

Krzysztof Flak

radca prawny

Wpływ zmian prawa na emisje obligacji komunalnych w III Rzeczpospolitej

Wprowadzenie

W dniu 27 maja 1990 r. weszła w życie ustawa o samorządzie terytorialnym¹. Była ona jednym z istotnych elementów zmian ustrojowych dokonanych w Polsce po zmianach politycznych zaistniałych w 1989 r. Jej skutkiem było powstanie – w miejsce znacznej części lokalnej administracji państwowej – samorządu terytorialnego wzorowanego na rozwiązaniach wypracowanych w państwach Europy Zachodniej. Wprowadzono do porządku prawnego gminy z samodzielnym budżetem, osobowością prawną, mieniem komunalnym i wyraźnie wyodrębnionymi kompetencjami. W 1999 r. zaistniała reforma samorządu terytorialnego w Polsce, w ramach której w szczególności pojawiły się nowe podmioty: samorządowe powiaty i województwa.

Wszystkie te jednostki samorządu terytorialnego to potencjalni emitenci obligacji komunalnych, instrumentów finansowania wykorzystywanych w praktyce polskich miast już od XIX w. Wraz z końcem istnienia II Rzeczypospolitej w polskiej praktyce obrotu prawnego zaprzestaniu uległo także wykorzystanie obligacji komunalnych. Ich powrót był możliwy dopiero po restytucji samorządu – w latach 90. XX w.

Przy ponownym wprowadzaniu instytucji obligacji komunalnych w Polsce w dużym stopniu wykorzystano pomoc ze strony ekspertów ze Stanów Zjednoczonych Ameryki, kraju posiadającego wieloletnie doświadczenia w praktycznym wykorzystaniu obligacji w finansowaniu podmiotów samorządowych, co w połączeniu z rozmiarem jego gospodarki i – w ramach tejsze

¹ Ustawa z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie terytorialnym (Dz.U. Nr 16, poz. 95), zwana dalej u.s.t.

– jego rynku kapitałowego powoduje, że to właśnie ten kraj jest światowym liderem w zakresie obligacji komunalnych.

Początki obligacji komunalnych w Polsce

Pierwszą polską obligacją był królewski skrypt dłużny Stanisława Augusta Poniatowskiego, datowany na 15 lutego 1782 roku². Dotyczył on pięcioletniej, zabezpieczonej hipotecznie na dobrach królewskich, pożyczki na kwotę 1 miliona guldenów holenderskich, udzielonej przez amsterdamskiego bankiera Q.W. van Hoorna.

Pierwsze udokumentowane emisje obligacji komunalnych na ziemiach polskich miały miejsce w XIX wieku. Z dostępnych źródeł wynika, że pierwsze znane emisje obligacji przez miasto Warszawa odbyły się w latach 80. XIX w. Pierwszą z emisji, w zakresie której zachowana została szczegółowa dokumentacja, jest emisja warszawska z 1896 r., na sumę nominalną 6,6 mln rubli. Wpływy z emisji miały być przeznaczone na budowę tzw. filtrów Lindley'a. Wypłata kuponu w wysokości 4,5% rocznie była dokonywana co pół roku, a wykup miał następować stopniowo przez okres 39 lat od 1899 r. Obligacje te były zabezpieczone całym nieruchomościowym majątkiem miasta i jego wszystkimi dochodami, a środki na spłatę zobowiązań z obligacji były wyodrębnione w budżecie miasta i miały pierwszeństwo przed innymi wydatkami.

Jak wskazuje T. Górniak³, Warszawa do 1918 r. wyemitowała jeszcze jedenaście pożyczek. Obligacje w tym okresie emitowały także inne miasta, jak Kraków, Łódź i Płock. Emisje w tym okresie oparte były na przepisach prawa państw zaborczych.

Te same regulacje prawne miały również zasadnicze zastosowanie do emisji obligacji komunalnych w II Rzeczypospolitej. Polska ustawa o obligacjach datowana była na 30 czerwca 1939 r.⁴ i z uwagi na datę wejścia w życie nie miała, jak się zdaje zasadniczo żadnego zastosowania w praktyce. W kontekście obligacji komunalnych zauważyć jednak trzeba, że w art. 30 ust. 1 u.p.o. przewidziana została możliwość emitowania obligacji przez:

- „1) m. st. Warszawę i miasta wydzielone z powiatowych związków samorządowych,
- 2) wojewódzkie i powiatowe związki samorządowe,

² K. Markowski, *Historia rynku obligacji komunalnych w Polsce*, [w:] *Problemy zarządzania na rynku kapitałowym*, red. K. Ciejpa-Znamirowski, Wydawnictwo KUL, Lublin 2002, s. 45.

