

W Polsce zasady emisji obligacji, a także ich zbywania, nabywania oraz wykupu reguluje Ustawa z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. 1995, nr 83, poz. 420) oraz jej nowelizacje, w tym z 29 czerwca 2000 r. (Dz. U. 2000, nr 60, poz. 702). W myśl przepisów obligacja 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 (wykupu obligacji). Świadczenie z obligacji może mieć charakter pieniężny lub niepieniężny. Świadczenie pieniężne polega na zapłacie należności głównej lub należności ubocznych (odsetek) w sposób określony w warunkach emisji oraz w terminach określonych w warunkach emisji. Za należność uboczną uważa się również różnicę między ceną nominalną a ceną emisyjną obligacji (obligacje zerokuponowe). Świadczenie niepieniężne może w szczególności polegać na przyznaniu obligatariuszowi:

- prawa do udziału w przyszłych zyskach emitenta, które on osiągnie m.in. dzięki zaciągniętej pożyczce,
- prawa do zamiany obligacji na akcje spółki będącej emitentem tych obligacji (obligacje zamienne — taką możliwość musi jednakże przewidywać statut spółki),
- prawa pierwszeństwa do objęcia emitowanych w przyszłości akcji spółki będącej emitentem tych obligacji (obligacje z prawem pierwszeństwa).

Obligacja w Polsce powinna zawierać w szczególności:

- powołanie na podstawę prawną emisji,
- nazwę i siedzibę emitenta, miejsce i numer wpisu do właściwego rejestru lub wskazanie gminy (jednostki samorządu terytorialnego) będącej emitentem,
- nazwę obligacji i ewentualnie cel jej wyemitowania (w przypadku określenia celu emisji, środków z niej uzyskanych emitent nie może przeznaczyć na realizację innego celu),
- wartość nominalną i numer obligacji oraz opis świadczeń emitenta, w szczególności ich wysokość, sposób ustalania oraz miejsce i sposób spełnienia,
- oznaczenie obligatariusza (przy obligacji imiennej),
- ewentualny zakaz lub ograniczenie zbywania obligacji imiennej,
- datę, od której nalicza się oprocentowanie, wysokość oprocentowania, terminy jego wypłaty i miejsce płatności, jeżeli warunki emisji przewidują oprocentowanie, oraz warunki wykupu,
- zakres i formę zabezpieczenia albo informację o jego braku,
- miejsce i datę wystawienia obligacji oraz datę jej nabycia,
- podpisy osób uprawnionych do zaciągania zobowiązań w imieniu emitenta, przy czym podpisy te mogą być odtwarzane sposobem mechanicznym.

Dane określone w punkcie 9 w obligacjach dopuszczonych do publicznego obrotu mogą także figurować na świadectwach depozytowych. Do obligacji dołącza się arkusz kuponowy oprocentowania (jeśli warunki emisji to przewidują) oraz arkusz wykupu obligacji.

Obligacje w Polsce mogą być emitowane przez:

- podmioty prowadzące działalność gospodarczą mające osobowość prawną, np. spółki

prawa handlowego, przedsiębiorstwa państwowe, komunalne, spółdzielcze,

- gminy, powiaty, województwa, czyli jednostki samorządu terytorialnego, a także związki tych jednostek oraz miasto stołeczne Warszawa,
- inne podmioty mające osobowość prawną upoważnione do emisji obligacji na podstawie innych ustaw (dotyczy to np. skarbu państwa, NBP i innych banków),
- instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub NBP albo jedno z państw należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) lub bank centralny takiego państwa (na podstawie odpowiedniej umowy regulującej ich działalność na terenie Polski i zawierającej stosowne postanowienia dotyczące emisji obligacji).

Skarb państwa może emitować tzw. obligacje skarbowe (państwowe) na podstawie uprawnień określanych przez Sejm w ustawie budżetowej. Uprawnienie takie otrzymuje minister finansów. Natomiast NBP (czyli inne banki) może emitować obligacje na podstawie ustawy o NBP i ustawy — prawo bankowe.

Obligacje mogą być zabezpieczone (całkowicie lub częściowo) i niezabezpieczone. Zabezpieczenie całkowite obejmuje wartość nominalną wraz z sumą należnego oprocentowania. Może ono polegać m.in. na ustanowieniu zastawu lub hipoteki na majątku własnym emitenta lub innego podmiotu gospodarującego czy udzieleniu gwarancji przez instytucję finansową, którą może być np. skarb państwa, bank zagraniczny lub określona międzynarodowa instytucja finansowa.

