

## WYBRANE ASPEKTY PRAWNE PROCESU EMISJI OBLIGACJI W POLSCE

Jednostki samorządu terytorialnego posiadają zdolność emitowania obligacji (zdolność obligacyjną), przyznaną w art. 48 ust. 1 ustawy o finansach publicznych, skonkretyzowaną w odpowiednich przepisach ustaw o samorządzie gminnym, powiatowym i województwa i potwierdzoną w art. 2 pkt. 2 ustawy o obligacjach. W ostatnich latach emisje obligacji przez gminy i powiaty stały się ze względu na swoje zalety w porównaniu do kredytu komercyjnego popularnym sposobem pozyskiwania środków na inwestycje samorządowe. Już ponad sto gmin i powiatów przeprowadziło emisje obligacji, w lipcu i sierpniu tego roku pierwsze serie swych obligacji wyemituje (jako pierwsze województwo w Polsce) Województwo Wielkopolskie.

W procesie przygotowania emisji obligacji komunalnych, powiatowych czy wojewódzkich kluczową rolę odgrywają dwie uchwały: uchwała rady gminy (powiatu lub sejmiku) w sprawie emisji obligacji oraz uchwała składu orzekającego RIO w sprawie wydania opinii o możliwości wykupu obligacji. Obydwa akty są niezbędne w procesie emisji, przy czym obligatoryjność uchwały w sprawie emisji wynika wprost z przepisów, natomiast konieczność uzyskania opinii RIO wynika z ugruntowanej praktyki dotychczasowych emisji obligacji.

Przytoczone na wstępie przepisy stanowią podstawę prawną emisji obligacji przez j.s.t. w ogólności. Natomiast podstawę prawną konkretnej emisji będzie stanowiła zawsze uchwała rady gminy, powiatu lub sejmiku województwa, gdyż art. 18 ust. 2 pkt. 9 lit. b ustawy o samorządzie gminnym, art. 12 pkt. 8 lit. b ustawy o samorządzie powiatowym i art. 18 pkt. 19 lit. b ustawy o samorządzie województwa tym właśnie organom przyznają wyłączną kompetencję do podejmowania decyzji o emisji obligacji.

Jednakże zanim dojdzie do podjęcia, na podstawie wyżej przytoczonych przepisów, uchwały w sprawie emisji obligacji, rada gminy (powiatu) podejmuje zwykle uchwałę upoważniającą zarząd do przeprowadzenia prac przygotowujących emisję obligacji. Taka uchwała nie jest wymagana przez żaden konkretny przepis i nie stanowi koniecznego elementu procesu emisyjnego, jednakże w praktyce jest stosowana. Może być ona podjęta z inicjatywy radnych - i wtedy nie tyle upoważnia zarząd, co wręcz go zobowiązuje do przeprowadzenia prac przygotowawczych, bądź też z inicjatywą może wystąpić zarząd. Dla zarządu podjęcie takiej uchwały "intencyjnej" będzie stanowiło swoistą gwarancję, iż jego prace przygotowujące emisję nie zostaną uznane za niepotrzebne i że po ich zakończeniu - w sytuacji, gdy emisja zostanie uznana za możliwą - rada podejmie uchwałę "ostateczną" - czyli uchwałę w sprawie emisji obligacji. Rada może podjąć wspomnianą uchwałę intencyjną na podstawie ogólnego przepisu mówiącego, że do kompetencji rady należy stanowienie o kierunkach działania zarządu.

Należy podkreślić, iż taka uchwała "intencyjna" nie pociąga za sobą żadnego zobowiązania finansowego i nie podlega badaniu przez Regionalną Izbę Obrachunkową. Jak każdą uchwałę rady przewodniczący zarządu jest obowiązany przesłać ją wojewodzie (art. 90 u.s.g., art. 78 u.s.p., art. 81 u.s.w.), który może ją unieważnić w wypadku jej sprzeczności z prawem. Jednak trudno wyobrazić sobie powody unieważnienia takiej - przecież wyłącznie intencyjnej - uchwały. Możliwe byłoby to np. wtedy, gdyby rada zobligowała zarząd do podpisania umowy z konkretnym bankiem - agentem emisji, wybranym bez zachowania przepisów ustawy o zamówieniach publicznych.

Prace przygotowawcze - czyli przede wszystkim analizy finansowe - przeprowadzane są prawie zawsze z pomocą wyspecjalizowanych firm doradczych, gdyż to właśnie od starannego i rzetelnego przeanalizowania sytuacji finansowej gminy i od precyzyjnego dostosowania kształtu emisji do możliwości i potrzeb konkretnej jednostki samorządu terytorialnego zależy powodzenie całego przedsięwzięcia.

