Rozdział 5

Bank inwestycyjny na rynku papierów dłużnych

Andrzej Krysiak

5.1. Wybrane aspekty charakterystyki papierów dłużnych

Podstawowym rodzajem instrumentów dłużnych są obligacje, dlatego warto poświęcić im w tym miejscu nieco więcej uwagi.

Obligacja (od łacińskiego słowa *obligatio* – czyli zobowiązanie) jest papierem wartościowym, którego emitent potwierdza zaciągnięcie pożyczki (w zastaw obligacji) i zobowiązuje się do zwrotu tej pożyczki (wykup obligacji) w z góry określonym terminie wraz z odsetkami liczonymi w stosunku do nominalnej kwoty tej pożyczki. Wyjątkiem są obligacje zerokuponowe, które sprzedawane są poniżej wartości nominalnej (z dyskontem), natomiast wykupywane po cenie nominalnej. Nabywca obligacji może ją sprzedać innemu nabywcy, zobowiązując tym samym jej emitenta do spłaty zobowiązania nowemu właścicielowi, co odróżnia obligację od kredytu bankowego[1].

Pojęcie obligacji można zdefiniować stosownie do brzmienia art. 4 ustawy o obligacjach z 29 czerwca 1995 r. w sposób następujący[2]: „Obligacja jest papierem wartościowym, emitowanym w serii; papier ów zawiera stwierdzenie emitenta, iż jest on dłużnikiem właściciela (nabywcy) obligacji oraz zobowiązuje się do wykupu obligacji w ustalonym terminie wraz z należnym oprocentowaniem. Oprocentowanie to stanowi swoistą postać ceny kredytu udzielonego emitentowi przez nabywcę obligacji".

---

[1] W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 1995 oraz ustawa o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 r. (DzU nr 83, poz. 420).

[2] DzU nr 60, poz. 702.

Wśród nabywców obligacji pierwsze miejsce zajmują banki, następnie – firmy prywatne, zakłady ubezpieczeń, fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, a także osoby fizyczne, dla których nabycie obligacji stanowić może jeden z wariantów oszczędzania.

E. Faerber zwrócił uwagę na analogię, jaka występuje między przechowywaniem środków na rachunku bankowym, w związku z czym bank wypłaca właścicielowi rachunku odsetki od powierzonego (w pewnym sensie pożyczonego) bankowi kapitału, a nabyciem obligacji, której nabywca otrzyma w ustalonym terminie zwrot kapitału (analogia z wycofaniem depozytu) wraz z należnym oprocentowaniem. Jedyną istotną różnicą jest to, że obligacja może być przed terminem wykupu sprzedana[3].

Podstawową funkcją obligacji jest funkcja kredytowa związana z przekazaniem emitentowi określonych funduszy (środków) pochodzących z rynku pieniężnego lub kapitałowego (w zależności od okresu, na jaki środki te zostały udostępnione). Emisja obligacji ma sens tylko wówczas, gdy ich oprocentowanie nie przekracza oprocentowania długoterminowego kredytu bankowego lub gdy występują trudności z uzyskaniem takiego kredytu. Obligacje pozwalają na uniknięcie złożonych procedur związanych z przyznawaniem kredytu, ponadto najczęściej nie wymagają ustanowienia zabezpieczenia i charakteryzują się wyższą płynnością (w przeciwieństwie do kredytu można je stosunkowo łatwo sprzedać na rynku). Obligacje można określić w związku z tym jako rodzaj pożyczki, która może (choć nie musi) być przeznaczona na realizację określonego celu (np. inwestycji) lub zaspokojenie pewnych potrzeb społecznych (co ma często miejsce w przypadku obligacji komunalnych).

Kolejną funkcją, pełnioną w gospodarce przez obligacje, jest funkcja płatnicza związana z możliwością traktowania obligacji jako środka płatniczego (substytutu pieniądza) i regulowania nimi zobowiązań finansowych.

Obligacje pełnią również funkcję promocyjną, co jest szczególnie ważne w przypadku obligacji emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego (gminy lub miasta), które mogą w ten sposób promować się wśród potencjalnych inwestorów.

Z punktu widzenia nabywców obligacji istotne znaczenie ma funkcja lokacyjna obligacji stanowiących jedną z form lokowania wolnych środków finansowych. Ich atrakcyjność w stosunku do innych lokat finansowych może polegać na wyższych dochodach z oprocentowania lub mniejszym ryzyku ponoszonym przez inwestora występującego w roli nabywcy obligacji (obligatariusza).

Uzupełnieniem funkcji lokacyjnej jest funkcja obiegowa obligacji polegająca na możliwości dokonywania obrotu wtórnego tymi papierami wartościowymi.

[3] E. Faerber, *Wszystko o obligacjach*, Biblioteka Inwestora, Warszawa 1996, s. 4 i nast.

Funkcja gwarancyjna polega na możliwości przymusowego egzekwowania świadczeń od emitenta obligacji.

Funkcja rozwojowa wynika z faktu, że środki finansowe uzyskane w wyniku emisji obligacji komunalnych są z zasady przeznaczane na pokrycie nakładów inwestycyjnych[4].

Ze względu na wymiar praktyczny wyżej wymienionych funkcji przypisywanych obligacjom, a zwłaszcza funkcji płatniczej i obiegowej, niezwykle ważny jest sposób obliczania bieżącej wartości obligacji.