Ponadto jednostki samorządu terytorialnego oraz miasto stołeczne Warszawa mogą poręczać zobowiązania wynikające z obligacji emitowanych przez:

- inne jednostki samorządu terytorialnego oraz ich związki,
- spółki prawa handlowego, w których podmiot poręczający ma ponad 50% głosów na walnym zgromadzeniu,
- przedsiębiorstwa, dla których jednostka samorządu terytorialnego jest organem założycielskim.

We wszystkich tych przypadkach poręczenie może być udzielone do wysokości 15% dochodów jednostki samorządu terytorialnego planowanych w roku, w którym następuje udzielenie poręczenia.

Informacje o zakresie i formie gwarancji lub zabezpieczenia muszą być uwidocznione w treści obligacji. Za zobowiązania wynikające z obligacji odpowiada całym swoim majątkiem emitent oraz do wysokości udzielonego zabezpieczenia gwarant (podmiot udzielający poręczenia — dający zabezpieczenie).

Emitent obligacji w ich treści może ograniczyć swoją odpowiedzialność za zobowiązania z nich wynikające do kwoty przychodów lub do wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszowi służy prawo pierwszeństwa. Są to obligacje przychodowe, które mogą przyznawać obligatariuszowi prawo do zaspokojenia swoich roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta z całości lub części przychodów albo majątku przedsięwzięć, które są efektem wykorzystania środków uzyskanych z emisji obligacji. Pierwszeństwo to może

także dotyczyć przychodów z innych przedsięwzięć określonych przez emitenta.

Obligacje przychodowe są wygodną formą finansowania różnorodnych przedsięwzięć użyteczności publicznej, służących rozbudowie infrastruktury lokalnej, gdyż ich emitentami mogą być:

- jednostki samorządu terytorialnego, ich związki oraz miasto stołeczne Warszawa,
- spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz spółki akcyjne, w których wyżej wymienione podmioty mają ponad 50% głosów na walnym zgromadzeniu i ich jedynym przedmiotem działalności jest zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej,
- spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz spółki akcyjne, których jedynym przedmiotem działalności jest wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej wykonywanych na podstawie umowy zawartej z jednostką samorządu terytorialnego przez okres co najmniej równy okresowi zapadalności obligacji,
- spółki akcyjne, które mają upoważnienie ustawowe, koncesję lub zezwolenie na wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej albo mogą świadczyć usługi w zakresie transportu, komunikacji lub utrzymania i rozwoju infrastruktury komunikacyjnej co najmniej do momentu zapadalności obligacji.

Emitenci obligacji przychodowych są zobowiązani do szeregu działań, które mają na celu zapewnienie obligatariuszom wypłacalności świadczeń. Między innymi są zobowiązani do:

1. udostępnienia (co najmniej na dwa tygodnie przed terminem wypłaty świadczenia z obligacji, jednakże nie rzadziej niż raz w roku) obligatariuszom sprawozdań, w których zawarte są informacje o przychodach i kosztach realizowanego z obligacji przedsięwzięcia oraz o kwotach wypłaconych świadczeń,
2. opublikowania w dwóch dziennikach, w tym co najmniej jednym ogólnopolskim, informacji o łącznej wysokości zadłużenia z tytułu wyemitowanych obligacji i wskazania przedsięwzięcia, w odniesieniu do którego obligatariusze mają prawo pierwszeństwa,
3. niestanowienia przedmiotem zabezpieczenia i cesji wierzytelności tworzących przychody, do których pierwszeństwo mają obligatariusze,
4. gromadzenia wszystkich przychodów z realizowanego przedsięwzięcia na rachunku bankowym przeznaczonym wyłącznie do dokonywania wypłat na rzecz obligatariuszy, którzy mają prawo pierwszeństwa.

Dodatkowo środki zgromadzone na wskazanym wyżej rachunku nie podlegają egzekucji prowadzonej z rachunku emitenta do wysokości kwoty zobowiązania emitenta wobec obligatariuszy, a także są wyłączone z masy upadłościowej emitenta. Z chwilą otwarcia postępowania upadłościowego lub likwidacyjnego emitenta obligacji przychodowych, wynikające z nich zobowiązania stają się natychmiast wymagalne i zaspokojenie roszczeń obligatariuszy ma pierwszeństwo przed innymi wierzycielami tego emitenta.

