

Sebastian Skuza*

Propozycje zmian regulacyjnych w obszarze instrumentu obligacji w kontekście realizacji Planu na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju

Wstęp

Ekonomiczna analiza prawa (*Law&Economics*) jako dyscyplina naukowa zajmuje miejsce pomiędzy ekonomią a naukami prawnymi; korzystając z narzędzi nauk ekonomicznych, wskazuje kierunki działalności państwa w obszarze prawodawstwa. W powyższej dyscyplinie można wyróżnić nurt pozytywny i normatywny. Pozytywna ekonomiczna analiza prawa koncentruje się na przewidywaniu efektów regulacji dla funkcjonowania gospodarki, tj. poprzez analizy efektywności pod względem ekonomicznym obecnie obowiązujących regulacji. Dorobek ekonomicznej analizy prawa jest wykorzystywany do badania, za pomocą metod ekonomicznych, skutków rozwiązań prawnych przed wprowadzeniem regulacji (*ex ante*) oraz po wprowadzeniu regulacji (*ex post*). Normatywna ekonomiczna analiza prawa, w oparciu o zasady ekonomiczne, dostarcza natomiast rekomendacji dla prowadzonych działań w prawodawstwie; wysuwając propozycje zmian, oddziałując na organy państwa, w celu tworzenia regulacji prawnych bardziej korzystnych dla podmiotów życia gospodarczego i/lub społecznego. Jak zauważa J. Stelmach, ekonomiczna efektywność prawa może być przedstawiana jako [za: Drywa, 2015, s. 5]:

- 1) maksymalizacja dobrobytu społecznego (Posner); prawo, mając na względzie jego efektywność, powinno umożliwiać wybór takiego rozwiązania, które maksymalizuje dobrobyt społeczny (użyteczność społeczną),
- 2) ulepszenie (udoskonalenie) położenia ekonomicznego co najmniej jednego podmiotu, przy równoczesnym zachowaniu statusu pozostałych (Pareto),
- 3) osiągnięcie „większej korzyści” (Kaldor-Hicks); efektywne ekonomicznie jest rozwiązanie prawne, którego przyjęcie powoduje, że korzyści, jakie odnoszą pewne podmioty w wyniku wprowadzenia tego

* Dr hab., Katedra Systemów Finansowych Gospodarki, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Warszawski, ul. Szturmowa 1/3, 02-678 Warszawa, sskuza@wz.uw.edu.pl

rozwiązania, są wyższe niż straty podmiotów poszkodowanych wprowadzie w wyniku takiej zmiany,

- 4) zrównanie lub obniżenie kosztów marginalnych; w ujęciu analizy marginalnej rozwiązanie prawne jest ekonomicznie efektywne wówczas, gdy realizuje jakiś pożądany cel tylko do takiego poziomu, przy którym następuje zrównanie marginalnych kosztów społecznych realizacji tego celu i marginalnych korzyści społecznych wynikających z realizacji tego celu.

Cytując myśl V. Pareto zawartą w *Manual of Political Economy*, „Powieśmy o członkach społeczeństwa, że cieszą się maksymalną satysfakcją w określonym położeniu, jeśli nie da się znaleźć możliwości drobnego przesunięcia z takiej pozycji w taki sposób, że satysfakcja doświadczana przez członków społeczeństwa zwiększy się albo zmniejszy. To oznacza, że jakiegokolwiek najmniejszego wytrącenie z tej pozycji nieodmiennie przynosi efekt zwiększenia poziomu satysfakcji określonych jednostek i zmniejszenia u innych, przyjemność dla jednych, przykrość dla innych” [cyt. za: Chrupczalski, 2008, s. 27].

Celem niniejszej publikacji jest przeanalizowanie możliwości zmian otoczenia regulacyjnego w kontekście instrumentu obligacji, przedstawienie propozycji nowych rozwiązań dotyczących obligacji przychodowych w polskim systemie prawnym, ich krytyka oraz autorskie wnioski *de lege ferenda* wraz z propozycjami rozwiązań. Autor podejmie się próby przygotowania propozycji zmian regulacji w obszarze instrumentów finansowych w oparciu o zasadę optimum Pareto w nurcie normatywnej ekonomicznej analizy prawa w oparciu o zasadę ulepszenia (udoskonalenia) położenia ekonomicznego co najmniej jednego podmiotu, przy równoczesnym zachowaniu statusu pozostałych.

1. Założenie Planu na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju

Plan na rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju został przyjęty uchwałą Rady Ministrów nr 14/2016 z dnia 16 lutego 2016 r. Plan ten stanowi odpowiedź na wyzwania, które można określić formułą pięciu pułapek rozwojowych:

- pułapka średniego dochodu,
- pułapka braku równowagi,
- pułapka przeciętnego produktu,
- pułapka demograficzna,
- pułapka słabości instytucji.

Plan na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju zakłada, że wobec wyczerpania dotychczasowych czynników wzrostu gospodarka polska potrzebuje nowego modelu rozwoju gospodarczego, opartego na pięciu następujących filarach:

- reindustrializacja,
- rozwój innowacyjnych firm,
- kapitał dla rozwoju,
- ekspansja zagraniczna,
- rozwój społeczny i regionalny.