Klasyfikacji rodzajów obligacji dokonać można przy użyciu różnych kryteriów. I tak ze względu na sposób obliczania oprocentowania wyróżnia się:

- obligacje o oprocentowaniu stałym (*fixed rate notes*) – jest to tradycyjny, najczęściej spotykany na rynkach zagranicznych, rodzaj obligacji. Przynoszą one obligatariuszowi odsetki określone w stosunku rocznym dla całego okresu do chwili wykupu obligacji przez emitenta, a zatem dochód z tego typu obligacji znany jest już w momencie ich emisji. Obligacje takie są emitowane w warunkach gospodarki ustabilizowanej, gdy nie zachodzi obawa nagłych zmian stóp procentowych;
- obligacje o oprocentowaniu zmiennym (*floating rate notes*) – są instrumentem finansowym, który pojawił się później, w czasach znacznych zmian stóp procentowych. Takie obligacje przynoszą różne odsetki dla poszczególnych okresów odsetkowych ustalonych w warunkach emisji obligacji. Zmienna stopa procentowa może być uzależniona od stóp procentowych oferowanych przez banki lub dyskonta skarbowych papierów wartościowych. Szczególną formą obligacji o oprocentowaniu zmiennym są obligacje, których wartość nominalna jest indeksowana, tzn. ulega korekcie w zależności od wahań ogólnego poziomu cen (lub cen określonego produktu). W zależności od konstrukcji obligacji indeksacja pozwala na ochronę przez deprecjacją dochodów z obligacji bądź ochronę zainwestowanego kapitału[5].

Z kolei ze względu na formę oprocentowania obligacje dzielą się na:

- obligacje z kuponem przynoszące dochód w postaci oprocentowania płatnego w terminach płatności odsetek określonych w warunkach emisji obligacji;
- obligacje o kuponie zerowym (*zero-coupon bonds; discount bonds*), obligacje dyskontowe; są to obligacje, które cechuje brak okresowej wypłaty należnych odsetek. Dochód obligatariusza stanowi różnica między ceną

[4] D. Hajdys, *Rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce w latach 1996–2000*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2003, s. 33–34.

[5] R. Jurga, M. Michalski, *Obligacje w świetle ustawy z dn. 26.06.1995*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego" nr 1, 1996.

nominalną a ceną emisyjną obligacji, która jest niższa od ceny nominalnej. Wykup obligacji następuje według wartości nominalnej[6] (np. obligacje o wartości nominalnej 1000 zł są oferowane za cenę emisyjną 960 zł, co oznacza, że w chwili wykupu obligatariusz otrzyma 1000 zł, osiągając zysk w wysokości 40 zł, czyli 4% wartości nominalnej).

Obligacje podzielić można też ze względu na termin wykupu. Warto jednak podkreślić, że podział ten ma charakter umowny – różni autorzy przyjmują jako kryterium podziału odmienne terminy wykupu. Wyróżnia się:

- obligacje krótkoterminowe – generalnie przyjmuje się, że są to walory o terminie wykupu nieprzekraczającym jednego roku. Z drugiej jednak strony, co dostrzegane jest w literaturze przedmiotu i co potwierdza się w praktyce rynkowej, „krótkie" papiery wartościowe (tzw. *commercial papers*) rzadko występują w formie obligacji. Na ogół są to weksle, bony komercyjne, bony skarbowe, certyfikaty depozytowe itp.;
- obligacje średnioterminowe – zazwyczaj przyjmuje się, że są to obligacje o terminie wykupu od roku do 10 lat. Wyjątkiem od tej reguły jest rynek euroobligacji, gdzie jako papiery średnioterminowe traktuje się obligacje o terminie wykupu od 4 do 7 lat;
- obligacje długoterminowe – są to obligacje o terminie wykupu powyżej 10 lat.

Omawiając terminy wykupu obligacji, warto wspomnieć o możliwości wprowadzenia opcji wcześniejszego wykupu. Opcja wcześniejszego wykupu może występować w dwóch postaciach – jako tzw. *put option* – oznacza wtedy prawo obligatariusza do żądania wcześniejszego wykupu, lub tzw. *call option* – osobą uprawnioną do wcześniejszego wykupu jest wtedy emitent obligacji[7].

Kolejnym kryterium podziału obligacji jest sposób zabezpieczenia. Wprowadzenie dodatkowego zabezpieczenia obligacji zwiększa stopień pewności otrzymania zwrotu zainwestowanego kapitału oraz solidnego płacenia odsetek. Zabezpieczenie całkowite obejmuje wartość nominalną emitowanych obligacji wraz z sumą należnego oprocentowania i polega na:

- ustanowieniu zastawu,
- ustanowieniu hipoteki,
- udzieleniu gwarancji.

Całkowite zabezpieczenie obligacji może nastąpić jedynie za pomocą wyżej wskazanych środków. Dopuszczalne jest skorzystanie przez emitenta z kilku form zabezpieczeń, tak by łącznie obejmowały one wartość nominalną obligacji wraz z sumą należnego oprocentowania.

---

[6] Ibidem.

[7] *Prawne aspekty emisji obligacji komunalnych* (praca zbiorowa), Municipium, Warszawa 1995, s. 18.