---

Emisja obligacji może odbywać się przez subskrypcję publiczną lub w drodze oferty skierowanej do indywidualnych adresatów. Za publiczną uważa się taką emisję, która jest

skierowana do 100 lub więcej adresatów. W przeciwnym wypadku emisję uważa się za niepubliczną. Do publicznej subskrypcji i regulowanego obrotu obligacjami, jeśli chodzi o zasady obrotu, dopuszczenia do niego, wymogi dotyczące prospektów, publikacji i informacji, a także o odpowiedzialność cywilną i karną, ma zastosowanie Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Emisję publiczną i niepubliczną uważa się za niedoszlą do skutku, jeżeli w terminie wyznaczonym do zapisywania się na obligacje nie zostanie subskrybowana ich minimalna ilość, określona w warunkach emisji jako próg dojścia emisji do skutku. Dla emisji publicznej termin do zapisywania się na obligacje nie może być dłuższy niż 3 miesiące od dnia otwarcia publicznej subskrypcji. Dla emisji niepublicznej termin na dokonanie przydziału obligacji wynosi 6 tygodni od skierowania ostatniej propozycji (czas na przyjęcie pierwszej propozycji wynosi 3 tygodnie od momentu jej otrzymania, a kolejne mogą być kierowane w terminie do 6 tygodni od daty skierowania pierwszej propozycji), chyba że emitent ustalił w warunkach emisji krótszy termin.

Polskie obligacje mogą być imienne lub na okaziciela. Nie mogą być one wydawane przed ustanowieniem zabezpieczeń przewidzianych w warunkach emisji. Emitent może także w warunkach emisji wprowadzić zakaz lub ograniczenie zbywania obligacji imiennych. Obligacje można zbywać, ale w sposób bezwarunkowy. Sprzedaż obligacji na okaziciela następuje przez jej wręczenie, jeżeli występuje ona w formie materialnej. Natomiast sprzedaży obligacji imiennej powinno jeszcze na ogół towarzyszyć oświadczenie o jej zbyciu, które może być umieszczone na niej lub na dołączonej tzw. przedłużce. Przy zbywaniu obligacji wszystkie uprawnienia i korzyści przechodzą na nabywcę.

Zasady ustalania udziału w zyskach emitenta powinny być określone w warunkach emisji i zgłoszone do właściwego rejestru (np. handlowego). Zakazany jest udział, wypłata lub inne dysponowanie tymi zyskami, jeżeli miałyby to być sprzeczne z warunkami emisji. Działania takie wobec obligatariuszy są bezskuteczne z mocy ustawy.

Obligacje zamienne nie mogą być wydawane przed pełną wpłatą oraz emitowane poniżej wartości nominalnej. Uchwała o emisji obligacji zamiennych i akcji wydawanych w zamian za te obligacje podlega wpisowi do rejestru handlowego. Takiemu wpisowi podlega również informacja o maksymalnej wysokości podwyższenia kapitału zakładowego uzyskanego w wyniku zamiany obligacji na akcje; przed datą wpisu emitent nie może przydzielić i wydać obligacji zamiennych. Uchwała ta powinna określać w szczególności zakres przyznawanego prawa, w tym rodzaj akcji wydawanych w zamian za obligacje, sposób ich przeliczania, maksymalną wysokość podwyższenia kapitału zakładowego w drodze tej zamiany. Termin zamiany obligacji na akcje nie może być dłuższy niż termin wykupu obligacji. W Polsce emisja obligacji zamiennych jest dopuszczalna tylko wtedy, gdy taką emisję przewiduje statut spółki akcyjnej.

W myśl polskich przepisów spółka może emitować obligacje uprawniające obligatariusza — oprócz innych świadczeń — do subskrybowania przyszłych emisji akcji spółki z pierwszeństwem przed jej akcjonariuszami. Obligacje takie nazywa się obligacjami z prawem pierwszeństwa. W tym przypadku uchwała walnego zgromadzenia powinna określać liczbę akcji przypadających na jedną obligację z prawem pierwszeństwa, cenę emisyjną akcji lub sposób jej

ustalenia oraz termin wygaśnięcia przyznanego prawa pierwszeństwa.

Przepisy stanowią, iż emitent obligacji może nabywać własne obligacje jedynie w celu ich umorzenia. Umorzeniu podlegają one z chwilą wykupu. Jeżeli emitent nie wypełni w terminie, w całości lub w części, zobowiązań wynikających z obligacji, to podlegają one, na żądanie obligatariusza, natychmiastowemu wykupowi w części, w jakiej przewiduje to świadczenie pieniężne.