Cele ilościowe zakładane w wyżej wskazanym Planie na 2020 r. przedstawiają się następująco:

- wzrost liczby dużych i średnich firm > 22.000,
- wzrost udziału wydatków na B+R w Produkcie Krajowym Brutto z 0,8% do 2%,
- wzrost kredytów dla firm, udziału inwestycji w Produkcie Krajowym Brutto >25%,
- wzrost znaczenia eksportu, polskie bezpośrednie inwestycje zagraniczne – wzrost o 70%,
- spadek wskaźnika zagrożenia ubóstwem relatywnym (poniżej 15,5%),
- Produkt Krajowy Brutto *per capita* – 79% średniej Unii Europejskiej.

Jednym z kluczowych elementów instytucjonalnych Planu jest stworzenie Polskiego Funduszu Rozwoju – w oparciu o funkcjonujące instytucje wspierania rozwoju (m.in. Bank Gospodarstwa Krajowego, Korporację Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych S.A., Polską Agencję Informacji i Inwestycji Zagranicznych S.A., Agencję Rozwoju Przemysłu S.A., Polski Fundusz Rozwoju S.A., Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości), zintegrowanej struktury instytucji rozwoju w ramach Grupy Polskiego Funduszu Rozwoju S.A. nadzorowanej przez Ministra Rozwoju.

Zgodnie z rekomendacją Europejskiego Kongresu Finansowego Polski Fundusz Rozwoju powinien wspierać mechanizmy finansowania rozwoju gospodarczego, co do zasady neutralne z punktu widzenia długu publicznego, oraz powinien pełnić funkcję koordynacyjną w obszarze interwencjonizmu państwowego. Powinien zatem stanowić istotny instrument stabilizujący finanse publiczne oraz wspierający długoterminowe finansowanie rozwoju gospodarczego.

Istotnym celem funkcjonowania Polskiego Funduszu Rozwoju powinno być zwiększenie atrakcyjności inwestycyjnej strategicznych projektów rozwojowych oraz ograniczanie ryzyka kapitału prywatnego.

W szczególności ważne jest [Rekomendacje Europejskiego Kongresu Finansowego, 2016], żeby:

1. Polski Fundusz Rozwoju prowadził działalność jako spółka niepodlegająca regulacjom nadzoru bankowego.
2. Definicja modeli biznesowych, implementowanych przez Polski Fundusz Rozwoju w poszczególnych segmentach działalności, wynikała z celów określonych w Planie na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju oraz uwarunkowań krajowego systemu finansowego.
3. Polski Fundusz Rozwoju realizował działalność komplementarną w stosunku do instytucji prywatnych.
4. Polski Fundusz Rozwoju katalizował dopływ długoterminowego finansowania i inwestycji z rynków międzynarodowych do polskiej gospodarki oraz wspierał ekspansję zagraniczną i innowacyjność polskich przedsiębiorców.
5. Działalność Polskiego Funduszu Rozwoju miała charakter antycykliczny, tj. łagodzący amplitudę wahań cyklu gospodarczego.

W opinii autora niniejszego artykułu realizację Planu na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju w kontekście gospodarczym mogłyby ułatwić pewne zmiany w obszarze rekrutacyjnym w zakresie dłużnych instrumentów finansowych:

- obligacje skarbowe jako forma aportu,
- rozszerzenie możliwości emisji obligacji przychodowych,
- obligacje Banku Gospodarstwa Krajowego w kontekście podstawy opodatkowania podatkiem bankowym.

1.1. Obligacje skarbowe jako forma aportu

Z art. 16b ust. 1 i 2 ustawy z dnia 14 grudnia 1994 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym wynika, iż w razie konieczności dokonania wypłat środków gwarantowanych minister właściwy do spraw instytucji finansowych przekazuje Bankowemu Funduszowi Gwarancyjnemu środki finansowe na wypłatę środków gwarantowanych do wysokości środków przeniesionych z funduszu własnego, tworzonego w celu zapewnienia środków na finansowanie zadań Funduszu w zakresie udzielania pomocy podmiotom objętym systemem gwarantowania na fundusz stabilizacyjny, w terminach umożliwiających Funduszowi dokonanie terminowej wypłaty środków gwarantowanych. Środki finansowe mogą być przekazane Funduszowi w formie dotacji z budżetu państwa lub skarbowych papierów wartościowych. Z kolei w myśl art. 5a ust. 1 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o Banku Gospodarstwa Krajowego minister

właściwy do spraw finansów publicznych może przekazać skarbowe papiery wartościowe na zwiększenie funduszu statutowego Banku Gospodarstwa Krajowego. Wspomnianych emisji skarbowych papierów wartościowych nie wlicza się do limitów określonych w ustawie budżetowej, jednakże wartość nominalną zobowiązań z tytułu wyemitowanych papierów zalicza się do długu Skarbu Państwa, zgodnie z ustawą z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych.

W ocenie autora zasadne wydaje się również stworzenie możliwości dokapitalizowania obligacjami skarbowymi dla Korporacji Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych Spółka Akcyjna (KUKE). Zaproponowane przez autora rozwiązanie opiera się na rozwiązaniu przyjętym dla Banku Gospodarstwa Krajowego w zakresie zwiększenia funduszy własnych zawartego w art. 5a i art. 5b ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o Banku Gospodarstwa Krajowego.