W wyniku analiz finansowych powinno dojść do ustalenia podstawowych parametrów kształtujących cały program emisji obligacji komunalnych - kwoty, terminu wykupu, oprocentowania, celu, podziału na transze i serie. Powinny zostać one zaprezentowane radnym, na przykład wraz z analizą określającą możliwości emisji obligacji, tak aby podejmując uchwałę w sprawie emisji byli oni przekonani co do słuszności przyjętych założeń.

Uchwała w sprawie emisji obligacji stanowi formalny początek i podstawę prawną procedury uruchamiania emisji obligacji komunalnych, jednak należy podkreślić, że sama przez się nie kreuje zobowiązania. Jednostka samorządu terytorialnego staje się podmiotem stosunku zobowiązaniowego wynikającego z emisji obligacji w zasadzie dopiero w momencie nabycia obligacji przez obligatariuszy.

Uchwała powinna zawierać podstawowe elementy charakteryzujące emisję obligacji:

- wielkość emisji,
- określenie wartości nominalnej obligacji,
- termin i warunki wykupu obligacji,
- warunki dotyczące wysokości oprocentowania,
- informację o zabezpieczeniu obligacji lub jego braku,
- określenie celu emisji,
- określenie trybu emisji,
- wskazanie źródła dochodów, z których zostaną spełnione świadczenia wynikające z emisji,

W praktyce jednostki samorządu terytorialnego nie emitują całej potrzebnej kwoty na raz, lecz dzielą ją na transze (emitowane w poszczególnych latach: np. 5 mln PLN w dwóch transzach: 2,5 mln PLN w 2001 r. i 2,5 mln w 2002 r.) i - w ramach danej transzy - serie o zróżnicowanym terminie wykupu. Taka rozbudowana strukturyzacja emisji pozwala na lepsze dostosowanie jej kształtu do potrzeb emitenta, a przede wszystkim ułatwia spłatę tego zobowiązania. Jednak należy wspomnieć o odmiennych interpretacjach prawa przez niektóre kolegia RIO - np. RIO w Rzeszowie nie zezwala na uchwalanie emisji w transzach co jest budzącym bardzo duże wątpliwości i odmiennym od przyjętego przez inne kolegia RIO stanowiskiem..

Nigdzie - ani w ustawie o finansach publicznych, ani w ustawie o obligacjach nie jest powiedziane, jak ma być określony cel emisji. Jest to istotne zagadnienie, gdyż ustawa o obligacjach w art. 28 zakazuje przeznaczania środków z emisji obligacji na inny niż oznaczony cel. O ile zakres przedmiotowy nie budzi wątpliwości - można w zasadzie finansować z obligacji wszystkie cele należące do zadań danej jednostki samorządu terytorialnego, o tyle powstaje pytanie, z jaką szczegółowością ma być on oznaczony - czy wystarczy stwierdzenie, że środki z emisji zostaną przeznaczone na remont dróg gminnych, czy też trzeba określić, że zostanie wyremontowana np. ulica Kwiatowa i Dąbrowskiego. Jak wspomniano, w przepisach prawa nie znajdzie się na to pytanie bezpośredniej odpowiedzi, należy zatem odwołać się do wykładni funkcjonalnej i dotychczasowej praktyki postępowania. Cel emisji powinien być na tyle precyzyjnie określony, aby pozwalał obligatariuszom zorientować się, jaki rodzaj inwestycji zostanie zrealizowany ze środków pochodzących z obligacji, natomiast nie jest istotne, jaka to będzie konkretna inwestycja (np. która ze szkół zostanie wyremontowana). W praktyce jednostki samorządu terytorialnego niekiedy określają precyzyjnie konkretny cel (np. remont szkoły podstawowej nr 2 - 2,5 mln PLN) niekiedy poprzestają na oznaczeniu celu jako np. "modernizacja obiektów

oświatowych". Dodać trzeba, że określenie celu emisji w zasadzie nie podlega badaniu RIO i dotychczas Regionalne Izby Obrachunkowe w większości wypadków nie zgłaszały wobec jednostek samorządu terytorialnego zastrzeżeń odnośnie celu emisji.

Omawiając uchwałę w sprawie emisji obligacji należy wspomnieć o kolejnym - niestety - przypadku występowania rozbieżności w interpretacji przepisów pomiędzy Regionalnymi Izbami Obrachunkowymi. RIO z Wrocławia i jej zespoły zamiejscowe wymaga od gmin i powiatów bardziej precyzyjnego określenia warunków emisji, np. podania konkretnej wysokości marży ponad rentowność bonów skarbowych (inne RIO pozwalają na określenie tylko wysokości maksymalnej, stanowiącej górną granicę dla banków startujących w przetargu na wybór agenta emisji), co wymusza zastosowanie nieco odmiennej procedury organizowania emisji obligacji.