³ T. Górniak, *Przegląd papierów wartościowych*. Warszawa 1995, s. 59.

⁴ Ustawa z dnia 30 czerwca 1939 r. prawo o obligacjach, Dz.U. Nr 58, poz. 379, zwana dalej u.p.o.

3) związki międzykomunalne, posiadające charakter korporacji prawa publicznego”⁵.

Po wymaganym zatwierdzeniu przez Ministra Skarbu warunków emisji obligacji emitowanych przez ww. osoby, warunki te powinny być ogłoszone w Monitorze Polskim.

W opisywanym okresie wyemitowano w Polsce około 32 emisji obligacji komunalnych (stanowiących wówczas około 1/3 ogółu emisji obligacji w Polsce), na łączną kwotę około 155 milionów ówczesnych złotych. Przeważającą rolę wśród emitentów odgrywała Warszawa, której jedna z pożyczek nominowana była w dolarach amerykańskich, emitentami były też Poznań, Lwów, Kraków, Lublin i Płock. Znaczną część z emisji stanowiły tzw. pożyczki konwersyjne polegające na refinansowaniu wcześniejszego długu nowym.

Po II wojnie światowej instytucja obligacji komunalnych nie była w Polsce wykorzystywana aż do zmiany systemu politycznego w 1989 r., chociaż dekret o finansach komunalnych z dnia 20 marca 1946 r.⁶ dopuszczał pożyczanie pieniędzy przez organy władzy na poziomie samorządowym (związki samorządowe).

W 1988 r. uchwalona została kolejna ustawa o obligacjach⁷, która weszła w życie z dniem 1 listopada 1988 r. Przewidywała ona możliwość emisji obligacji także przez rady narodowe, tj. organy władzy na poziomie lokalnym i regionalnym.

Odrodzenie obligacji komunalnych

Początki rynku obligacji komunalnych w III Rzeczpospolitej to rok 1993, a pionierskimi jednostkami samorządowymi były Międzyrzecz, Czarnków, Płock i gmina Warszawa-Mokotów. Ramy prawne dla tych emisji stanowiły:

1. u.s.t.,
2. u.o.1988,
3. art. 921⁶ i nast. Kodeksu cywilnego⁸, wprowadzone z dniem 1 października 1990 r.,

⁵ *Ibidem*.

⁶ Dz.U. Nr 19, poz. 129.

⁷ Ustawa z dnia 27 września 1988 r. o obligacjach (Dz.U. Nr 34, poz. 254), zwana dalej u.o.1988.

⁸ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. - Kodeks cywilny (Dz.U. z 2014 r. poz. 121 i 827 oraz Dz.U. z 2015 r. poz. 4), zwana dalej: k.c.

4. ustawa z dnia 14 grudnia 1990 r. o dochodach gmin i zasadach ich subwencjonowania w latach 1991–1993 oraz o zmianie ustawy o samorządzie terytorialnym⁹,
5. ustawa z dnia 10 maja 1990 r. Przepisy wprowadzające ustawę o samorządzie terytorialnym i ustawę o pracownikach samorządowych¹⁰.

Należy zauważyć, że wskazane powyżej pierwsze emisje obciążone były pewnymi niedoskonałościami, co można przypisać ich nowatorskiemu charakterowi. Przykład Międzyrzecza to tzw. obligacje mieszkaniowe, które stanowiły w istocie obejście przepisów prawa dot. wykupu mieszkań komunalnych¹¹. Z kolei emisja obligacji przez Płock zakończyła się subskrypcją jedynie części z obligacji¹².

Pionierski etap w zakresie polskich współczesnych obligacji komunalnych został zakończony wraz z wejściem w życie, 20 sierpnia 1995 r., ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach. Jak wskazywano w literaturze¹³, konieczne było wprowadzenie unormowań, które odpowiadałyby potrzebom uczestników intensywnie rozwijającego się wówczas rynku kapitałowego, czy szerzej – całego rynku finansowego.