Akcjonariuszami KUKE są Skarb Państwa (63,31%) oraz Bank Gospodarstwa Krajowego (36,69%). KUKE jest jedyną instytucją, której ustawowo powierzono prowadzenie ubezpieczeń eksportowych gwarantowanych przez Skarb Państwa, zwiększając w ten sposób bezpieczeństwo transakcji na rynkach podwyższonego ryzyka. KUKE zajmuje się również ubezpieczaniem długoterminowych projektów eksportowych finansowanych kredytem o okresie spłaty dwóch i więcej lat. Prowadzona przez KUKE działalność, w szczególności w ramach realizacji programów rządowych („Wspieranie polskiego eksportu poprzez udzielanie przez Bank Gospodarstwa Krajowego kredytów dla zagranicznych nabywców polskich towarów i usług lub ich banków z ochroną ubezpieczeniową Korporacji Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych S.A.” i „Aktywizacja działań na wybranych rozwijających się rynkach zagranicznych istotnych z punktu widzenia polskiej polityki gospodarczej oraz kierunków międzynarodowej aktywności polskich przedsiębiorstw”), przyczynia się w znacznym stopniu do wsparcia rozwoju polskiego eksportu.

W obecnym stanie prawnym, zgodnie z zapisami art. 5a i art. 13 ustawy z dnia 7 lipca 1994 r. o gwarantowanych przez Skarb Państwa ubezpieczeniach eksportowych, przewidziane są dwa narzędzia wsparcia KUKE ze strony budżetu państwa/Skarbu Państwa w przypadku konieczności wypłat odszkodowań i kwot gwarancji ubezpieczeniowych przez KUKE, tj. udzielanie przez Ministra Finansów w imieniu Skarbu Państwa poręczeń kredytów (wraz z odsetkami) zaciągniętych przez KUKE oraz pożyczek z budżetu państwa.

W przypadku akceptacji propozycji autora w obszarze podwyższenia kapitału zakładowego KUKÉ poprzez przekazanie obligacji Skarbu Państwa niezbędne byłoby również zastosowanie wyłączenia przepisu art. 80 ust. 3 ustawy z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, z którego treści wynika, iż kapitał zakładowy zakładów ubezpieczeń pokrywany jest wkładem pieniężnym i wpłacany jest w całości przed zarejestrowaniem krajowego zakładu ubezpieczeń w Krajowym Rejestrze Sądowym. Płynność skarbowych papierów wartościowych oraz gwarantowanie ich wykupu przez Skarb Państwa całym swoim majątkiem wydają się niwelować ryzyko w zakresie bezpieczeństwa funkcjonowania KUKÉ po podwyższeniu kapitału zakładowego powstałego w wyniku objęcia akcji w zamian za skarbowe papiery wartościowe.

Poniżej przedstawiono autorską propozycję zapisów:

W ustawie z dnia 7 lipca 1994 r. o gwarantowanych przez Skarb Państwa ubezpieczeniach eksportowych (Dz.U. z 2001 r. Nr 59, poz. 609, z późn. zm.) po art. 5a dodaje się art. 5b w brzmieniu:

„1. Na wniosek ministra właściwego do spraw gospodarki, minister właściwy do spraw finansów publicznych, za zgodą Prezesa Rady Ministrów, może przekazać/przekazuje skarbowe papiery wartościowe na zwiększenie kapitału zakładowego Korporacji. Przepisu art. 80 ust. 3 ustawy z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Dz.U. poz. 1844) nie stosuje się.

2. Minister właściwy do spraw finansów publicznych określi, przez wydanie listu emisyjnego, warunki emisji skarbowych papierów wartościowych, o których mowa w ust. 1, oraz sposób realizacji świadczeń z nich wynikających.

3. List emisyjny zawiera w szczególności:

- 1) datę emisji;
- 2) powołanie podstawy prawnej emisji;
- 3) jednostkową wartość nominalną;
- 4) walutę, w której może następować emisja, lub sposób określenia waluty emisji;
- 5) cenę lub sposób jej ustalenia;
- 6) stopę procentową lub sposób jej obliczania;
- 7) określenie sposobu i terminów wypłaty należności głównej oraz należności ubocznych;

- 8) datę, od której nalicza się oprocentowanie skarbowych papierów wartościowych tej emisji;
- 9) termin wykupu oraz zastrzeżenia w przedmiocie możliwości wcześniejszego wykupu.

4. Emisja skarbowych papierów wartościowych, o których mowa w ust. 1, następuje z dniem zarejestrowania skarbowych papierów wartościowych w depozycie papierów wartościowych oraz w kwocie równej wartości nominalnej wyemitowanych papierów wartościowych.

5. Do emisji skarbowych papierów wartościowych, o których mowa w ust. 1, nie stosuje się przepisów art. 97, art. 98 i art. 102 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz.U. z 2013 r. poz. 885, z późn. zm.).

6. Emisji skarbowych papierów wartościowych, o których mowa w ust. 1, nie wlicza się do limitów określonych w ustawie budżetowej.

7. Wartość nominalną zobowiązań z tytułu wyemitowanych skarbowych papierów wartościowych, o których mowa w ust. 1, zalicza się do długu Skarbu Państwa, zgodnie z ustawą z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych.”.

1.2. Rozszerzenie możliwości emisji obligacji przychodowych

Do krajowego systemu prawa obligacje przychodowe zostały wprowadzone na mocy ustawy z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw. Podstawowym celem wprowadzenia do polskiego systemu prawnego obligacji przychodowych było wyposażenie samorządu w instrument służący finansowaniu zadań publicznych, zarówno o charakterze gospodarczym, jak i społecznym. Instytucja obligacji przychodowych wiąże się nierozdzielnie z tzw. monopolem naturalnym samorządu terytorialnego (usługi komunalne).