Można przyjąć, że emitent ma pełną dowolność co do wyboru form zabezpieczenia oraz podmiotów, które będą go udzielać. Może również samodzielnie ustalić próg, do jakiego wierzytelności wynikające z obligacji zostaną zabezpieczone.

W polskiej praktyce rynkowej dość często pojawiają się obligacje niezabezpieczone. Nie jest to zjawisko wyjątkowe – tego typu obligacje powszechnie występują również na rozwiniętych rynkach kapitałowych. Emitent tego typu obligacji nie dysponuje zazwyczaj odpowiednio pewnymi aktywami gwarantującymi wykup i właściwą obsługę zaciągniętej pożyczki. Dlatego też oprocentowanie tych obligacji jest z reguły wyższe niż powszechnie oferowane przy sprzedaży obligacji właściwie zabezpieczonych[8].

Najbardziej istotnym z punktu widzenia niniejszej pracy kryterium podziału obligacji jest ich klasyfikacja ze względu na emitenta. Obligacje dzielą się mianowicie na:

- obligacje państwowe (inaczej nazywane skarbowymi) – cieszą się największym zaufaniem inwestorów, gdyż powszechnie uważa się je za wolne od ryzyka niewypłacalności; jest mało prawdopodobne, że rząd nie dotrzyma warunków dotyczących wypłaty odsetek lub wartości oprocentowania; dochód z emisji przeznaczany jest na finansowanie deficytu budżetowego;
- obligacje komunalne to papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, a także przedsiębiorstwa komunalne. Z punktu widzenia konstrukcji obligacje komunalne nie różnią się zbytnio od innych rodzajów obligacji. Najwyraźniej widoczne jest to w formie oprocentowania; większość jednostek samorządowych emitujących obligacje ustala je na podstawie rentowności bonów skarbowych. Z punktu widzenia bezpieczeństwa obligacje komunalne także należą do najbardziej pewnych papierów wartościowych;
- obligacje przedsiębiorstw to obok obligacji komunalnych jeden z najmłodszych rodzajów papierów wartościowych na polskim rynku, przy czym mogą one występować w następujących formach:
  - jako obligacje przedsiębiorstw użyteczności publicznej (np. energetycznych, telekomunikacyjnych itp.),
  - jako obligacje przedsiębiorstw przemysłowych,
  - jako obligacje instytucji finansowych.

Przy zakupie tego typu obligacji znacznie większą rolę niż przy dwóch powyżej omawianych rodzajach odgrywa ryzyko niewypłacalności. Im wyższe jest to ryzyko, tym wyższe jest oprocentowanie obligacji (z zasady są one opro-

[8] W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, op.cit., s. 38.

centowane wyżej od papierów rządowych). Ogólnie rzecz biorąc, inwestorzy decydujący się na nabycie obligacji przedsiębiorstw powinni brać pod uwagę zdolność kredytową emitenta, a nie tylko cechy samego papieru[9]. Warto ponadto wspomnieć o tzw. specyficznych rodzajach omawianych papierów wartościowych. Są to[10]:

- obligacje zamienne pozwalające obligatariuszowi na dokonanie w określonych warunkach wymiany posiadanych przez niego obligacji na oznaczoną liczbę akcji spółki – emitenta przedmiotowych obligacji. Są one zazwyczaj oprocentowane niżej od klasycznych obligacji. Inwestorzy godzą się na to w zamian za możliwy wzrost wartości, jeżeli ceny akcji emitenta pójdą w górę;
- obligacje z prawem pierwszeństwa; ich posiadanie daje obligatariuszowi uprawnienie do nabycia w ciągu określonego czasu i po ustalonej w momencie emisji akcji cenie akcji spółki – emitenta obligacji;
- obligacje zagraniczne emitowane przez podmioty na rynkach zagranicznych (przykładem tego typu instrumentu są euroobligacje).

Obligacje skarbowe są zazwyczaj emitowane w celu pozyskania przychodów zwrotnych umożliwiających pokrycie deficytu w budżecie państwa. Obligacje przedsiębiorstw uznawane są za tańsze (w porównaniu z emisją akcji) źródło finansowania działalności albo też dostarczają dodatkowych środków finansowych potrzebnych w związku z podejmowanymi inwestycjami. Natomiast obligacje komunalne służą z reguły finansowaniu nakładów inwestycyjnych o długim okresie zwrotu.

Jak już wyżej wspomniano, obligacje komunalne są szczególnego rodzaju papierami wartościowymi, w obrębie których stosowane są różne klasyfikacje. Na przykład W. Bień dzieli papiery wartościowe według następujących kryteriów[11]:

- w zależności od korzyści, jakich oczekuje inwestor:
  - papiery uprawniające do z góry ustalonego dochodu (inaczej papiery odsetkowe) – dochód wyznaczany jest w stosunku do nominalnej wartości dokumentu, przeważnie w formie stopy procentowej (np. obligacje, listy zastawne, bony skarbowe itp.),
  - papiery uprawniające do dochodu zmiennego – dochód zależy od zyskowności przedsięwzięcia, w którego finansowanie zaangażowano środki uzyskane z emisji papierów wartościowych (np. akcje, certyfikaty inwestycyjne);

[9] E. Faerber, *Wszystko o obligacjach*, op.cit., s. 72.
[10] Ibidem, s. 141.
[11] W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, op.cit., s. 23–26.