Po tej zmianie prawa zauważyć można istotny wzrost wykorzystania instrumentu w postaci obligacji komunalnych, dane na temat przedstawiono w poniższej tabeli.

Tabela 1. Obligacje komunalne w Polsce w latach 1994–1998

Dane na koniec roku	1994	1995	1996	1997	1998
Zadłużenie z tytułu obligacji komunalnych (mln zł)	11,4	26,2	278,0	296,9	526,1
Liczba emitentów obligacji komunalnych	8	2	8	28	40

Źródło: W. Gonet, *Rynek samorządowych papierów wartościowych*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów/Szkoła Główna Handlowa, 2004, z. 47, s. 61–74.

⁹ Dz.U. Nr 89, poz. 518.

¹⁰ Dz.U. Nr 32, poz. 191.

¹¹ Szerzej na temat takiego wykorzystania obligacji komunalnych: B. Schnotale-Bednarek, *Obligacje gminne jako środek prywatyzacji komunalnych zasobów mieszkaniowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Prace Katedry Makroekonomii” 1997, nr 1, s. 117–127, a także A. Babczuk, *Rynek obligacji niepaństwowych w Polsce (1996–2000)*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu. Zarządzanie i Marketing (20), 2002, nr 934, s. 11–27.

¹² Szerzej na ten temat: A. Drętkiewicz, H. Sobolewski, *Emisja obligacji komunalnych na przykładzie Płocka: Możliwości. Procedura. Wykorzystanie*, Zeszyty Naukowe. Seria 1/Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, 1998, nr 260, s. 29–42.

¹³ L. Sobolewski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997, s. XI.

Rozwój praktycznego wykorzystania obligacji komunalnych

Kolejnym etapem, jaki można wyróżnić w nowoczesnej historii polskich obligacji komunalnych to, lata 2000–2003. Determinantami wzrostu rynku tych obligacji były wówczas: pojawienie się nowych emitentów w postaci powiatów i samorządów województw, a także zwiększenie się okresu zapadalności obligacji wynikające m.in. ze wzrostu zadłużenia samorządów¹⁴. Wydaje się, że można także wysnuć wnioski o korelacji tego wzrostu zadłużenia, w tym wynikającego z obligacji komunalnych, z ogólnym rozwojem gospodarczym Polski w tym czasie. Dane na temat wielkości rynku obligacji komunalnych w omawianym okresie przedstawiono w poniższej tabeli.

Tabela 2. Obligacje komunalne w Polsce w latach 1999–2003

Dane na koniec roku	1999	2000	2001	2002	2003
Zadłużenie z tytułu obligacji komunalnych (mln zł)	653,6	860,0	1628,6	2218,8	2639,1
Liczba emitentów obligacji komunalnych	53	90	149	192	201

Źródło: Z. Łękawa, *Jednostki samorządu terytorialnego na rynku kapitałowym*, *Zeszyty Naukowe/Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu*, 2010, nr 141, s. 374.

Oprócz wejścia w życie z początkiem 1999 r. ustawy z dnia 5 czerwca 1998 r. o samorządzie powiatowym¹⁵ i ustawy z dnia 5 czerwca 1998 r. o samorządzie województwa¹⁶, co było równoznaczne z pojawieniem się w obrocie prawnym nowych jednostek samorządu terytorialnego – powiatów i województw, zauważyć należy także, że 27 sierpnia 2000 r. weszła w życie istotna nowelizacja¹⁷ ustawy o obligacjach, wprowadzająca do polskiego systemu prawa m.in. instytucję obligacji przychodowych. W literaturze¹⁸ wskazywano także na inne zakładane pozytywne skutki ww. nowelizacji, m.in. możliwość emitowania wszystkich obligacji jako nieposiadających formy dokumentu czy zniesienie sztywnego progu dojścia emisji do skutku. Należy ocenić, że część z nich rzeczywiście mogła przyczynić się do zwiększenia praktycznego wykorzystania obligacji komunalnych.

¹⁴ Z. Łękawa, *Jednostki samorządu terytorialnego na rynku kapitałowym*, „Zeszyty Naukowe/Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu” 2010, nr 141, s. 375.

¹⁵ Dz.U. Nr 91, poz. 578.

¹⁶ Dz.U. Nr 91, poz. 576.

¹⁷ Ustawa z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. Nr 60, poz. 702).

¹⁸ J. Dziuba, *Polski rynek obligacji komunalnych na tle innych krajów*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2001, nr 908, s. 32.