Obligacje przychodowe są szczególnym rodzajem szerszej kategorii papierów wartościowych, jaką są obligacje. Szczególnymi atrybutami obligacji przychodowych są [Raport, 2014, s. 8–9]:

- 1) możliwość ograniczenia odpowiedzialności emitenta do kwoty przychodów uzyskanych z konkretnego przedsięwzięcia lub do wysokości wartości majątku tego przedsięwzięcia,
- 2) pierwszeństwo obligatariusza w zakresie możliwości zaspokojenia roszczeń przed innymi wierzycielami emitenta w odniesieniu do kwoty przychodów z przedsięwzięcia lub majątku przedsięwzięcia,
- 3) spłata obligacji przychodowej dokonywana jest z inkorporowanego w niej przychodu,

- 4) zakaz zbywania i obciążania składników majątkowych przedsiębiorstwa.

Konstrukcja polskich obligacji przychodowych nawiązuje do amerykańskich obligacji typu *revenue bonds*, które od wielu lat stanowią dominującą formę municypalnych zobowiązań dłużnych służących finansowaniu szeroko pojętego rozwoju lokalnego w Stanach Zjednoczonych. Wśród papierów emitowanych przez władze lokalne dominują właśnie obligacje przychodowe, których udział w całkowitej wartości obligacji samorządowych przekracza 60% [Kozuń-Cieślak, 2006].

Dotychczas w Polsce zrealizowane zostały następujące projekty z wykorzystaniem obligacji przychodowych [Raport, 2014, s. 2]:

- 1) Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy sp. z o.o. (2005) – niepubliczna emisja imiennych obligacji przychodowych 24-letnich; program emisji obligacji do kwoty 600 mln zł,
- 2) Miejskie Przedsiębiorstwo Komunikacyjne – Łódź sp. z o.o. (2006) – niepubliczna emisja obligacji przychodowych; program emisji obligacji do kwoty 166 mln zł (transport tramwajowy),
- 3) Zakład Komunikacji Miejskiej w Gdańsku sp. z o.o. (2010) – niepubliczna emisja obligacji przychodowych; program emisji obligacji do kwoty 60 mln zł (transport autobusowy),
- 4) Zakład Komunikacji Miejskiej w Gdańsku sp. z o.o. (2010) – niepubliczna emisja obligacji przychodowych; program emisji obligacji do kwoty 220 mln zł (transport tramwajowy),
- 5) Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gnieźnie (2012) – niepubliczna emisja obligacji przychodowych; program emisji obligacji do kwoty 28 mln zł (projekt modernizacji oczyszczalni ścieków wraz z budową kanalizacji sanitarnej),
- 6) Tramwaj Fordon sp. z o.o. z siedzibą w Bydgoszczy (2014) – niepubliczna emisja obligacji przychodowych; program emisji obligacji do kwoty 145 mln zł (transport tramwajowy),
- 7) Miasto Lublin (2014) – niepubliczna emisja obligacji przychodowych; program emisji obligacji do kwoty 40 mln zł (kompleks basenów).

Zgodnie z art. 25 ust. 1 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach emitentami obligacji przychodowych mogą być:

- 1) jednostka samorządu terytorialnego lub związek tych jednostek,
- 2) Bank Gospodarstwa Krajowego,
- 3) Krajowy Fundusz Kapitałowy S.A.,

- 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,
- 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) spółka, z którą zawarto umowę o budowę i eksploatację albo wyłącznie eksploatację autostrady płatnej.

Mając na względzie przykład amerykańskiego rynku obligacji przychodowych, należy zauważyć, że polskie rozwiązania regulacyjne znacznie ograniczają podmiotowo możliwości wykorzystania takiego instrumentu, a projekt ustawy nie czyni zasadniczych zmian. W tablicy 1 przedstawiono przykłady wykorzystania obligacji przychodowych przy finansowaniu przedsięwzięć na rynku amerykańskim.

Tablica 1. Wybrane przykłady obligacji przychodowych emitowanych w Stanach Zjednoczonych

Rodzaj obligacji	Charakterystyka zobowiązania
Zabezpieczone dochodami z eksploatacji lotniska	Przychody zabezpieczające te obligacje pochodzą zwykle ze źródeł związanych z ruchem na lotnisku: opłaty za lądowanie, opłaty koncesyjne, za tankowanie samolotów, za wynajmowanie liniom lotniczym określonych obiektów (terminale, hangary).

