zabezpieczeń lub dodatkowych zabezpieczeń po wydaniu obligacji. Dotyczy to sytuacji zobowiązania emitenta do ustanowienia zabezpieczenia lub dodatkowego zabezpieczenia pod wskazanymi przed emisją obligacji warunkami. Należy przy tym zaznaczyć, że określenie „wydanie obligacji” ma różne znaczenia w odniesieniu do papierów wartościowych mających postać dokumentu oraz do walorów zdematerializowanych, zapisanych w ewidencji lub zarejestrowanych w depozycie papierów wartościowych. Przez „wydanie” obligacji niemających postaci dokumentu rozumie się dokonanie odpowiedniego zapisu w ewidencji lub na rachunku papierów wartościowych.

Zgodnie z art. 29 UoO w przypadku ustanowienia zabezpieczenia innego niż hipoteka lub zastaw rejestrowy emitent może, przed rozpoczęciem emisji obligacji, zawrzeć w formie pisemnej pod rygorem nieważności umowę z administratorem zabezpieczeń, który wykonuje prawa i obowiązki wierzyciela z tytułu zabezpieczeń we własnym imieniu, lecz na rachunek obligatariuszy. Administratorem zabezpieczeń może być także bank pełniący funkcję banku-reprezentanta. Przepis art. 29 reguluje nową instytucję – agenta zabezpieczeń, który wykonuje prawa i obowiązki wierzyciela z tytułu zabezpieczeń we własnym imieniu, lecz na rachunek obligatariuszy. Zawarcie umowy z agentem zabezpieczeń pozwoli na ustanawianie zabezpieczeń przed rozpoczęciem emisji obligacji, jak również ułatwi obrót obligacjami zabezpieczonymi, eliminując potrzebę wprowadzania zmian do umów z udzielającymi zabezpieczenia w przypadku zmiany obligatariuszy.

W przypadku ustanowienia zastawu lub hipoteki jako zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji emitent jest obowiązany poddać przedmiot zastawu lub hi-

poteki wycenie przez podmiot, który posiada doświadczenie i kwalifikacje zapewniające rzetelność wyceny oraz zachowuje bezstronność i niezależność. Przepisy art. 56 ust. 3 pkt 1, 2 i 4-7 ustawy z dnia 7 maja 2009 r. o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (Dz. U. Nr 77, poz. 649, z późn. zm.) stosuje się odpowiednio do podmiotu dokonującego wyceny, członków jego organów zarządzających i nadzorujących oraz osób zatrudnionych przez ten podmiot do wykonania czynności w zakresie wyceny (art. 30 ust. 1 UoO). Emitent jest obowiązany, na żądanie osoby zainteresowanej, do nieodpłatnego dostarczenia wyceny w postaci drukowanej w miejscu przyjęcia żądania, jeżeli w warunkach emisji zamieszczony został skrót tej wyceny. W warunkach emisji emitent może zobowiązać się do okresowej aktualizacji wyceny. Aktualizacja jest udostępniana obligatariuszom w sposób, w jaki zostały udostępnione warunki emisji. Jeżeli wierzytelności wynikające z obligacji zostały zabezpieczone zastawem lub hipoteką, to emitent obligacji jest zobowiązany do poddania przedmiotu zastawu lub hipoteki wycenie.


Zgodnie z art. 31 ust. 1 UoO ustanowienie hipoteki stanowiącej zabezpieczenie wierzytelności obligatariuszy następuje na podstawie oświadczenia woli właściciela albo współwłaściciela nieruchomości, użytkownika albo współużytkownika wieczystego, uprawnionego albo współuprawnionego z tytułu spółdzielczego własnościowego prawa do lokalu lub wierzyciela hipotecznego. Wpis w księdze wieczystej powinien wskazywać w szczególności:

- 1) decyzję emitenta o emisji;
- 2) sumę, na którą ustanawia się hipotekę;
- 3) numery obligacji, w przypadku obligacji mających postać dokumentu;
- 4) wartość nominalną i maksymalną liczbę obligacji proponowanych do nabycia;
- 5) warunki wypłaty oprocentowania, jeżeli zostało przewidziane;
- 6) termin, miejsce i sposób wykupu obligacji, jeżeli został przewidziany;
- 7) oznaczenie administratora hipoteki.

Przed rozpoczęciem emisji obligacji emitent jest obowiązany zawrzeć w formie pisemnej pod rygorem nieważności umowę z administratorem hipoteki, który wykonuje prawa i obowiązki wierzyciela hipotecznego we własnym imieniu, lecz na rachunek obligatariuszy. Administratorem hipoteki może być także bank pełniący funkcję banku-reprezentanta. Do administratora hipoteki przepisy art. 80 ust. 2-5 stosuje się odpowiednio. W przypadku wygaśnięcia umowy administrator hipoteki wykonuje prawa i obowiązki wierzyciela hipotecznego do czasu zawarcia przez emitenta umowy z nowym administratorem.