Opisana powyżej nowelizacja była zasadniczo jedyną istotną zmianą u.o.1995. W związku z tym można wyrazić pogląd, że znaczna, uwzględniając polskie realia w zakresie legislacji, stabilność prawa w zakresie obligacji miała pozytywny wpływ na opisaną w dalszej części niniejszej pracy sytuację w zakresie obligacji komunalnych w kolejnych latach.

Kolejny, i jak się wydaje wciąż trwający, etap rozwoju rynku polskich obligacji komunalnych, to okresu po wstąpieniu Polski do Unii Europejskiej. Związane z tym potrzeby w zakresie pozyskania finansowania spowodowały wzrost zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego, w tym tej jego części, która wynika z wyemitowanych obligacji komunalnych. Także w tym przypadku aktualnym wydaje się być wniosek o powiązaniu rozwoju rynku obligacji z ogólną sytuacją gospodarczą Polski.

Tabela 3. Obligacje komunalne w Polsce w latach 2004–2013

Dane na koniec roku	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Zadłużenie z tytułu obligacji komunalnych (mld zł)	2,95	3,30	3,83	4,13	4,46	6,91	10,85	14,35	15,62	18,55

Źródło: Z. Łękawa, *op. cit.*, s. 374; K. Flak, *Emisje obligacji komunalnych w finansowaniu samorządu*, [w:] *Integracja gospodarcza i handel. Rywalizacja i współpraca we współczesnym świecie*, red. K. Budzowski, J. Świerczyńska, Kraków 2012, Fitch Polska S.A., *Podsumowanie IV kwartału 2013 i roku 2013 na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, www.fitchpolska.com.pl.

Nowa ustawa o obligacjach z 2015 r.

Doświadczenia dwudziestu lat funkcjonowania u.o.1995 były jedną z inspiracji dla powstania nowej ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach¹⁹, która weszła w życie 1 lipca 2015 r. Przy zachowaniu ogólnej kontynuacji poprzedniej regulacji, nowa ustawa wprowadziła nowe elementy do porządku prawnego, takie jak obligacje wieczyste i podporządkowane czy zgromadzenie obligatariuszy.

Ciekawym instrumentem wydaje się być, w kontekście potrzeb samorządowych, instrument w postaci obligacji wieczystych. Zgodnie z art. 23 u.o.2015 emitent może emitować obligacje niepodlegające wykupowi, z zastrzeżeniem art. 75 ust. 2 u.o.2015, uprawniające obligatariusza do otrzymywania odsetek przez czas nieoznaczony, zwane dalej „obligacjami wieczystymi”. Przepisu art. 365¹ k.c. nie stosuje się w przypadku takich instrumentów finansowych. Zgodnie z art. 75 u.o.2015 obligacje wieczyste stają się wymagalne w przypadku:

¹⁹ Dz.U. z 2015 r. poz. 238, zwana dalej: u.o.2015.

- a) ogłoszenia upadłości albo otwarcia likwidacji emitenta;
- b) zwłoki emitenta w wypłacie wynikających z obligacji świadczeń pieniężnych przysługujących obligatariuszom.

Emitent w warunkach emisji może wskazać również inne przypadki, gdy obligacje wieczyste stają się wymagalne, lub zastrzec prawo ich wykupu. Obligacje wieczyste można wykupić nie wcześniej niż po upływie 5 lat od daty ich emisji, z zastrzeżeniem jednak przypadków wskazanych powyżej w a)-b). Terminy i sposoby wykupu obligacji wieczystych w ww. przypadkach należy wskazać w warunkach emisji obligacji wieczystych.

Czy i jak finalnie zostaną wykorzystane przez jednostki samorządu terytorialnego możliwości wynikające z instytucji obligacji wieczystych będzie można ocenić po 2–3 latach obowiązywania u.p.o.

Wstępna ocena u.p.o. wskazuje, że nie spowoduje ona innych znaczących zmian w praktyce emitowania obligacji komunalnych przez polski samorząd terytorialny.