Rodzaj obligacji	Charakterystyka zobowiązania
Zabezpieczone dochodami ze szkół i uniwersytetów	W skład przychodów zabezpieczających te papiery wchodzi opłaty za stancje, domy akademickie, czesne, a czasami również aktywa szkoły czy uniwersytetu.
Zabezpieczone dochodami ze szpitali	Zabezpieczenie opiera się na federalnych i stanowych programach gwarantujących zwrot kosztów, płatnikach komercyjnych występujących jako strona trzecia (np. prywatne ubezpieczalnie) oraz na opłatach pobieranych od pacjentów.
Zabezpieczone hipotekami na domach jednorodzinnych	Papiery te są zabezpieczone hipotekami i płatnościami wynikającymi z pożyczek zaciągniętych na sfinansowanie budowy domów jednorodzinnych.
Zabezpieczone na domach wielorodzinnych	Emituje się je na sfinansowanie budownictwa wielorodzinnego dla emerytów i rodzin o niskich dochodach. Niektóre zabezpieczone są hipotekami ubezpieczonymi przez władze federalne, w innych przypadkach rząd federalny wspiera przedsięwzięcie dotacjami operacyjnymi lub dopłatami przeznaczonymi na obsługę długu.
Zabezpieczone dochodami z elektrowni	Obsługa tych obligacji finansowana jest przychodami elektrowni. Mogą być emitowane przez indywidualnego inwestora zamierzającego wybudować i obsługiwać elektrownię, jak również przez konsorcja podmiotów publicznych i prywatnych.
Zabezpieczone dochodami z odzysku zasobów	Obiekt przetwarzający śmieci przerabia odpady na energię i na produkty wtórne, a pozostałości rekultywuje. Głównymi źródłami przychodów są opłaty za przyjęcie śmieci, sprzedaż energii i paliwa otrzymanego z odpadów oraz sprzedaż materiałów z odzysku (złom).
Zabezpieczone dochodami z portów morskich	Zabezpieczeniem mogą być określone umowy dzierżawy lub zastaw terminali wodnych oraz opłaty przeładunkowe.
Zabezpieczone dochodami z kompleksów sportowych i sal konferencyjnych	Przychody czerpie się głównie z wydarzeń sportowych i zjazdów odbywających się w danych obiektach, a czasami ze źródeł pośrednich, takich jak podatki lokalne od pokoi motelowych i hotelowych.
Zabezpieczone dochodami z pożyczek studenckich	Spłaty pożyczek przez studentów w ramach programu emisji tych obligacji są niekiedy w 100% gwarantowane przez rząd federalny lub stanową agencję gwarancyjną.

Rodzaj obligacji	Charakterystyka zobowiązania
Zabezpieczone dochodami z opłat za przejazd oraz z podatku dochodowego	Występują zazwyczaj dwa rodzaje obligacji przychodowych z eksploatacji autostrad. Wpływy ze sprzedaży emisji pierwszego typu są przeznaczane na budowę obiektów przynoszących dochód, takich jak płatne drogi, mosty, tunele. Zabezpieczeniem są tu opłaty za przejazd. Posiadacze drugiego typu obligacji otrzymują kwoty uzyskane z opłat za przejazd, ale wydzielone z zebranych podatków paliwowych, rejestracyjnych i opłat za egzaminy z prawa jazdy.
Zabezpieczone dochodami z eksploatacji instalacji wodnych	Obligacje te emituje się w celu sfinansowania budowy stacji uzdatniania wody, wodociągów, kolektorów i systemów dystrybucyjnych. Źródłem przychodów są zazwyczaj opłaty za podłączenie do sieci wodociągowej i z tytułu użytkowania wody.
Komunalne obligacje przemysłowe	Obligacje te są emitowane przez władze samorządowe w imieniu przedsiębiorstw lub na rzecz przedsięwzięć gospodarczych. Zabezpieczenie tych papierów opiera się zwykle na kondycji przedsięwzięcia lub firmy.

Źródło: [Kozuń-Cieślak, 2006; Fabozzi, 2000, s. 210–211].

Rozważenia wymaga teza, czy zasadne jest utrzymanie katalogu podmiotowego emitentów obligacji przychodowych. Autor przeciwstawia się stwierdzeniu, że obligacje przychodowe stanowią papiery wartościowe o podwyższonym ryzyku. Możliwość ograniczenia odpowiedzialności przez emitentów obligacji jest równoważona kwestią odrębnych rachunków z przedsięwzięć oraz oznaczenie majątku nabywanego w ramach określonego przedsięwzięcia. Poza tym należy pamiętać, że wyłączenie odpowiedzialności jest fakultetem, a nie obowiązkiem (przykład obligacji przychodowych Miasta Lublin). W przypadku spółek specjalnego przeznaczenia (tzw. SPV) mających prawo do obligacji przychodowych wyłączenie odpowiedzialności, czy też jej brak praktycznie nie będzie stanowić różnicy, gdyż *de facto* spółka taka będzie posiadać wyłącznie majątek związany z finansowaniem jednego przedsięwzięcia z wykorzystaniem obligacji przychodowych. Reasumując, autor stwierdza, że w przypadku obligacji przychodowych potencjalny inwestor jest zobowiązany ocenić projekt i jego wiarygodność, a nie podmiot emitujący obligacje przychodowe. Zadanie takie może być trudniejsze, niemniej nie można traktować obligacji przychodowych jako obligacji tandetnych (*junk bonds*). Notabene rynek obligacji tandetnych w Polsce nie jest

wystarczająco rozwinięty, a obligacje tandetne na polskim rynku papierów wartościowych w praktyce nie występują. Do powstania rynku obligacji tandetnych w „czystej postaci” niezbędne jest [Klose, 2005, s. 183–184]:

- 1) funkcjonowanie na rynku wyspecjalizowanego banku, który pełniłby rolę market makera,
- 2) funkcjonowanie przedsiębiorstw, emitentów obligacji tandetnych i nabywców tych obligacji,
- 3) uzyskanie raitingu obligacji śmieciowych nadanego przez wiarygodne agencje,
- 4) profesjonalne otoczenie medialne, które informowałoby zainteresowanych o szansach i ryzyku związanym z funkcjonowaniem takiego rynku.