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 / Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS
International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504

[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)

Przepis art. 31 ust. 2 UoO wymienia konieczne elementy wpisu w księdze wieczystej (w przypadku zabezpieczenia hipotecznego wierzytelności wynikających z obligacji). Przepis ten zasadniczo powtarza regulację zawartą w art. 7 ust. 1 „starej” ustawy o obligacjach, z tym że uchwałę lub oświadczenie emitenta o emisji obligacji (art. 7 ust. 1 pkt 1 „starej” ustawy o obligacjach) zastępuje decyzją emitenta oraz nie wymienia daty (art. 31 ust. 2 pkt 1 UoO.). Sformułowanie „oświadczenie emitenta o emisji obligacji” może być interpretowane jako oświadczenie o dojdźciu do skutku emisji przeprowadzonej na podstawie uchwały emisyjnej lub jako oświadczenie o podjęciu przez emitenta takiej uchwały. Tymczasem do emisji obligacji dochodzi na podstawie decyzji emitenta, podejmowanej zwykle przez jego organ wykonawczy. Jeżeli podjęcie uchwały emisyjnej nie zostało odrębnymi przepisami przekazane do kompetencji innego organu, zgodnie z domniemaniem kompetencji, decyzję taką podejmuje organ wykonawczy. Organami wykonawczymi prywatnych i samorządowych osób prawnych są ciała kolegialne, które podejmują decyzje w formie uchwały.

Zgodnie z art. 31 ust. 6 UoO tytułem do wykreślenia hipoteki, ustanowionej w celu zabezpieczenia wierzytelności obligatariuszy jest:


- 1) oświadczenie emitenta o niedojdźciu emisji do skutku;
- 2) oświadczenie administratora hipoteki o zmianie warunków emisji w zakresie wysokości, formy lub warunków zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji;
- 3) oświadczenie podmiotu prowadzącego ewidencję albo podmiotu prowadzącego depozyt papierów wartościowych zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi potwierdzające, że za pośrednictwem składającego oświadczenie emitent dokonał wykupu obligacji, a w przypadku obligacji mających postać dokumentu protokół umorzenia wykupionych obligacji, sporządzony przez notariusza.

Do przeniesienia obligacji zabezpieczonej hipoteką nie stosuje się przepisu art. 245 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny.

Przepis art. 31 ust. 6 UoO wskazuje tytuły, które stanowią podstawę do wykreślenia hipoteki ustanowionej w celu zabezpieczenia wierzytelności obligatariuszy. W stosunku do art. 7 ust. 2 ustawy o obligacjach z 1995 roku, przepis art. 31 ust. 6 wprowadza oświadczenie emitenta o niedojdźciu emisji do skutku oraz uchwałę zgromadzenia obligatariuszy w sprawie zmiany warunków emisji w zakresie wysokości, formy lub warunków zabezpieczeń ustanowionych na rzecz obligatariuszy oraz dostosowuje istniejący tytuł, który znajduje zastosowanie jedynie w przypadku obligacji dokumentowej, do specyfiki walorów zdematerializowanych. Przepis art. 31 ust. 7 UoO powtarza

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 /Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS

International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504

[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)


regulację art. 7 ust. 3 ustawy o obligacjach z 1995 roku. Przepis ten wyłącza stosowanie do przeniesienia obligacji zabezpieczonej hipoteką przepisu art. 245 Kodeksu cywilnego, zgodnie z którym do ustanowienia hipoteki wymagana jest umowa pomiędzy wierzycielem a właścicielem nieruchomości oraz wpis do księgi wieczystej. W efekcie do przejścia uprawnień z tytułu hipoteki na nabywcę obligacji nie jest wymagana dodatkowa umowa pomiędzy nabywcą i zbywcą obligacji.

Zalety finansowania z wykorzystaniem obligacji komunalnych (Raport wprowadzający: Emisja obligacji przychodowych jako sposób na pozyskanie finansowania inwestycji samorządowych, Hogan Lovells LPP, s. 6-8). Obligacje przychodowe mogą być skutecznym sposobem pozyskiwania finansowania dla wieloletnich projektów związanych z infrastrukturą (sieci wodno-kanalizacyjne, transport publiczny, czy telekomunikacja. O atrakcyjności tego instrumentu przesądzają następujące czynniki (Raport wprowadzający: Emisja obligacji przychodowych jako sposób na pozyskanie finansowania inwestycji samorządowych, Hogan Lovells LPP, s. 19-20):

- 1) Możliwość elastycznego dostosowywania emisji obligacji przychodowych do potrzeb emitenta oraz terminów ich spłat. Emisja obligacji przychodowych pozwala na zaciągnięcie długoterminowych zobowiązań, z okresem spłaty nawet do 25 lat. W ten sposób obligacje przychodowe stają się idealnym instrumentem finansowania inwestycji o długim okresie zwrotu, które nie są nastawione wyłącznie na generowanie zysku. Emitent ma wpływ na ustalenie wielu parametrów emisji.
- 2) Wysoki stopień zaufania banków w stosunku do finansowania inwestycji w drodze emisji obligacji przychodowych oraz postrzeganie przedsięwzięć finansowanych z obligacji przychodowych jako projektów o niskim ryzyku kredytowym z uwagi na zaangażowanie w nie jednostek samorządu terytorialnego, jak również świadczone w ramach finansowanego przedsięwzięcia usługi, charakteryzują się dużą przewidywalnością przychodów i kosztów oraz zdecydowanie niskim ryzykiem niepowodzenia – te czynniki decydują o tym, że obligacje, w szczególności obligacje przychodowe, są tańsze niż inne dostępne formy zadłużania się.
- 3) Realizowane projekty, z uwagi na zapewniony publiczny popyt, najczęściej będą się charakteryzować wysoką stabilnością osiąganych przychodów, co również decyduje o niewielkim ryzyku kredytowym, a zarazem o niewielkich kosztach (w porównaniu do innych form finansowania) tego instrumentu dłużnego.
- 4) Obligacje przychodowe zazwyczaj są niżej oprocentowane niż kredyty, a odsetki są spłacane zazwyczaj raz do roku.