- ze względu na charakter lokaty:
  - papiery pożyczkowe – stanowiące formę pożyczki kapitału na określony czas, po upływie którego podlega on zwrotowi (np. obligacje, bony pieniężne, certyfikaty inwestycyjne itp.),
  - udziałowe – polegające na trwałym zaangażowaniu lokaty, która przekształca się w kapitał własny emitenta (przede wszystkim akcje);
- ze względu na zasięg obrotu:
  - papiery dopuszczone do obrotu publicznego – których nabywanie może być oferowane za pośrednictwem środków masowego przekazu albo w inny sposób, jeżeli oferta skierowana jest do szerszego grona nabywców (powyżej określonego limitu),
  - o ograniczonym obrocie – oferty sprzedaży tychże papierów są skierowane do z góry oznaczonego kręgu odbiorców (nieprzekraczającego określonego limitu).

Podsumowując dokonany wyżej przegląd różnych rodzajów obligacji, przypomnieć trzeba to, że obligacje mogą być klasyfikowane również ze względu na wiele innych kryteriów, spośród których wyeksponować warto:

- przeznaczenie środków finansowych pochodzących z emisji obligacji, gdzie wyróżniamy:
  - obligacje aktywne – służące uzyskaniu nowych środków,
  - obligacje pasywne – służące regulacji istniejących zobowiązań (np. wykupu starych obligacji w ramach tzw. rolowania – zadłużenia);
- formę prawną związaną z przedmiotem zobowiązania, gdzie można wyróżnić:
  - obligacje zwykłe – związane ze świadczeniem pieniężnym,
  - obligacje opcyjne – związane z prawem przejęcia udziałów w danym przedsięwzięciu,
  - obligacje zamienne – związane z prawem zamiany na udziały (np. akcje);
- formę spłaty emisji obligacji, gdzie wyróżniamy:
  - obligacje spłacane w całości w dniu wykupu,
  - obligacje spłacane według terminarza wykupu (np. w ratach lub w drodze losowania);
- zasięg emisji obligacji, gdzie wyróżniamy:
  - obligacje wewnętrzne – emitowane w walucie krajowej i sprzedawane w kraju,
  - obligacje zewnętrzne – emitowane w walucie obcej i sprzedawane za granicą (np. euroobligacje);
- rodzaj zabezpieczenia emisji, gdzie wyróżniamy:
  - obligacje o pełnym zabezpieczeniu (np. w postaci zastawu, hipoteki lub gwarancji bankowych),
  - obligacje niezabezpieczone (lub o zabezpieczeniu częściowym),

- sposób przenoszenia tytułu własności, gdzie wyróżniamy:
  - obligacje imienne,
  - obligacje na okaziciela.

Przedstawiony podział odzwierciedla różnorodność form, jakie mogą przyjmować obligacje. Mogą one pełnić wiele funkcji i służyć wielu rozmaitym celom (obok ich celu podstawowego, jakim jest pozyskiwanie środków finansowych). Szczególnie interesujący wydaje się podział obligacji na ogólne i dochodowe.

Obligacje ogólne reprezentują pożyczkę spłacaną nabywcom obligacji występującym w roli pożyczkodawców z przyszłych dochodów emitenta. Natomiast obligacje dochodowe (zwane też przychodowymi) emitowane są „w celu zdobycia środków niezbędnych do sfinansowania konkretnego przedsięwzięcia i spłacane z dochodów uzyskiwanych z tego właśnie przedsięwzięcia”[12]. Drugi z wymienionych typów obligacji nadaje się szczególnie do finansowania takich inwestycji, które mogą w przyszłości dostarczać dochodów (np. oczyszczalnie ścieków, płatne parkingi, obiekty sportowe i wiele innych), a ponieważ obligacje dochodowe zabezpieczone są dochodami i majątkiem obiektu z nich finansowanego, nie obciążają one majątku emitenta, co występuje w przypadku obligacji ogólnych.

Szczególnym rodzajem instrumentów dłużnych są listy zastawne. Listy zastawne swoim charakterem przypominają obligacje, gdyż są instrumentami dłużnymi będącymi zobowiązaniem emitenta wobec nabywcy listu do zwrotu środków pieniężnych wraz z odsetkami, z tą różnicą, że w roli emitentów mogą występować wyłącznie banki hipoteczne, o których już wspominano wcześniej. Na rynku polskim możemy wyróżnić dwa rodzaje listów zastawnych: publiczny list zastawny i hipoteczny list zastawny. Tego rodzaju papiery wartościowe cechuje wysoki poziom bezpieczeństwa, głównie z powodu ograniczeń wynikających z przepisów ustawowych[13].

5.2. Rola banku inwestycyjnego w procesie emisji obligacji

Regulacje prawne związane z działalnością banków na rynku kapitałowym dotyczą także bankowości inwestycyjnej. Należy tu wymienić przepisy, które wynikają z:

- ustawy Prawo bankowe,

[12] G. Węgrzyn, *Obligacje komunalne jako źródło finansowania inwestycji w gminie*, [w:] *Finanse publiczne w warunkach przekształceń w gospodarce*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 721, Wrocław 1996, s. 77.

[13] S. Antkiewicz, *Rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce. Instrumenty. Innowacje. Perspektywy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006, s. 155.

- ustawy o obrocie instrumentami finansowymi,
- ustawy o obligacjach,
- ustawy o funduszach inwestycyjnych,
- ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych,
- ustawy o pracowniczych programach emerytalnych,
- ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych.