W przypadku braku wyżej wskazanych rozwiązań rynek obligacji tandetnych może stanowić zagrożenie. Podkreślić również należy, że spełniający warunki uczciwie działający rynek obligacji tandetnych w Polsce byłby niezmiernie pożądanym.

Nieuzasadniony jest, zdaniem autora, fakt niewłączenia do katalogu przedsiębiorstw państwowych. Zgodnie z art. 5 ustawy z dnia 25 września 1981 r. o przedsiębiorstwach państwowych podmioty te mogą prowadzić działalność w formie przedsiębiorstw działających na zasadach ogólnych (komercyjnych) oraz w formie przedsiębiorstw użyteczności publicznej. Wprawdzie obecnie liczba przedsiębiorstw państwowych jest znikoma, niemniej niezasadne jest ustawowe zamykanie katalogu przed taką formą działalności gospodarczej. Ponadto przykłady modelu biznesowego przedsiębiorstw państwowych, takich jak Przedsiębiorstwo Państwowe „Porty Lotnicze”, czy też Przedsiębiorstwo Państwowe Polska Żegluga Morska, mając również na względzie wskazane w tablicy 1 przykłady amerykańskie, czynią uzupełnienie katalogu o takie podmioty jak najbardziej zasadnym [Lasecki, Skuza, 2015, s. 113].

Autor pragnie wskazać na rozwiązanie zastosowane w art. 117 ust. 3 ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Rozwiązanie przewidziane w tej regulacji wprowadza minimalną wysokość jednorazowego zapisu na certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusz inwestycyjny zamknięty, który nie jest publicznym funduszem inwestycyjnym zamkniętym, w kwocie 40 000 euro. Celem wskazanego rozwiązania było zabezpieczenie, aby tego rodzaju fundusze inwestycyjne nie były kierowane

do inwestorów niebędących inwestorami profesjonalnymi, gdyż co do zasady nie posiadają oni fachowej wiedzy i doświadczenia w zakresie inwestowania, w związku z czym wymagają należytej ochrony swoich interesów. Wprowadzenie minimalnej wysokości zapisu na certyfikaty inwestycyjne funduszu inwestycyjnego zamkniętego emitującego wyłącznie certyfikaty inwestycyjne, które zgodnie ze statutem funduszu nie będą oferowane w drodze oferty publicznej ani dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ani wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu w kwocie 40 000 euro, odpowiada obowiązującym już w ustawie rozwiązaniom w stosunku do specjalistycznych funduszy inwestycyjnych stosujących politykę inwestycyjną funduszu zamkniętego i niestandardyzowanych funduszy sekurytyzacyjnych [Lasecki, Skuza, 2015, s. 117].

Mając na względzie powyższe, autor proponuje jako wniosek *de lege ferenda* rozwiązanie polegające na usunięciu katalogu podmiotów mogących emitować obligacje przychodowe i ograniczenie obejmowania ich wyłącznie przez inwestorów instytucjonalnych lub profesjonalnych. Autorska propozycja zapisów przedstawia się następująco:

W ustawie z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. poz. 238) wprowadza się następujące zmiany:

1) w art. 25 ust. 1 otrzymuje brzmienie:

„1. Osoby fizyczne mogą nabyć obligacje przychodowe, o którym mowa w art. 24 ust. 1, jeżeli dokonają jednorazowo zapisu na te obligacje o wartości nie mniejszej niż równowartość w złotych 40.000 euro. Równowartość w złotych kwoty wyrażonej w euro ustala się przy zastosowaniu średniego kursu euro ogłoszonego przez Narodowy Bank Polski w dniu dokonywania zapisu.”;

2) art. 27 ust. 1 otrzymuje brzmienie:

„1. Środki zgromadzone na rachunku bankowym, o którym mowa w art. 25 ust. 4, są wyłączone z masy upadłości emitentów.”.

1.3. Obligacje Banku Gospodarstwa Krajowego w kontekście podstawy opodatkowania podatkiem bankowym

W trakcie prac parlamentarnych nad projektem ustawy o podatku od niektórych instytucji finansowych przyjęto poprawkę, która umożliwia (art. 5 ust. 9 ustawy z dnia 15 stycznia 2016 r. o podatku od niektórych instytucji finansowych) obniżenie podstawy opodatkowania o wartość aktywów w postaci skarbowych papierów wartościowych. Celowe wydaje się być objęcie takim wyłączeniem również wszelkich dłużnych papierów wartościowych emitowanych nie tylko przez Skarb Państwa, ale

również podmioty, wobec zobowiązań lub działalności których zobowiązania Skarbu Państwa spełniają wymogi ochrony kredytowej w formie gwarancji lub regwarancji. W obecnych regulacjach prawnych podmiotem takim jest wyłącznie Bank Gospodarstwa Krajowego, którego zobowiązania posiadają wagę ryzyka stosowaną do wyliczenia adekwatności kapitałowej na poziomie zobowiązań Skarbu Państwa. Przyjęcie takiego rozwiązania skutkowałoby uwzględnieniem w limitach odliczeń obligacji Banku Gospodarstwa Krajowego związanych z finansowaniem podstawowego ustawowego celu, tj. wspierania polityki gospodarczej Rady Ministrów, czy też obligacji emitowanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego.