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 / Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS

International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504

[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)


- 5) Brak jest konieczności gwarantowania spłaty środków uzyskanych z emisji obligacji przychodowych przez budżety jednostek samorządu terytorialnego, co powoduje, że dane zobowiązanie pozostaje bez wpływu na wysokość długu publicznego.
- 6) Mniej sformalizowana procedura emisji obligacji przychodowych w porównaniu do procedury ubiegania się o kredyt. Zgodnie z art. 4 ust. 3 lit. j ustawy Prawo zamówień publicznych, ustawy tej nie stosuje się do zamówień publicznych, których przedmiotem są „usługi finansowe związane z emisją, sprzedażą, kupnem lub transferem papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych, w szczególności związane z transakcjami mającymi na celu uzyskanie dla zamawiającego środków pieniężnych lub kapitału”. Stanowi to o atrakcyjności obligacji w ogóle, nie tylko obligacji przychodowych. Pozwala to na skrócenie czasu wyboru podmiotu finansującego, zachowanie pełnej kontroli nad realizacją projektu i dotrzymanie wymaganych terminów w projekcie inwestycyjnym.
- 7) Specyfika instrumentu finansowania jakim jest obligacja przychodowa pozwala na przesunięcie ciężaru wykonania pewnych czynności, jakie zazwyczaj leżą po stronie finansowanego, na podmiot finansujący. Taką rolę spełnia agent emisji, którym zazwyczaj jest bank obejmujący obligacje.
- 8) Promocja nazwy emitenta i finansowanego przedsięwzięcia na runku lokalnym i krajowym, co może stanowić istotny czynnik wzrostu zaufania innych inwestorów i potencjalnych kontrahentów.
- 9) Atrakcyjność dla obligatariuszy - powszechnie uznana wiarygodność emitenta, gwarantowany popyt na świadczone usługi, długoterminowość, specjalna ochrona obligatariuszy (pierwszeństwo zaspokojenia, wyłączenie z masy upadłości).
- 10) Procedura przygotowania emisji obligacji przychodowych jest mniej sformalizowana oraz krótsza od procedury aplikowania o kredyt.
- 11) Obligacje komunalne mają formę zdematerializowaną i są przechowywane przez depozytariusza (zazwyczaj bank lub dom maklerski pełniący jednocześnie funkcję agenta emisji) jako zapis komputerowo – księgowy (Obligacje komunalne, materiał informacyjny, LEMA Finance Sp.z o.o., 2013, s. 2).

Cele i metody badawcze podjęte w analizie tematu

Badania w naukach społecznych, są inspirowane przez liczne i różnorodne potrzeby. Z tego względu istniejące potrzeby zredukujemy do dwóch zasadniczych typów, którym odpowiadają określone typy badań. Pierwszy z nich łączy się z potrzebami o charakterze teoretycznym lub poznawczym, czyli obejmuje wszystkie te potrzeby, jakie

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 /Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS

International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504


[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)

wiążą się z rozwojem danej nauki. Drugi łączymy z różnorodnymi potrzebami praktyki. Koncentrując uwagę na wspomnianych typach potrzeb możemy wskazać na odpowiadające im typy badań. Na tej zasadzie wyróżniamy, więc badania: poznawcze, nazywane niekiedy badaniami podstawowymi, obejmujące problemy metodologiczne, problemy związane z dalszymi uogólnieniami dotychczasowych osiągnięć poznawczych itp. problemy ważne dla rozwoju każdej nauki oraz dla potrzeb praktyki, związane z istniejącymi możliwościami zastosowań osiągnięć danej nauki, sprawdzające wycinkowo prawdziwość jej ustaleń i ukazujące nowe problemy badawcze. Rezultatem badań poznawczych są nowe twierdzenia lub teorie. Natomiast rezultatem badań dla potrzeb praktyki są ustalenia czy, i o ile istniejące twierdzenia i teorie są przydatne do rozwiązywania konkretnych problemów, jakie pojawiają się w funkcjonowaniu systemu kształcenia ustawicznego w Polsce. Inaczej mówiąc służą one uściśleniu oraz fragmentarycznej weryfikacji istniejących twierdzeń i teorii. Oczywiście, oba typy badań współokreślają rozwój każdej nauki, potwierdzając tym samym słuszność postulatu metodologicznego, głoszącego jedność teorii i praktyki w procesie badawczym pomimo istniejących między nimi różnic. Przystępując do konstrukcji takiego planu badań trzeba sobie uświadomić, że badania w naukach społecznych nie powinny być podejmowane tylko wyłącznie wtedy, gdy istnieje określony problem społeczny, z jakim trzeba się koniecznie rozprawić. Inaczej mówiąc: badania te nie powinny wynikać tylko z motywacji utylitarnej czy pragmatystycznej. Bardzo często zdarza się bowiem, że aby dany problem społeczny można było dojrzeć, trzeba wcześniej osiągnąć wiedzę o określonych zjawiskach społecznych na podstawie właśnie przeprowadzonych badań. Dla rozwoju nauki przydatne są więc także badania podejmowane z motywów czysto poznawczych, na co wskazywaliśmy wcześniej. Do podjęcia badań wystarczy, zatem zarówno motywacja poznawcza jak i praktyczna. Zawężania badań do sfery problemów ważnych tylko dla praktyki ogranicza w konsekwencji rozwój danej dyscypliny naukowej. Stąd też obok badań nad problemami stosowanymi w praktyce są również konieczne badania nad problemami podstawowymi w danej nauce.