Ustawa Prawo bankowe określa między innymi czynności bankowości inwestycyjnej na rynku kapitałowym[14]:

- emitowanie bankowych papierów wartościowych,
- operacje czekowe i wekslowe oraz operacje, których przedmiotem są warranty,
- terminowe operacje finansowe,
- nabywanie i zbywanie wierzytelności pieniężnych,
- wykonywanie czynności zleconych związanych z emisją papierów wartościowych,
- prowadzenie skupu i sprzedaży wartości dewizowych,
- pośrednictwo w dokonywaniu przekazów oraz rozliczeń w obrocie dewizowym,
- obejmowanie lub nabywanie akcji i praw z akcji, udziałów innej osoby prawnej oraz jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych,
- zaciąganie zobowiązań związanych z emisją papierów wartościowych,
- dokonywanie obrotu papierami wartościowymi,
- świadczenie usług konsultacyjno-doradczych w sprawach finansowych,
- świadczenie innych usług finansowych.

Z kolei uchwała Komisji Nadzoru Bankowego z 12 grudnia 2001 roku wyznacza warunek rozdzielenia operacji banku na portfel bankowy oraz portfel handlowy. Portfel bankowy obejmuje przede wszystkim kredyty, pożyczki (lokaty) i depozyty. Z kolei do portfela handlowego zalicza się:

- operacje dokonywane na własny rachunek w celach handlowych z zamiarem uzyskania korzyści w krótkich okresach z rzeczywistych lub oczekiwanych różnic między rynkowymi cenami zakupu i sprzedaży lub też z innych odchyleń cen lub parametrów cenowych, w tym w szczególności stóp procentowych, kursów walutowych, indeksów giełdowych itp.,
- operacje dokonywane w ramach świadczenia usług pośrednictwa finansowego na hurtowym rynku finansowym,
- umowy z udzielonym przyrzeczeniem odkupu (operacje *repo*),
- umowy z otrzymanym przyrzeczeniem odkupu (operacje *reverse repo*),

[14] Ustawa Prawo bankowe z dnia 29 sierpnia 1997 r. (DzU 1997 nr 140, poz. 939 ze zm.).

- opłaty, prowizje, odsetki naliczone do dnia sprawozdawczego, dywidendy i depozyty zabezpieczające transakcje giełdowe, bezpośrednio związane z operacjami zaliczonymi do portfela handlowego.

Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi[15] reguluje zasady podejmowania i prowadzenia działalności dotyczącej obrotu instrumentami finansowymi, a także prawa i obowiązki uczestników obrotu oraz wykonywanie nadzoru w tym zakresie. Ustawa między innymi określa zasady wykonywania czynności maklerskich. Przepisów tej ustawy nie wykorzystuje się tylko do weksli i czeków. Ustawą o obrocie instrumentami finansowymi zastąpiono ustawę z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi[16].

Ustawa o obligacjach[17] określa zasady emisji, zbywania, nabywania oraz wykupu obligacji. Na podstawie tej ustawy obligacje mogą być emitowane przez:

- podmioty, które prowadzą działalność gospodarczą, posiadające osobowość prawną oraz spółki komandytowo-akcyjne,
- jednostki samorządu terytorialnego,
- inne podmioty, które posiadają osobowość prawną, uprawnione do emisji obligacji na podstawie innych ustaw,
- instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub Narodowy Bank Polski, lub co najmniej jedno z państw należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), lub bank centralny takiego państwa, lub instytucje, z którymi Rzeczpospolita Polska zawarła umowy, które regulują działalność takich instytucji na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i zawierają stosowne postanowienia w sprawie emisji obligacji.

Według wspomnianej ustawy emitent odpowiada całym swym majątkiem za zobowiązania, które wynikają z obligacji, z zastrzeżeniem, że może on ograniczyć w treści obligacji swoją odpowiedzialność za te zobowiązania do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszowi służy prawo pierwszeństwa, tzn. prawo do zaspokojenia swych roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta.

Obligacje mogą być emitowane w różnych trybach, które decydują o procedurze emisji i wysokości ponoszonych kosztów. Ustawa o obligacjach pozwala na wyróżnienie trzech trybów emisji obligacji:

1) tryb emisji prywatnej (niepublicznej),
2) tryb subskrypcji publicznej obligacji krótkoterminowych bądź o wartości nominalnej nie mniejszej niż równowartość 40 000 euro, przeznaczonych do obrotu prywatnego,
3) tryb subskrypcji publicznej obligacji przeznaczonej do obrotu publicznego.

[15] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (DzU 2005 nr 183, poz. 1538 ze zm.).

[16] DzU nr 118, poz. 754.

[17] Ustawa o obligacjach z 29 czerwca 1995 r. (DzU 1995 nr 83, poz. 420 ze zm.).

Poszczególne rodzaje emisji obligacji różnią się wykonywanymi czynnościami organizacyjnymi i prawnymi. Cechą wspólną każdego rodzaju emisji jest wybór trybu emisji i ustalenie jej warunków. Rodzaj emitowanych obligacji narzuca wybór trybu emisji pomiędzy publiczną subskrypcją a skierowaniem propozycji nabycia obligacji do indywidualnych adresatów (których liczba w praktyce ogranicza się często do kilkunastu lub kilkudziesięciu), z którymi prowadzone są negocjacje.