Nowe przepisy powodują również, że dopuszczalne od drugiej połowy 2015 r. jest emitowanie pod rządami prawa polskiego obligacji także przez zagraniczne jednostki samorządu terytorialnego. Istotną nowością jest także wprowadzenie przez u.o.2015 do porządku prawnego, również w zakresie obligacji komunalnych, zgromadzenia obligatariuszy²⁰, a także obowiązku tworzenia w przypadku każdej emisji obligacji odrębnego, pisemnego dokumentu warunków emisji obligacji. Nowa ustawa zawiera ponadto szereg innych, mniej znaczących zmian, które dotyczą wszystkich obligacji, a które wprowadzają wprost do przepisów normy do tej pory stosowane przez praktykę na zasadzie uzupełniających czy też doprecyzowujących przepisy u.o.1995 interpretacji.

Obligacje komunalne a rynek publiczny

Zauważyć należy, że samorządy w praktyce nie wykorzystywały w istotnym stopniu możliwości publicznego oferowania obligacji komunalnych. Stąd też zmiany w tym zakresie polskiego rynku kapitałowego i dotyczących go aktów prawa w omawianym okresie, nie mają istotnego znaczenia dla obligacji komunalnych.

Istotną nowością w zakresie istniejących we współczesnej Polsce regulacji dotyczących obligacji komunalnych było implementowanie, po przystąpieniu do Unii Europejskiej, regulacji unijnych dotyczących oferowania instru-

²⁰ Na marginesie zauważyć należy, że już u.p.o. przewidywała „zgromadzenie właścicieli obligacji”, które jednak nie dotyczyło przypadku obligacji komunalnych.

mentów finansowych (w tym obligacji komunalnych) i wprowadzania ich do obrotu giełdowego.

Zauważalnym było niewielkie wykorzystanie publicznego oferowania obligacji komunalnych oraz możliwości giełdowego notowania obligacji komunalnych, jak również przeważająca obecność banków, jako podmiotów nabywających obligacje komunalne w obrocie pierwotnym.

Sytuacja zaczęła ulegać zmianie w ostatnich latach w związku z utworzeniem, m.in. przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, S.A. rynku Catalyst²¹. W poniższej tabeli przedstawiono informacje na temat wykorzystania tej platformy obrotu wtórnego w zakresie obligacji komunalnych.

Tabela 4. Dane dotyczące obligacji komunalnych znajdujących się w obrocie na rynku Catalyst

Dane za	Wartość obrotów (mln zł)	Liczba transakcji	Liczba emitentów	Liczba serii	Wartość emisji (mln zł)
1Q2010	50,68	273	-	12	1 234
1Q2011	9,32	142	13	26	1 753
1Q2012	3,12	92	11	23	2 196
1Q2013	1,66	38	14	48	2 467
1Q2014	2,28	41	19	60	3 178
1Q2015	6,84	30	19	60	3 202

Źródło: dane rynku Catalyst, www.catalyst.pl.

Jak wskazują powyższe dane, wartość obligacji znajdujących się w obrocie na rynku Catalyst systematycznie wzrasta. W ciągu 5 lat z poziomu ok. 1,2 mld zł osiągnęła na koniec pierwszego kwartału 2015 r. wartość ok. 3,2 mld zł. Niestety niepokojące są dane dotyczące obrotów na tym rynku dotyczącym tych obligacji – tendencją spadkową odznacza się liczba transakcji – w 1. kwartale 2015 r. było to średnio zaledwie 10 transakcji miesięcznie, a średnia wartość transakcji w tym okresie wyniosła ok. 228 tys. zł. Łącznie wskazuje to na niewielką płynność tych instrumentów – zniechęcającą inwestorów, jak również na znikomy udział inwestorów indywidualnych w transakcjach giełdowych, których przedmiotem są obligacje komunalne.

Warte zauważenia jest też, że udział znajdujących się w obrocie na rynku Catalyst obligacji komunalnych w całym rynku polskich obligacji komunalnych utrzymywał się w okresie 31.03.2010 r.–31.03.2014 r. na mniej więcej stałym poziomie w przedziale 15,2–17,4%. Stosowne dane przedstawiono w poniższej tabeli.

²¹ Rynek ten prowadzony jest przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. i Bond-Spot S.A., obejmuje dwa rynki regulowane i dwa alternatywne systemy obrotu. Szczegółowe informacje dostępne są na www.catalyst.pl.