Głównym celem pracy jest przedstawienie ewolucji danin publicznych na przykładzie podatków majątkowych. Dodatkowym celem pracy jest przedstawienie rynkowych reakcji podatników na opodatkowanie z uwzględnieniem zasady sprawiedliwości opodatkowania. Jako główną metodę badawczą zastosowano indukcję. Polega ona na wyprowadzeniu ogólnych wniosków czy też ustaleniu prawidłowości na podstawie analizy empirycznie stwierdzonych zjawisk i procesów. Jest to typ wnioskowania na podstawie szczegółów o właściwościach ogólnych zjawiska czy przedmiotu. Stosowanie tej metody wymaga przyjęcia założenia, że tylko fakty

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 / Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS

International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504

[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)

mogą stanowić podstawę naukowego wnioskowania. Faktami tymi są realnie istniałe sytuacje (społeczne, prawne, czy organizacyjne). Do metod indukcyjnych należą różnego rodzaju analizy, ekspertyzy, dane statystyczne oraz dokumenty naukowe stosowane w badaniach społecznych. Ponadto w pracy skorzystano z dwóch ogólnych metod badawczych, tj. metod analitycznych i syntetycznych, charakteryzujących się szczególnym ujmowaniem badania rzeczywistości. Analiza traktuje rzeczywistość, jako zbiorowisko pojedynczych, szczególnych cech i zdarzeń. Postępowanie według tej metody badawczej polega na rozłożeniu przedmiotu badań na części i na badaniu każdej z nich osobno lub na wykryciu składników tego przedmiotu. Ujemną cechą metody analitycznej jest nadmierne eksponowanie szczegółów, powodujące nieraz tracenie z pola widzenia całości przedmiotu badań. Utrudnia to pełne i obiektywne poznanie rzeczywistości, będącej, co prawda zbiorowiskiem niezależnych elementów cząstkowych, zarazem jednak zespołem części ściśle związanych z sobą w ograniczoną całość. Metody badawcze zastosowane w pracy to: analiza porównawcza, analiza funkcjonalna oraz metoda badań w ujęciu dynamicznym.

Prezentacja przeprowadzonej analizy. Dyskusja

Schemat postępowania administracji publicznej w procesie pozyskania kapitału w drodze emisji obligacji (Raport wprowadzający: Emisja obligacji przychodowych, jako sposób na pozyskanie finansowania inwestycji samorządowych, Hogan Lovells LLP, s. 7-9):

1) Etap wstępny – wybór agenta emisji


Jednym z możliwych do przyjęcia modeli finansowania jest model polegający na objęciu przez bank-gwaranta emisji 100% wyemitowanych obligacji, co daje emitentowi pewność, że wyemitowane przez niego obligacje pokryją wszystkie potrzeby emitenta związane z realizacją danego przedsięwzięcia (do maksymalnej kwoty emisji, wcześniej z bankiem uzgodnionej). Bank ponadto pełni w tego rodzaju przedsięwzięciach rolę agenta emisji, w szczególności obsługuje rynek wtórny oraz zajmuje się bieżącą współpracą z obligatariuszami obligacji.

2) Etap I – opracowanie programu emisji

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

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 /Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS

International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504

[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)

3) Etap II – przygotowanie dokumentacji emisyjnej

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

4) Etap III – zgody korporacyjne

Kolejny etap rozpoczyna podjęcie uchwały o emisji obligacji. Struktura transakcji zostaje odzwierciedlona w uchwale właściwego organu przyszłego emitenta. Uchwała o emisji obligacji przychodowych powinna określać następujące parametry emisji:

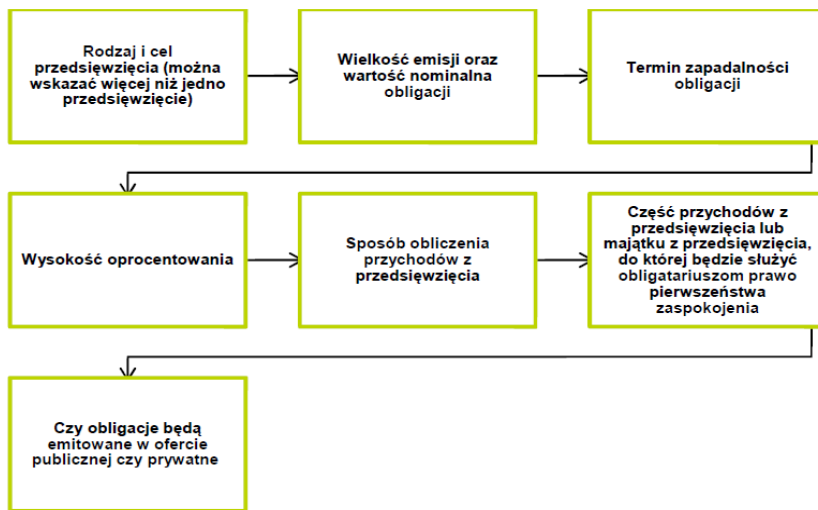
Prawną podstawę emisji obligacji przychodowych stanowi uchwała organu emitenta o emisji obligacji przychodowych. W przypadku obligacji przychodowych emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego będzie to uchwała rady gminy. Dla emitentów będących jednostkami samorządu terytorialnego obligatoryjnym zakończeniem tego etapu będzie wystąpienie w trybie art. 91 ust. 2 u.f.p. do Regionalnej Izby Obrachunkowej z wnioskiem o wydanie opinii o możliwości wykupu papierów wartościowych przez daną jednostkę samorządową. Opinia RIO jest wydawana po sprawdzeniu, czy w budżecie danej jednostki samorządu na lata następne znajdują się środki na wydatki w postaci wykupu zaciągniętego długu. Należy pamiętać, iż podstawą emisji obligacji przychodowych przez związki jednostek samorządowych jest uchwała zgromadzenia związku międzygminnego (art. 69 ust. 2 ustawy o samorządzie gminnym) lub zgromadzenia związku powiatów bądź związku utworzonego przez miasto na prawach powiatu z gminami (art. 74 ustawy o samorządzie powiatowym).

5) Etap IV – uzyskanie ratingu (opcjonalnie)

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

6) Etap V – Podpisanie dokumentacji emisyjnej

Rys.1. Schemat postępowania administracji publicznej w procesie pozyskania kapitału w drodze emisji obligacji



Źródło: Raport wprowadzający: Emisja obligacji przychodowych jako sposób na pozyskanie finansowania inwestycji samorządowych, Hogan Lovells LPP, Warszawa, s. 7.

7) Etap VI – Spełnienie warunków zawieszających

Na warunkach wskazanych w umowie emisyjnej, bank występujący jako gwarant emisji zobowiązany jest nabyć emitowane przez emitenta obligacje. Aby to mogło jednak nastąpić, konieczne jest spełnienie (analogicznie jak w przypadku kredytu, czy obligacji tzw. "zwykłych") warunków zawieszających emisję. Enumeratywna lista tych warunków znajduje się zawsze w umowie emisyjnej i jest zazwyczaj znana od początku prac nad transakcją.

8) Etap VII – Emisja obligacji.

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

Przeciwdziałaniu zadłużaniu się j.s.t. nie sprzyjają konstrukcje wskaźników określonych w art. 242 i 243 ust.1 u.f.p (Informacja o wynikach kontroli NIK nr LBI-4101-025/2014, s. 27). Konstrukcja przepisu art. 242 u.f.p.(zgodnie z art. 242 u.f.p., organ stanowiący j.s.t. nie może uchwalić budżetu, w którym planowane wydatki bieżące są wyższe niż planowane dochody bieżące powiększone o nadwyżkę budżetową z lat

ubiegłych i wolne środki) przełamuje zasadę nieangażowania środków pozyskiwanych z tytułów dłużnych do finansowania wydatków bieżących budżetu jednostki. Zakłada ona bowiem bilansowanie części operacyjnej budżetu nierozliczonymi wolnymi środkami (kredytami, pożyczkami, papierami wartościowymi z lat ubiegłych). Staje się to przesłanką do kumulowania przez j.s.t. wolnych środków, w tym zaciągania zobowiązań dłużnych ponad potrzeby pożyczkowe budżetu. W praktyce samorządy świadomie zawyżały planowane wydatki budżetowe, w celu powstania „sztucznego deficytu”, na sfinansowanie którego w końcu roku budżetowego zacięgały zobowiązania. Uzyskiwano w ten sposób wolne środki, które pozwalały na spełnienie wymogu określonego w art. 242 u.f.p. Skutkowało to jednak zwiększeniem długu i koniecznością poniesienia kosztów jego obsługi. Wylczenie indywidualnego limitu zadłużenia określonego w art. 243 u.f.p., opiera się m.in. o planowane wielkości z roku poprzedzającego rok, na który obliczany jest wskaźnik. Sposobem na uzyskanie spełnienia ustawowego wymogu stało się więc ustalanie w planach zawyżonych (nierealistycznych) dochodów, w szczególności majątkowych. W celu doprowadzenia do spełnienia relacji określonej w art. 243 ust. 1 u.f.p., powszechną praktyką stało się przenoszenie istotnych kwot obciążeń na kolejne lata (np. poprzez tzw. „rolowanie długu” lub emisję obligacji). Obniżało to bieżącą wielkość obciążenia, lecz jednocześnie wiązało się ze zwiększonymi kosztami obsługi długu w latach następnych (Informacja o wynikach kontroli NIK nr LBI-4101-025/2014, s. 28-29). Konstrukcja art. 243 u.f.p., który zakłada ustalenie poziomu maksymalnego wskaźnika długu na podstawie tzw. wskaźnika jednorocznego (relacji dochodów bieżących, wydatków bieżących i dochodów ze sprzedaży majątku do dochodów ogółem budżetu) z trzech poprzednich lat, nie przewiduje niestandardowych sytuacji. Zgodnie z art. 243a ustawy z 27 sierpnia 2009 o finansach publicznych (Dz. U. z 2013 r., poz. 885 ze zm., dalej: u.f.p.) przy ustalaniu ograniczeń zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego nie uwzględnia się środków pochodzących z przedsięwzięcia i zaewidencjonowanych na wydzielonym rachunku bankowym, ani też świadczeń emitenta należnych obligatariuszom uprawnionym z obligacji przychodowych. Z kolei zgodnie z indywidualnym wskaźnikiem zadłużenia, ustalonym w art. 243 ust. 1 u.f.p., w danym roku budżetowym wartość spłaty zobowiązań wraz z kosztami ich obsługi w odniesieniu do dochodów budżetu j.s.t. nie może przekroczyć średniej z obliczonych dla ostatnich trzech lat relacji dochodów bieżących, powiększonych o dochody ze sprzedaży majątku oraz pomniejszonych o wydatki bieżące, do dochodów ogółem. Wadą przepisu jest liczenie relacji w ostatnim roku do planowanej wielkości dochodów za trzy kwartały, co pozwala na sztuczne zawyżanie planu dochodów, głównie o trudne do zweryfikowania przyszłe dochody majątkowe