Istota publicznej subskrypcji polega na skierowaniu propozycji nabycia obligacji do nieoznaczonego adresata albo do większej liczby adresatów oznaczonych (w świetle obowiązującego w Polsce prawa jest to minimalnie 150 osób). Różnica między emisją publiczną a emisją prywatną polega na zasięgu informacji o ofertach kupna i sprzedaży. Wybór trybu emisji należy do pierwszych czynności podejmowanych w ramach procedury emisji obligacji, które emitent może przeprowadzić sam lub też może powierzyć ich przeprowadzenie podmiotowi profesjonalnie zajmującemu się taką działalnością. W celu przeprowadzenia emisji obligacji w ramach oferty publicznej spółka wybiera podmioty, które będą w tym procesie uczestniczyć. Udział biegłego rewidenta i firmy inwestycyjnej jest obligatoryjny, natomiast spółka decyduje o wyborze m.in. doradcy prawnego, subemitenta inwestycyjnego lub usługowego. Podmiotem, który pojawia się przy emisji obligacji, jest bank – reprezentant. Pełni on funkcję przedstawiciela ustawowego obligatariuszy. Emitent przekazuje bankowi informacje o sytuacji bieżącej w formie raportów. Ważnym elementem jest także określenie parametrów emisji. Należy zwrócić uwagę na wielkość potrzebnego kapitału, okres zapotrzebowania na kapitał, koszt pozyskania oraz termin spłaty. W przypadku emisji publicznej wymagana jest zgoda Komisji Nadzoru Finansowego na wprowadzanie obligacji do obrotu publicznego. Emitent wraz z wnioskiem dołącza prospekt emisyjny.

W przypadku emisji niepublicznej propozycja nabycia obligacji skierowana jest do ograniczonego grona nabywców. Propozycja nabycia obligacji zawiera informacje, dzięki którym można ocenić sytuację finansową emitenta. Emisja obligacji może być przeprowadzona na dwa sposoby[18]:

1) poprzez publiczne proponowanie nabycia (gdy propozycja jest skierowana do nieokreślonej z góry liczby inwestorów);
2) poprzez proponowanie nabycia skierowanego do wybranych inwestorów, pod warunkiem że propozycja nabycia zawiera dane, które odpowiednio do rodzaju emitenta i obligacji pozwalają na ocenę sytuacji finansowej emitenta. Emitent zobowiązany jest wtedy do zapewnienia dostępu do informacji dotyczących m.in.:

[18] Ibidem.

- celów emisji, jeśli są określone,
- wielkości emisji,
- wartości nominalnej oraz ceny emisyjnej obligacji lub sposobu jej ustalenia,
- zasad wykupu,
- zasad wypłaty oprocentowania,
- wielkości i formy ewentualnego zabezpieczenia oraz oznaczenia podmiotu udzielającego zabezpieczenia,
- wielkości zaciągniętych zobowiązań na ostatni dzień kwartału, który poprzedza udostępnienie propozycji nabycia, oraz perspektywy kształtowania zobowiązań emitenta do momentu całkowitego wykupu obligacji proponowanych do nabycia,
- danych, które umożliwiają potencjalnym nabywcom obligacji ocenę efektów przedsięwzięcia oraz zdolności emitenta do wywiązania się ze zobowiązań, które wynikają z obligacji,
- warunków przeliczania wartości świadczenia niepieniężnego na pieniężne.

Podstawowym warunkiem przeprowadzenia emisji na powyższych zasadach jest obligatoryjne przygotowanie prospektu emisyjnego przez emitenta oraz udostępnienie go do publicznej wiadomości, a także dopełnienie obowiązków informacyjnych dotyczących obligacji i warunków ich nabycia.

Określony formularz, na jakim sporządzane są owe dokumenty, oraz zakres informacji w nich zamieszczanych ujednolicone zostały we wszystkich krajach członkowskich Unii Europejskiej[19].

Zatwierdzony przez organy KNF prospekt emisyjny upoważnia emitenta do oferowania obligacji w dowolnym kraju Unii (tym samym otrzymuje on bowiem tzw. jednolity paszport europejski). Prospekt emisyjny składa się z trzech części – dokumentów: rejestracyjnego, ofertowego oraz podsumowującego. W całości formularz ten może być opublikowany na trzy sposoby, poprzez:

- zamieszczenie w co najmniej jednym dzienniku ogólnokrajowym,
- udostępnienie w formie wydrukowanej w siedzibie emitenta oferującego papiery wartościowe, na giełdzie oraz w punktach obsługi klienta podmiotów biorących udział w sprzedaży albo subskrypcji obligacji,
- zamieszczenie na witrynie internetowej emitenta.

Oferta nabycia obligacji może zostać również skierowana do ograniczonego grona inwestorów (oferta niepubliczna). Wówczas nie jest wymagane zatwierdzenie prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego przez KNF, co jednakże nie zwalnia emitenta z obowiązku publikacji (w jeden ze wspomnia-

[19] Kwestie te uregulowane zostały w rozporządzeniu Komisji Europejskiej nr 809/2004 wdrażającym dyrektywę 2003/71/WE.

nych sposobów) oferty nabycia walorów, zawierającej informacje o emitencie, obligacjach i dotychczasowych wynikach finansowych oraz aktualnej sytuacji majątkowej.