Tabela 5. Wartość obligacji w obrocie na rynku Catalyst w porównaniu do wartości rynku obligacji komunalnych (mln zł, o ile nie wskazano inaczej)

Dane za	Wartość emisji obligacji w obrocie na rynku Catalyst	Wartość rynku obligacji komunalnych	Udział obligacji komunalnych w obrocie na Catalyst w całym rynku obligacji komunalnych
1Q2010	1 234	7 090	17,40%
1Q2011	1 753	11 476	15,28%
1Q2012	2 196	14 440	15,21%
1Q2013	2 467	15 609	15,80%
1Q2014	3 178	18 332	17,34%

Źródła: dane rynku Catalyst, www.catalyst.pl, dane Fitch Polska S.A., opracowanie własne.

Potwierdza to aktualność wyrażonego w literaturze poglądu²², że emisje obligacji komunalnych są w przeważającej większości nabywane od emitentów przez banki – organizatorów emisji. Natomiast obrót tymi obligacjami z udziałem innych podmiotów, zarówno jeśli chodzi o obrót pierwotny, jak i wtórny, jest niewielki.

Pomimo wskazanych powyżej niedoskonałości, powstanie i funkcjonowanie rynku Catalyst należy uznać za czynnik pozytywnie wpływający na sytuację w zakresie polskich obligacji komunalnych. Jego powstanie nie byłoby możliwe bez zmian w prawie, które wprowadziły do polskiego prawa rynku kapitałowego instytucje takie, jak rynek regulowany i alternatywny system obrotu²³, a także umożliwiły wprowadzanie do obrotu na rynku regulowanym obligacji komunalnych bez konieczności sporządzania prospektu emisyjnego ani memorandum informacyjnego²⁴.

Podsumowanie

Regulacje prawne określające ramy prawne emisji obligacji komunalnych ulegały zmianom w okresie III Rzeczpospolitej. Pomimo kilku takich zmian, które przyczyniły się do rozwoju wykorzystania obligacji komunalnych w Polsce, w praktyce należy wskazać, że sytuacja była relatywnie stabilna, co również miało pozytywny wpływ na rynek samorządowych obligacji. Zauważalnym jest nowość sprzed kilku lat w postaci możliwości giełdowego notowania

²² A. Kopańska, *Rynek obligacji komunalnych w Polsce – czynniki jego obecnego kształtu oraz perspektywy rozwoju*, *Ekonomia/Uniwersytet Warszawski*, 2004, nr 16, s. 75–94.

²³ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. Nr 183, poz. 1538).

²⁴ 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. Nr 184, poz. 1539).

obligacji komunalnych. W dniu 1 lipca 2015 r. weszła w życie nowa ustawa o obligacjach, która również objęła nowe regulacje mające za przedmiot obligacje komunalne. Przy zachowaniu ogólnej kontynuacji poprzedniej regulacji, nowa ustawa wprowadza nowe elementy do porządku prawnego, takie jak obligacje wieczyste czy zgromadzenie obligatariuszy. Wstępna ocena wskazuje, że za ewentualnym wyjątkiem w postaci obligacji wieczystych nie spowoduje ona znaczącej zmiany w praktyce sposobu emitowania obligacji komunalnych przez polski samorząd terytorialny.

Abstract

Influence of changes in law on the issuances of municipal bonds in Poland after 1989

The Polish laws governing the issuances of municipal bonds has been amended several times since 1989. The situation was stable with positive influence on municipal bonds market. Introduction few years ago of possibility of listing on stock exchange was a significant change. On July 1st, 2015, new Polish law on bonds with regulations regarding municipal bonds came into force. A preliminary assessment indicates that no material changes are connected with that law except for perpetual bonds.

Key words: municipal bonds, law on bonds, bond issuance, bond listing

Streszczenie

Wpływ zmian prawa na emisje obligacji komunalnych w III Rzeczypospolitej

Regulacje prawne określające ramy prawne emisji obligacji komunalnych ulegały zmianom w okresie III Rzeczypospolitej. Sytuacja była relatywnie stabilna, co również miało pozytywny wpływ na rynek samorządowych obligacji. Istotna była zmiana sprzed kilku lat w postaci możliwości giełdowego notowania obligacji komunalnych. W dniu 1 lipca 2015 r. weszła w życie nowa ustawa o obligacjach, która również objęła nowe regulacje mające za przedmiot obligacje komunalne. Wstępna ocena wskazuje, że za ewentualnym wyjątkiem w postaci obligacji wieczystych nie spowoduje ona znaczącej zmiany.

Słowa kluczowe: obligacje komunalne, ustawa o obligacjach, emisja obligacji, notowanie obligacji