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 / Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska



This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS

International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504


[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)

tylko w celu spełnienia wymogów prawa. Przepis ten sprzyja też przesuwaniu okresów spłaty długów na lata następne tylko w celu zachowania relacji w nim określonej, co z kolei zwiększa koszty obsługi długu. W wyroku WSA w Lublinie (Wyrok WSA w Lublinie z 23 lipca 2014 r., sygn. akt. III SA//Lu 622/14), co prawda wydanym pod rządami ustawy o obligacjach z 1995 roku, sąd stwierdził, iż kwalifikacja obligacji, jako obligacji przychodowych warunkuje skorzystanie z możliwości nieuwzględniania ww. środków i świadczeń przy ustalaniu ograniczeń zadłużania jednostek samorządu terytorialnego, nie jest zależna od tego, czy emitent odpowiada wobec obligatariuszy za zobowiązania całym majątkiem czy też jego odpowiedzialność jest ograniczona do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszom przysługuje prawo pierwszeństwa w zaspokojeniu. Jak zauważył WSA, z całości unormowania dotyczącego obligacji przychodowych wyprowadzić należy wniosek, że ograniczenie odpowiedzialności emitenta za zobowiązania wynikające z obligacji jest tylko uprawnieniem emitenta, co oznacza, że ograniczenie odpowiedzialności nie jest cechą obligacji przychodowych. Emisja obligacji przychodowych ma na celu realizację określonego przedsięwzięcia lub kilku przedsięwzięć, związanych z rozwojem infrastruktury komunalnej. Środki uzyskane z emisji obligacji przychodowych służą bowiem realizacji różnych przedsięwzięć z zakresu lokalnej infrastruktury technicznej i społecznej oraz restrukturyzacji tej infrastruktury.

Cechą charakterystyczną obligacji przychodowych jest możliwość przyznania obligatariuszowi prawa do zaspokojenia jego roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta z całości albo z części przychodów lub z całości albo części majątku przedsięwzięć sfinansowanych ze środków uzyskanych z ich emisji lub z całości albo z części przychodów z innych przedsięwzięć określonych przez emitenta. Jednocześnie emitent może w treści obligacji przychodowych ograniczyć swoją odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z tych obligacji do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszowi służy prawo pierwszeństwa w zaspokojeniu jego roszczeń przed innymi wierzycielami emitenta. Uregulowanie to nie zmienia jednak ogólnych zasad odpowiedzialności emitentów obligacji przychodowych. Emitenci obligacji przychodowych tak jak emitenci innych obligacji odpowiadają, bowiem całym swoim majątkiem za zobowiązania wynikające z tych obligacji. Emitenci obligacji przychodowych uzyskali jednak uprawnienie (a nie obowiązek) wprowadzenia w treści obligacji ograniczenia swojej odpowiedzialności za zobowiązania wynikające z tych obligacji do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszom służą prawa pierwszeństwa (Por. Ireneusz Weiss w: "System prawa prywatnego. Tom 19. Prawo papierów wartościowych.