Uchwała w sprawie emisji obligacji komunalnych zapada w wypadku gminy bezwzględnie większością głosów w obecności co najmniej połowy składu rady (art. 58 ust. 2 u.s.g.), uchwały rady powiatu i sejmiku województwa zapadają zwykłą większością głosów w obecności co najmniej połowy składu organu (art. 13 u.s.p., art. 19 u.s.w.).

Na podstawie art. 11 ust. 1 pkt. 3 ustawy o regionalnych izbach obrachunkowych, uchwała ta podlega badaniu przez RIO w postępowaniu nadzorczym. Należy odróżnić to postępowanie od omówionego dalej wydawania opinii o możliwości wykupu obligacji, aczkolwiek w pewnym zakresie te dwie procedury będą się pokrywać. W wypadku stwierdzenia istotnego naruszenia prawa kolegium RIO stwierdza nieważność uchwały w całości lub części. Jednostce samorządu terytorialnego przysługuje wówczas prawo wniesienia skargi do NSA w terminie 30 dni od dnia doręczenia uchwały kolegium RIO.

Po podjęciu uchwały w sprawie emisji obligacji gmina, powiat czy województwo może przystąpić do kolejnego etapu procesu emisyjnego, tj. do ogłoszenia przetargu na wybór agenta emisji, czyli podmiotu (zwykle banku) organizującego emisję pod względem technicznym (m.in. obsługa rozliczeń finansowych związanych z emisją, depozyt obligacji, prowadzenie rynku wtórnego) a zwykle równocześnie nabywającego na rynku pierwotnym całą emisję na własny rachunek. Jednak na etapie przetargu, a z całą pewnością przed podpisaniem umowy z agentem emisji jednostka samorządu terytorialnego powinna (aczkolwiek nie jest - o czym jest poniżej mowa - do tego prawnie zobligowana) posiadać pozytywną opinię Regionalnej Izby Obrachunkowej o możliwości wykupu obligacji, wydawaną na podstawie art. 49 ust. 2 ustawy o finansach publicznych.

Opinia, o której mowa, jest wydawana przez RIO na wniosek jednostki samorządu terytorialnego (czyli w zasadzie na wniosek przewodniczącego zarządu, który reprezentuje j.s.t. na zewnątrz) w wypadku zamiaru emisji papierów wartościowych. W opinii tej RIO stwierdza, czy j.s.t. ma (bądź nie ma) zdolności do spłaty zaciągniętego zobowiązania, tj. zapłaty odsetek obligatariuszom oraz wykupu obligacji. Badaniu podlega sytuacja finansowa j.s.t. z punktu widzenia art. 113 ust. 1 i 114 ustawy o finansach publicznych.

Aby RIO mogła wydać opinię, musi dysponować co najmniej danymi obejmującymi podstawowe parametry emisji, budżet na bieżący rok, bieżące i planowane zadłużenie oraz prognozy dochodów i wydatków na wszystkie lata trwania emisji. W praktyce do wniosku dołączana jest zwykle analiza sporządzona przez firmę, która jednostce samorządu terytorialnego doradza w przeprowadzaniu emisji, zawierająca wszystkie wymagane informacje. Jeżeli w wyniku badania przedłożonych dokumentów RIO stwierdzi, że łączna kwota przypadających do spłaty w każdym z lat trwania emisji rat kredytów i pożyczek oraz potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez jednostkę samorządu terytorialnego poręczeń wraz z należnymi w danym roku odsetkami od tych kredytów i pożyczek, oraz należnych odsetek i dyskonta, a także przypadających wykupów papierów wartościowych nie przekracza 15 % planowanych dochodów jednostki samorządu terytorialnego (art. 113 ust. 1 ustawy o finansach publicznych); oraz że łączna kwota długu na

koniec każdego z lat trwania emisji nie przekracza 60% dochodów, wówczas zostanie wydana opinia pozytywna.

Opinia wydawana jest w drodze uchwały trzyosobowego składu orzekającego i służy od niej, w myśl art. 20 ust. 1 ustawy o regionalnych izbach obrachunkowych odwołanie do kolegium izby w terminie 14 dni od dnia jej doręczenia. Opinia o możliwości wykupu nie ma charakteru wiążącego dla emitenta (czyli dla jednostki samorządu terytorialnego) ani dla innych podmiotów biorących udział w emisji (czyli np. dla potencjalnych obligatariuszy) jednak w praktyce jej znaczenie jest ogromne. W myśl art. 49 ust. 3 ustawy o finansach publicznych opinia jest przedstawiana podmiotom, do których kierowana jest propozycja nabycia obligacji. Wyżej wymieniony przepis zdaje się wskazywać, iż opinia - mimo w zasadzie fakultatywnego charakteru - jeżeli już zostanie wydana, to wówczas musi zostać bez względu na swe brzmienie (a zatem bez względu na fakt, czy jest pozytywna, czy negatywna) zaprezentowana potencjalnym nabywcom obligacji. Podmiotami tymi są w praktyce banki, a precyzyjniej mówiąc bank - agent emisji, który zazwyczaj oprócz pełnienia funkcji agenta emisji nabywa także obligacje na własny rachunek, jako jedyny obligatariusz na rynku pierwotnym.