Jeśli natomiast chodzi o euroobligacje, to najczęściej bywają one sprzedawane za pośrednictwem międzynarodowych konsorcjów bankowych – sposób ich organizacji oraz procedura subskrypcji emisji i sprzedaży walorów przypominają system udzielania kredytów konsorcjalnych. W przypadku kiedy subskrypcji emisji dokonuje wspomniane konsorcjum, staje się ono zarazem pierwotnym nabywcą całej puli papierów dłużnych. Informacje o planowanej transakcji sprzedaży nowej emisji obligacji publikowane są natomiast w międzynarodowej prasie finansowej.

Koszty subskrypcji emisji obligacji, po doliczeniu do nich opłat administracyjnych banku, nie przekraczają zazwyczaj 2–3% wartości papierów wartościowych w ich cenie emisyjnej. Wyróżnić możemy wśród nich następujące elementy:

- opłaty organizacyjno-przygotowawcze (wynoszą zwykle 0,4–0,5% kwoty emisji),
- prowizję subskrypcyjną o podobnej wysokości,
- prowizję agencyjną (zwykle w wysokości 1,25–2% kwoty emisji).

Ustawa o obligacjach[20] ustala również warunki, na jakich bank może zawrzeć umowę o reprezentacji obligatariuszy wobec emitenta. Emitent w sytuacji, gdy jest więcej niż 15 nabywców obligacji, może przed rozpoczęciem emisji obligacji zawrzeć z bankiem umowę o reprezentacji obligatariuszy wobec emitenta, a nawet jest do tego zobowiązany w sytuacji, kiedy emisja zabezpieczona jest poręczeniem lub gwarancją Skarbu Państwa. Po zawarciu umowy bank pełni funkcję przedstawiciela ustawowego obligatariuszy według zasad określonych w ustawie i w umowie o reprezentację.

W roli banku reprezentanta może występować bank posiadający kapitał własny w wysokości nie niższej niż równowartość 10 mln euro w walucie polskiej, utworzony jako spółka akcyjna lub bank państwowy. Obowiązkami banku reprezentanta względem obligatariuszy są przede wszystkim:

- okresowa analiza zdolności emitenta do wykonywania obowiązków wynikających z warunków emisji,
- odpowiadanie na pytania obligatariuszy dotyczące emisji,
- informowanie obligatariuszy o możliwych zagrożeniach dla ich interesów oraz pomoc w zabezpieczaniu tych interesów.

Szczególnym rodzajem obligacji, które bardzo często są emitowane za pośrednictwem banków komercyjnych, są obligacje komunalne. Emisja obligacji komunalnych może nastąpić poprzez:

[20] Ustawa o obligacjach... (DzU 1995 nr 83, poz. 420).

- publiczne proponowanie ich nabycia, z zastosowaniem procedur i warunków oferty publicznej przewidzianej prawem, czyli w tzw. procedurze giełdowej,
- publiczne proponowanie nabycia obligacji w sposób wskazany jak wyżej, z zastrzeżeniem o niestosowaniu wspomnianych przepisów do obrotu tymi obligacjami,
- w ofercie niepublicznej (prywatnej), w szczególności poprzez skierowanie imiennego zaproszenia (oferty) do określonego grona potencjalnych nabywców.

Do obrotu na rynku oficjalnych notowań mogą być dopuszczone obligacje i inne dłużne papiery wartościowe (emitowane m.in. przez jednostki samorządu terytorialnego lub związki tych jednostek), jeżeli:

- są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym,
- ich zbywalność nie jest ograniczona,
- wnioskiem zostały objęte wszystkie papiery wartościowe tego samego rodzaju.

Publiczne proponowanie nabycia obligacji w ofercie publicznej wymaga zatwierdzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego. W tym celu emitent jest zobowiązany do przygotowania i złożenia wniosku wraz z memorandum informacyjnym do wspomnianej Komisji za pośrednictwem firmy inwestycyjnej. Wniosek musi zawierać następujące elementy:

- firmę (nazwę) i siedzibę remitenta,
- podstawowe dane o oferowanych obligacjach, w szczególności określenie ich liczby, rodzaju i wartości nominalnej,
- oznaczenie firmy inwestycyjnej, która będzie oferowała papiery wartościowe objęte wnioskiem.

Do wniosku dołącza się:

- statut JST – emitenta lub umowę spółki (akt założycielski) w przypadku związku JST,
- uchwałę organu stanowiącego w sprawie emisji obligacji w drodze oferty publicznej oraz ich dematerializacji,
- wykaz informacji, w odniesieniu do których emitent lub wprowadzający wnosi o zwolnienie z obowiązku ich zamieszczenia w memorandum informacyjnym, wraz z uzasadnieniem,
- wykaz informacji, których przedstawienie w memorandum informacyjnym nie jest możliwe, ze wskazaniem specyfiki lub okoliczności, które uzasadniają ich pominięcie.