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 /Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS

International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504

[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)


Pod redakcją Andrzeja Szumańskiego.", Wydawnictwo C.H.Beck, Instytut Nauk Prawnych PAN, Warszawa 2006, s. 375 oraz 382 i 445.). Przychodów z przedsięwzięcia finansowanego z emisji tych obligacji oraz świadczeń emitenta należnych obligatariuszom od emitenta tych obligacji w wykonaniu wynikających z nich zobowiązań nie uwzględnia się przy ustalaniu ograniczeń dotyczących zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego. Należy podkreślić, że powyższe uregulowanie jest zachętą dla emitowania obligacji przychodowych przez jednostki samorządu terytorialnego. Niewątpliwie jest to uregulowanie bardzo korzystne dla tych jednostek. Powołany przepis nie może jednak stanowić podstawy do uznania za obligacje przychodowe tylko tych obligacji, które zawierają ograniczenie odpowiedzialności. Kwestia zasad odpowiedzialności emitenta obligacji przychodowych za zobowiązania wynikające z obligacji uregulowana jest bowiem w ustawie o obligacjach i nie mogą jej modyfikować przepisy ustawy o finansach publicznych dotyczące sposobu obliczania wysokości dopuszczalnego zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego.

Wnioski

W 2000 r. uchwalono nowelizację UoO., która została wprowadzona z uwagi na fakt, że rozwiązania obowiązujące przed nowelizacją były oceniane, jako zbyt restrykcyjne i utrudniające rozwój rynku obligacji w Polsce. Główne zmiany obejmowały wprowadzenie rozszerzanego katalogu podmiotów mogących emitować obligacje; liberalizację zasad ich emisji; rezygnację z zamkniętego katalogu zabezpieczeń; wprowadzenie obligacji przychodowych. Uruchomienie rynku obrotu obligacjami Catalyst uwidoczniło braki i wady ustawy o obligacjach z 1995 r., jako aktu nieprzystającego do szybko zmieniającego się rynku kapitałowego. W 2014 r. rozpoczęto prace nad uchwaleniem nowego aktu regulującego procesy emisyjne obligacji. Nowy akt stanowi ewolucję w przepisach, dlatego też przeważająca część rozwiązań UoO oparta jest na przepisach ustawy z 1995. Z tego też powodu, wypracowane dotychczas stanowiska przedstawicieli doktryny i judykatury są aktualne również przy dokonywaniu wykładni przepisów nowej ustawy o obligacjach. W porównaniu do ustawy z 1995 r. nowa ustawa jest aktem bardziej przejrzystym. Ustawa zawiera większość przepisów starej ustawy jednak ustawodawca zdecydował się na zmianę jej systematyki wprowadzając podział na rozdziały. Jednocześnie część postanowień starej ustawy została zmieniona odpowiadając na podnoszone głosy praktyki i doktryny. Wprowadzono jednocześnie postulowaną przez doktrynę i praktykę instytucję zgromadzenia obligatariuszy co, z jednej strony, ułatwi zmianę warunków emisji, a przede wszystkim w sposób

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 / Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS
International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504


[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)

wyraźny przesądza o możliwości zmiany warunków emisji obligacji po ich wyemitowaniu. Celem zmian wprowadzonych w nowej ustawie o obligacjach jest niewątpliwe chęć wsparcia rynku długoterminowych nieskarbowych (czyli korporacyjnych) papierów dłużnych (obligacje emitowane przede wszystkim przez banki, przedsiębiorstwa niefinansowe oraz samorządy). Zgodnie z uzasadnieniem zawartym w założeniach chodziło o doprowadzenie do sytuacji, w której ich emisja będzie pełnić istotną i uzupełniającą, w stosunku do kredytów bankowych, rolę źródła pozyskania kapitału. Przedstawione rozwiązania zakładają zwiększenie pewności i bezpieczeństwa obrotu przez jednoznaczne rozstrzyganie wątpliwości dotyczących niektórych obowiązujących przepisów, aby uczestnicy rynku mieli pewność, że prawidłowo z nich korzystają. Jednostki samorządu terytorialnego mogły do tej pory emitować obligacje przychodowe, czyli uprawniające obligatariusza do zaspokojenia roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta, ale nie korzystały z tego przywileju zbyt często, m.in. z uwagi na wąski krąg podmiotów, które mogły przeprowadzać tego typu emisje. Nowa ustawa rozszerza krąg podmiotów, które mogą wyemitować tego typu obligacje, m.in. o spółki utworzone przez kilka sąsiadujących ze sobą jednostek samorządu terytorialnego w celu sfinansowania wspólnej inwestycji. Poza tym nowe przepisy usuwają wątpliwości, co do zakresu odpowiedzialności emitenta, wskazując, że mogą istnieć obligacje przychodowe, za które emitent przyjął odpowiedzialność całym swoim majątkiem. Ustawa o obligacjach zmienia także sytuację przedsiębiorców, którzy otrzymają do dyspozycji narzędzia, pozwalające dokonywać im zmian w warunkach emisji. W obecnym stanie prawnym, aby zmienić warunki emisji obligacji, potrzebna jest zgoda zgromadzenia obligatariuszy lub jednobrzmiące porozumienia zawarte przez emitenta z każdym z obligatariuszy. Bankom ustawa o obligacjach daje wprost możliwość emitowania dwóch nowych rodzajów obligacji: wieczystych i podporządkowanych.