Autor proponuje rozszerzenie katalogu zwolnień o papiery wartościowe podmiotów posiadających wagę ryzyka na poziomie Skarbu Państwa. Analogiczne rozwiązanie w odniesieniu do braku obowiązku utrzymywania limitów koncentracji zakładów ubezpieczeń na dłużne papiery wartościowe takich podmiotów wprowadzono w art. 276 ust. 6 ustawy z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej. Podmiotem posiadającym wagę ryzyka na poziomie Skarbu Państwa jest Bank Gospodarstwa Krajowego.

W myśl art. 3 ust. 3b ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o Banku Gospodarstwa Krajowego powyższe zobowiązania Ministra Finansów spełniają wymogi ochrony kredytowej w rozumieniu art. 213–215 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 648/2012, udzielonej przez Skarb Państwa. W związku z powyższym należy zauważyć, że zobowiązania Ministra Finansów są traktowane na równi z gwarancjami lub regwarancjami Skarbu Państwa udzielonymi na wszelkie ekspozycje Banku Gospodarstwa Krajowego (w tym również z tytułu emisji obligacji). W konsekwencji uznania zabezpieczeń (tj. gwarancji lub regwarancji Skarbu Państwa) art. 3 ust. 3b ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o Banku Gospodarstwa Krajowego zawiera wyraźne wskazanie, że wszelkim ekspozycjom wobec Banku Gospodarstwa Krajowego przypisuje się wagę ryzyka na zasadach określonych w art. 114 ust. 4 rozporządzenia z dnia 26 czerwca 2013 r. nr 575/2013. Zgodnie z powyższą normą tego rozporządzenia ekspozycjom wobec rządów centralnych i banków centralnych państw członkowskich, denominowanym i finansowanym w walucie krajowej tego rządu centralnego i banku central-

nego, przypisuje się zerową wagę ryzyka. Rozważając przyjęcie powyższego rozwiązania, należy zwrócić uwagę na [Pismo Prezesa Zarządu Banku, 2015; 2016]:

- 1) potencjalne ułatwienie efektywnego pozyskiwania finansowania dla działalności Banku Gospodarstwa Krajowego, w tym również obligacji emitowanych na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego,
- 2) zrównanie warunków emisji obligacji z warunkami emisji Europejskiego Banku Inwestycyjnego (obligacje Europejskiego Banku Inwestycyjnego stanowią pomniejszenie podstawy opodatkowania dla banków podatkiem od niektórych instytucji finansowych) [Pismo Ministra Finansów, 2016].

Poniżej autorska propozycja zapisów.

Art. 5 ust. 9 ustawy z dnia 16 stycznia 2016 r. o podatku od niektórych instytucji finansowych (Dz.U. poz. 68) otrzymuje brzmienie:

„9. W przypadku podatników, o których mowa w art. 4 pkt 1–4, podstawę opodatkowania obniża się o wartość aktywów w postaci:

- 1) skarbowych papierów wartościowych w rozumieniu art. 95 ust. 1 ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz.U. z 2013 r. poz. 885, z późn. zm.);
- 2) dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez podmioty, wobec zobowiązań lub działalności których zobowiązania Skarbu Państwa, udzielone na podstawie odrębnych przepisów, spełniają wymogi ochrony kredytowej w rozumieniu art. 213–215 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz. Urz. UE L 176 z dnia 27 czerwca 2013 r. s. 1, z późn. zm.).”

Zakończenie

Propozycje przedstawione w niniejszej publikacji stanowią przykłady przedsięwzięć mających wpływ na proces pozyskiwania źródeł finansowania przez podmioty zaangażowane w realizację Planu na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju. Ponadto zasadne wydaje się otworzenie rynku emitentów obligacji przychodowych. Trudno jest bowiem znaleźć uzasadnienie do utrzymania obecnego katalogu wyjątków podmiotów posiadających przywilej emisji obligacji przychodowych. Autorskie propozycje zabezpiecząby interesy inwestorów nieprofesjonalnych

(konsumentów) w sposób analogiczny do rozwiązań zastosowanych wobec katalogu nabywców certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez niepubliczne fundusze inwestycyjne zamknięte. Autorskie propozycje w żaden sposób nie wprowadzają ograniczeń oraz nie pogarszają sytuacji innych podmiotów – w kontekście przyznania pewnych możliwości niektórym podmiotom. Ograniczenia finansowego dla osób fizycznych nie należałoby traktować jako bariery, gdyż obecnie rynek konsumencjskich obligacji przychodowych w praktyce nie istnieje – obecne przykłady emisji obligacji przychodowych wydają się ze względu na wartość emisji pozostawać wyłącznie w zainteresowaniu instytucji.

Zasadne jest również, mając na względzie cel działalności Banku Gospodarstwa Krajowego oraz potrzeby związane z jego finansowaniem, a także zerową wagę ryzyka wszelkich jego zobowiązań, pomniejszenie podstawy opodatkowania innych banków o wartość posiadanych papierów wartościowych Banku Gospodarstwa Krajowego. Ubytki w dochodach budżetowych z tytułu podatku od niektórych instytucji finansowych powinny zostać zrekompensowane poprzez kreowanie lepszego wyniku finansowego (np. niższe koszty emisji obligacji) przez Bank Gospodarstwa Krajowego oraz możliwości jego podziału (wpłaty z zysku do budżetu państwa).