W praktyce banki zawsze wymagają przedstawienia opinii RIO o możliwości wykupu obligacji, zwykle nawet wprowadzają do umowy o pełnienie funkcji agenta emisji warunek zawieszający, uzależniający obowiązywanie tej umowy od uzyskania pozytywnej opinii RIO.

Zasadne jest przedstawienie bankom opinii RIO już w trakcie przetargu na wybór agenta emisji obligacji komunalnych, gdyż pozytywna opinia zwiększa wiarygodność finansową jednostki samorządu terytorialnego w oczach banku i może przyczynić się do złożenia większej ilości ofert i uzyskania od banków startujących w przetargu atrakcyjniejszych ofert.

Powstaje pytanie, w jakim momencie procesu emisyjnego może zostać wydana taka opinia. Daje się zauważyć bardzo rozbieżne podejście Regionalnych Izb Obrachunkowych, a nawet poszczególnych zespołów zamiejscowych w ramach jednej RIO do tej kwestii. Niektóre RIO wydają rzeczoną opinię jeszcze przed podjęciem przez radę uchwały w sprawie emisji obligacji. Jednak przez większość RIO w kraju opinia taka jest wydawana dopiero po podjęciu uchwały w sprawie emisji obligacji. Jest to dla jednostek samorządu terytorialnego sytuacja niedogodna, gdyż powoduje przedłużenie całej procedury emisji.

Wykładnia art. 49 ust. 2 pozwala jednak na obronę twierdzenia, iż nie ma przeszkód prawnych do wydania opinii o możliwości wykupu obligacji przed podjęciem przez radę uchwały w sprawie emisji. Przedmiotowa opinia jest wydawana w wypadku z a m i a r u emisji obligacji przez j.s.t. Pytaniem jest, kiedy można mówić o zamiarze, a kiedy już o samej emisji i jak należy rozumieć pojęcie emisji. Możliwe są dwa różne ujęcia tej kwestii: po pierwsze, emisja następuje dopiero w momencie zdarzenia prawnego powodującego powstanie zobowiązania z papieru wartościowego (istnieją różne koncepcje teoretycznoprawne: kreacyjna, umowna, emisyjna; jednakże wszystkie zakładają wystawienie samego dokumentu obligacji, czy też dokonanie zapisu w ewidencji w wypadku obligacji zdematerializowanych), a zatem dopiero od momentu podjęcia uchwały w sprawie emisji jako czynności stanowiącej podstawę prawną tego zdarzenia można mówić o zamiarze emisji. Po drugie, można w tym wypadku mówić o emisji *sensu largo* i traktować uchwałę o emisji obligacji jako początek procesu emisyjnego, a nie tylko zamiar. Wykładnia systemowa i celowościowa tego przepisu przemawia za szerokim ujęciem emisji, a zatem za dopuszczalnością (i celowością) wydawania opinii jeszcze przed podjęciem przez radę uchwały w sprawie emisji. Należy zauważyć, że w np. art. 18 ust. 2 pkt. 9 lit. b ustawy o samorządzie gminnym mowa jest o podejmowaniu "uchwał (...) dotyczących emitowania obligacji", nie zaś uchwał o zamiarze emisji. Zatem przez ustawodawcę zostało przyjęte szerokie rozumienie emisji, w którym uchwała w sprawie emisji jest już początkiem

procedury prawnej, nie zaś tylko wyrażeniem zamiaru. Wydawać się także może, iż jeżeli zamiarem ustawodawcy byłoby ograniczenie możliwości wydawania opinii tylko do sytuacji, w której podjęta jest już uchwała w sprawie emisji, zostałyby to wyraźnie sformułowane.

Należy przyjąć, że opinia RIO o możliwości wykupu obligacji powinna być wydana na żądanie zainteresowanej jednostki samorządu terytorialnego od momentu ostatecznego ustalenia podstawowych parametrów emisji (wobec braku uchwały powinny być one wówczas wskazane we wniosku) aż do chwili poprzedzającej skierowanie propozycji nabycia do potencjalnych obligatariuszy. Może to nastąpić przed uchwałą (tak aby np. na sesji na której będzie odbywało się głosowanie stosowna opinia RIO mogła być zaprezentowana radnym) bądź też dopiero przed samym uruchomieniem środków z pierwszej serii.

kupa

*Sebastian Huczek*  
INWEST CONSULTING S.A.