Największe potrzeby finansowania występują w sektorach wodnokanalizacyjnym, gospodarowania odpadami, budownictwa społecznego, ciepłownictwie oraz w transporcie publicznym i inwestycjach w służbie zdrowia. Szczególnie we wskazanych wyżej sektorach, obligacje przychodowe mogą znaleźć zastosowanie jako sposób finansowania, dający możliwość spłaty zobowiązań w długim terminie. Instrument ten może być z powodzeniem wykorzystywany również dla finansowania inwestycji współfinansowanych ze środków pochodzących z Unii Europejskiej (zwłaszcza Program Operacyjny Infrastruktura i Środowisko). Istnieje również możliwość wykorzystania dopłat do obligacji z NFOŚiGW, na zasadach podobnych, jak dopłaty do kredytu. Emisja

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 /Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS

International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504

[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)

obligacji przychodowych niesie ze sobą wiele korzyści, umożliwiając emitentowi m.in.:

- 1) łatwiejsze pozyskanie kapitału ze względu na wielu pożyczkodawców;
- 2) uzyskanie ratingu, który wyraża zdolność emitenta do dokonywania terminowej obsługi zobowiązań płatniczych zaciąganych w trakcie trwania transakcji. Uzyskanie ratingu na poziomie przynajmniej inwestycyjnym, jest podstawą powodzenia transakcji. Rating stanowi dla inwestorów punkt odniesienia w porównywaniu jakości emitentów; elastyczność finansowania w zakresie kwot i terminów poszczególnych emisji;
- 3) efektywną spłatę kapitału, poprzez określenie struktury emisji o różnych terminach zapadalności; samodzielne określenie sposobu oprocentowania oraz zasad jego ustalania;
- 4) ustalenie częstotliwości wypłaty odsetek (w praktyce są to okresy roczne, półroczne lub kwartalne); wybór trybu subskrypcji (publiczna lub zamknięta);
- 5) promocję i kreowanie wizerunku emitenta, (emisja postrzegana jest często jako potwierdzenie operatywności władz samorządowych). Ponadto przejrzystość procesu emisyjnego stanowi także okazję do zaprezentowania szerokiego gremium osiągnięć i planów rozwojowych emitenta.


Istotnym argumentem przemawiającym za emisją obligacji przychodowych jest fakt, iż środków finansowych uzyskanych z emisji obligacji przychodowych nie uwzględnia się przy ustalaniu budżetów jednostek samorządu terytorialnego zgodnie z art. 243 u.f.p

Literatura przedmiotu:

1. BITNER, M., (2001). Obligacje przychodowe, *Prawo Papierów Wartościowych*, Nr 5.
2. DRUK SEJMOWY nr 2735, uzasadnienie do rządowego projektu ustawy o obligacjach.
3. Informacja o wynikach kontroli NIK nr LBI-4101-025/2014, „Wykonywanie zadań regionalnych izb obrachunkowych w zakresie przeciwdziałania zagrożeniom wynikającym z nadmiernego zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego”, NIK, Warszawa 2014. www.nik.gov.pl (data odczytu: 20.11.2015 r.).
4. OBLIGACJE KOMUNALNE W POLSCE, Zeszyty BRE Bank – CASE, nr 84/2006.
5. OBLIGACJE KOMUNALNE, materiał informacyjny, LEMA Finance Sp.z o.o., Bestwina 2013
6. RAPORT wprowadzający: Emisja obligacji przychodowych jako sposób na pozyskanie finansowania inwestycji samorządowych, Hogan Lovells LPP, Warszawa 2014.

ISSN 2543-7097 / E-ISSN 2544-9478

© 2019 / Published by: Międzynarodowy Instytut Innowacji Nauka-Edukacja-Rozwój w Warszawie, Polska

 This is an open access article

under the CC BY-NC license (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>)

Szafarczyk A., Wołowicz T., (2019). INCOME BONDS
International Journal of Legal Studies, 2(6)2019: 477 - 504

[DOI: 10.5604/01.3001.0013.7430](https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.7430)

7. SPYRA, M.,(2001). *Obligacje przychodowe jako szczególnie bezpiecznie wierzytelności*, PPW, nr 8/2001.
8. WEISS, I., (2006). *System prawa prywatnego*. Tom 19. *Prawo papierów wartościowych*, (red.) A. Szumański, CH Beck, Instytut Nauk Prawnych PAN, Warszawa.
9. WIERZBOWSKI, M., (red.), (2019). *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, CH Beck, Warszawa 2019
10. WOŹNIAK, R. P., (2015). *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, CH Beck, Warszawa.
11. *Wykonywanie zadań regionalnych izb obrachunkowych w zakresie przeciwdziałania zagrożeniom wynikającym z nadmiernego zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego*, Wyniki kontroli nr 18/2015/14/066/LBI, Najwyższa Izba Kontroli, Warszawa 2014.

Źródła prawa:

1. USTAWA z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz. U. 1995 nr 83 poz. 420).
2. USTAWA z 27 sierpnia 2009 o finansach publicznych (Dz. U. z 2013 r., poz. 885 ze zm).
3. USTAWA z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2014 r. poz. 94, z późn. zm.).
4. USTAWA z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2013 r. poz. 1382).
5. USTAWA z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (Dz. U. z 2014 r. poz. 121, z późn. zm.).
6. USTAWA z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze (Dz. U. z 2012 r. poz. 1112, z późn. zm.)
7. WYROK WSA w Lublinie z 23 lipca 2014 r., sygn. akt. III SA/Lu 622/14.