Literatura

1. Chrupczalski Sz. (2008), *Ekonomiczna analiza prawa własności w ujęciu szkoły austriackiej*, Kraków, <http://mises.pl/wp-content/uploads/2009/09/ekonomiczna-analiza-prawa.pdf>, dostęp dnia 4.07.2016.
2. Drywa A. (2015), *Efektywność wartością procedury dochodzenia odszkodowania za wydanie niezgodnej z prawem decyzji podatkowej?*, Referat na Międzynarodowej Konferencji pt. Wyzwania Prawa Finansowego, Karlskrona, Szwecja, 27–27 kwietnia.
3. Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych, Dz.U. L 145 z 30.4.2004, z późn. zm.
4. Fabozzi F. J. (2000), *Rynki obligacji. Analiza i strategię*, WIG-Press, Warszawa.
5. Klose L. J. (2005), *Rynek obligacji śmieciowych: (na przykładzie rynku amerykańskiego)*, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie, nr 665, Kraków.

6. Kozuń-Cieślak G. (2006), *Obligacje w Ameryce*, „Wspólnota”, nr 37, <http://www.wspolnota.org.pl/aktualnosci/aktualnosc/obligacje-w-ameryce/>, dostęp dnia 4.07.2016.
7. Lasecki P., Skuza S. (2015), *Revenue Bonds in the Context of New Regulatory Proposals. Current Status and Author's Proposals of Amendments*, w: *Prawo finansowe wobec wyzwań XXI wieku*, Gliniecka J., Drywa A., Juchniewicz E., Sowiński T. (red.), CeDeWu, Warszawa.
8. Pareto V. (1971), *Manual of Political Economy*, Augustus M. Kelley New York (tłumaczenie wydania z 1927 r.).
9. Pismo Ministra Finansów z dnia 17 marca 2016 r. do Wiceprezesa Europejskiego Banku Inwestycyjnego, nr DZI.913.48.2016.
10. Pismo Prezesa Zarządu Banku Gospodarstwa Krajowego z dnia 30 grudnia 2015 r. do Przewodniczącego Senackiej Komisji Budżetu i Finansów Publicznych, nr DP.064.7.SS.2015.
11. Pismo Prezesa Zarządu Banku Gospodarstwa Krajowego z dnia 29 stycznia 2016 r. do Podsekretarza Stanu w Ministerstwie Finansów, nr DP.061.1.2016.SS.
12. *Raport wprowadzający: Emisja obligacji przychodowych, jako sposób na pozyskanie finansowania inwestycji samorządowych* (2014), Hogan Lovells Warszawa LLP, Warszawa.
13. Rekomendacja Europejskiego Kongresu Finansowego (2016), <http://www.efcongress.com/pl/rekomendacje-2016>, dostęp dnia 4.07.2016.
14. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz.Urz. UE L 176 z dnia 27 czerwca 2013 r., s. 1, z późn. zm.
15. Uchwała Rady Ministrów nr 14/2016 z dnia 16 lutego 2016 r. w sprawie przyjęcia „Planu na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju”.
16. Ustawa z dnia 25 września 1981 r. o przedsiębiorstwach państwowych, t.j. Dz.U. z 2013 r. poz. 1384 z późn. zm.
17. Ustawa z dnia 7 lipca 1994 r. o gwarantowanych przez Skarb Państwa ubezpieczeniach eksportowych, t.j. Dz.U. z 2016 r. poz. 714 z późn. zm.
18. Ustawa z dnia 14 grudnia 1994 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, t.j. Dz.U. z 2014 r. poz. 1866 z późn. zm.
19. Ustawa z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. Nr 60, poz. 702.

20. Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. – Prawo upadłościowe, t.j. Dz.U. z 2016 r. poz. 2171 z późn. zm.
21. Ustawa z dnia 14 marca 2003 r. o Banku Gospodarstwa Krajowego, t.j. Dz.U. z 2016 r. poz. 1787.
22. Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, t.j. Dz.U. z 2016 r. poz. 1870 z późn. zm.
23. Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, t.j. Dz.U. z 2016 r. poz. 1896 z późn. zm.
24. Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, Dz.U. poz. 238.
25. Ustawa z dnia 11 września 2015 r. o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, Dz.U. poz. 1844 z późn. zm.
26. Ustawa z dnia 15 stycznia 2016 r. o podatku od niektórych instytucji finansowych, Dz.U. poz. 68 z późn. zm.

Streszczenie

Celem niniejszego artykułu jest zbadanie możliwości zmian w krajowym otoczeniu regulacyjnym w kontekście obligacji oraz przedstawienie propozycji nowych rozwiązań w polskim systemie prawnym. Autor podejmuje próbę przygotowania propozycji zmian przepisów w zakresie obligacji (wnioski *de lege ferenda*).

Słowa kluczowe

obligacja, obligacja przychodowa, ustawa o obligacjach, źródła finansowania

Proposals of the amendments in the area of the bonds in the context of the implementation of the Responsible Development Plan (Summary)

The aim of this paper is to examine the possibility of changes in the domestic regulatory environment in the context of the bonds and to present proposals for new solutions in the Polish legal system. The author attempts to prepare proposals for amendments to regulations in the area of the bonds (*de lege ferenda* conclusions).

Keywords

bond, revenue bond, Act on bonds, financing