W przypadku likwidacji emitenta obligacje stają się płatne z dniem otwarcia procedury likwidacji, chociażby termin ich wykupu jeszcze nie nastąpił. W sytuacji zobowiązania się emitenta do świadczeń niepieniężnych i wystąpienia opóźnienia w ich realizacji, na żądanie obligatariusza następuje przekształcenie tego świadczenia w świadczenie pieniężne na zasadach określonych w warunkach emisji. W razie utraty obligacji imiennej podlega ona odtworzeniu przez sąd, zgodnie z trybem właściwym dla umarzania utraconych dokumentów. Środków pochodzących z emisji obligacji emitent nie może przeznaczyć na inny cel niż określony w warunkach emisji, jeżeli takowy został w nich określony.

W celu ochrony interesów obligatariuszy ustawa o obligacjach wprowadza instytucję banku-reprezentanta, który pełni funkcję ich przedstawiciela ustawowego (ubezpiecza posiadaczy obligacji). Umowę z bankiem-reprezentantem emitent może — a w przypadku emisji obligacji poręczanych przez skarbu państwa powinien — zawrzeć przed rozpoczęciem emisji obligacji, a jej istotne postanowienia muszą być zamieszczone w prospekcie emisyjnym, memorandum informacyjnym lub propozycji nabycia. Funkcję banku-reprezentanta może pełnić wyłącznie bank mający kapitał własny w wysokości nie niższej niż równowartość 10 mln euro w walucie polskiej, będący spółką akcyjną lub bankiem państwowym. Takiej funkcji nie może m.in. pełnić bank, jeśli członkowie organów jego nadzoru lub zarządu są dłużnikami emitenta. Ustawa nakłada na emitenta obligacji obowiązek przekazywania bankowi-reprezentantowi informacji bieżących i okresowych zgodnie z ustawą — prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi w przypadku emisji publicznej oraz składania bankowi przynajmniej co 3 miesiące sprawozdania z wypełnienia zadań wynikających z warunków emisji oraz zawiadamiania o wszelkich zmianach dotyczących ustanowionych zabezpieczeń. Bank z kolei zobowiązany jest do:

- dokonywania okresowych analiz sytuacji finansowej emitenta, głównie z punktu widzenia zdolności regulowania zobowiązań,
- udzielania informacji i wyjaśnień obligatariuszom na temat emisji,
- składania oświadczeń w istotnych dla obligatariuszy sprawach, np. dotyczących posiadania przez emitenta zdolności płatniczej,
- niezwłocznego zawiadamiania obligatariuszy o sytuacji finansowej emitenta, jeżeli stwarza ona realne zagrożenie niewypłacalnością zobowiązań z tytułu obligacji.

Gdy bank-reprezentant stwierdzi naruszenie przez emitenta obowiązków wynikających z warunków emisji, to powinien:

- niezwłocznie zawiadomić obligatariuszy o zaistnieniu okoliczności stanowiących naruszenie obowiązków emitenta wobec obligatariuszy,

- zastosować środki mające na celu ochronę praw obligatariuszy i powiadomić ich o tym.

Środki, o których mowa, mogą polegać w szczególności na:

- podjęciu działań mających na celu ustanowienie przez emitenta dodatkowego zabezpieczenia,
- zawiadomieniu emitenta o wymagalności całego długu głównego lub raty odsetek,
- wystąpieniu z właściwym powództwem przeciwko emitentowi,
- zgłoszeniu wniosku o ogłoszenie upadłości emitenta.

Bank-reprezentant udostępnia obligatariuszom powyższe informacje przez ich publikację w co najmniej dwóch dziennikach wskazanych w prospekcie emisyjnym lub memorandum informacyjnym.

Reasumując można stwierdzić, iż instytucja banku-reprezentanta spełnia w Polsce wiele podobnych funkcji, co instytucja powiernika w rozwiniętych gospodarkach.

Polska ustawa o obligacjach wprowadza także kary za nieprzestrzeganie jej przepisów. Najsurowsze kary (od 6 miesięcy do 5 lat pozbawienia wolności i grzywny do 5 mln zł) grożą za dokonanie emisji bez uprawnienia lub wbrew warunkom określonym w tym akcie oraz za podawanie nieprawdziwych danych uniemożliwiających właściwą ocenę zdolności emitenta do wywiązania się z obowiązków wynikających z obligacji. Osobie działającej w imieniu banku-reprezentanta za niedopełnienie obowiązków grozi grzywna do 5 mln zł.

Źródło: W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Warszawa 2007.