Memorandum informacyjne powinno zawierać prawdziwe, rzetelne i kompletne informacje o emitencie i innych wskazanych w rozporządzeniu [9] osobach, ich sytuacji finansowej i prawnej oraz o objętych memorandum papierach wartościowych i zasadach ich oferowania. Memorandum powinno być napisane

językiem zrozumiałym dla inwestorów. W przypadku oferowania obligacji przez JST w ofercie publicznej memorandum informacyjne składa się z następujących części:

- wstępu – zawierającego informacje wprowadzające, m.in. cenę emisyjną, prawa i obowiązki wynikające z obligacji, terminy przeprowadzenia subskrypcji lub sprzedaży, zasady dystrybucji i przydziału papierów wartościowych,
- rozdziałów – obejmujących w kolejności: *Podsumowanie i czynniki ryzyka*; *Osoby odpowiedzialne za informacje zawarte w memorandum*; *Dane o emisji*; *Dane o emitencie i jego działalności*; *Oceny i perspektywy rozwoju emitenta*; *Dane o osobach zarządzających, osobach nadzorujących*; *Sprawozdania finansowe*; *Informacje dodatkowe*; *Załączniki,*
- informacji objętych wnioskiem o niepublikowanie.

Emitent lub wprowadzający mają obowiązek ustalenia terminu i sposobu udostępnienia memorandum informacyjnego oraz jego ważności, tak aby zapewnić:

- jego dostępność dla inwestorów,
- sprawne przeprowadzenie oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym,
- należytą ochronę interesów inwestorów.

Aby powyższe warunki były spełnione, memorandum powinno być podane do publicznej wiadomości w przynajmniej jeden z poniższych sposobów:

- przez zamieszczenie w co najmniej jednej gazecie ogólnopolskiej,
- w postaci drukowanej, bezpłatnie, w siedzibie spółki prowadzącej rynek regulowany, na którym obligacje mają być dopuszczane do obrotu, lub w siedzibie emitenta i w siedzibie firmy inwestycyjnej wykonującej czynności oferowania na podstawie umowy zawartej z emitentem i w punktach obsługi klienta podmiotów biorących udział w subskrypcji lub sprzedaży papierów wartościowych, w nakładzie zapewniającym dostępność dla osób zainteresowanych oraz sprawne przeprowadzenie oferty publicznej,
- w postaci elektronicznej w sieci Internet na stronie emitenta oraz, odpowiednio, na stronach podmiotów biorących udział w subskrypcji lub sprzedaży papierów wartościowych,
- w postaci elektronicznej w sieci Internet na stronie spółki prowadzącej rynek regulowany, na którym obligacje mają być dopuszczane do obrotu.

W przypadku emisji obligacji przez JST lub ich związki wymagania dotyczące publikacji sprawozdań finansowych i ich opinii o badaniu przez biegłego rewidenta uważa się za spełnione poprzez udostępnianie ostatniego rocznego sprawozdania z wykonania budżetu jednostki samorządu terytorialnego wraz z opi-

nią regionalnej izby obrachunkowej oraz odpowiednio kolejnych rocznych sprawozdań wraz z tymi opiniami.

Jeśli chodzi o procedurę emisji obligacji komunalnych, to można ją podzielić na następujące etapy:

1) przygotowanie stosownej uchwały rady samorządowej,
2) przygotowanie strategii ulokowania obligacji na rynku,
3) zebranie opinii potrzebnych dla rozpoczęcia emisji obligacji,
4) przygotowanie umów i innych dokumentów związanych z emisją,
5) przeprowadzenie emisji (tj. kierowanie propozycji nabycia obligacji do potencjalnych inwestorów, zorganizowanie sprzedaży obligacji),
6) obsługa emisji (w tym: zorganizowanie obrotu wtórnego, wypłata oprocentowania na rzecz obligatariuszy, czyli nabywców obligacji),
7) realizacja wykupu obligacji.

Kwestią wymagającą rozstrzygnięcia przez emitenta, szczególnie w ofercie publicznej, jest sposób proponowania nabycia obligacji. Wymaga to przyjęcia określonej strategii promocji i dystrybucji obligacji. Wyróżniamy tu w szczególności:

- emisję własną – gdy emitent organizuje emisję we własnym zakresie,
- subemisję – gdy emitent, ze względu na złożoność zagadnień ekonomicznych i prawnych oraz brak doświadczenia i odpowiednio wyszkolonej kadry, powierza odpłatnie organizację emisji pośrednikowi, który pełni funkcję agenta emisji.

Subemisja może być przeprowadzona przez:

- subemitenta inwestycyjnego – którym jest podmiot (np. bank) będący stroną zawartej z emitentem albo wprowadzającym umowy, w której to podmiot ten zobowiązuje się do nabycia, na własny rachunek, całości lub części obligacji oferowanych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej, na które nie złożono zapisów w terminie ich przyjmowania,
- subemitenta usługowego – którym jest podmiot będący stroną umowy zawartej z emitentem, w której podmiot ten zobowiązuje się do nabycia, na własny rachunek, całości lub części emitowanych obligacji, oferowanych wyłącznie temu podmiotowi, w celu dalszego ich zbywania w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej.

W polskiej praktyce bank organizujący emisję obligacji komunalnych jest odpowiedzialny za realizację powierzonego mu zadania (tzn. pozyskania środków na rynku kapitałowym), jednak często dodatkowo zobowiązany jest do obsługi poemisyjnej.

Najważniejszymi rodzajami usług składających się na proces organizacji i przeprowadzenia emisji obligacji są:

- doradztwo ekonomiczno-finansowe oraz prawne przed emisją (obsługa przedemisyjna),

- przygotowanie oraz druk obligacji (jeśli mają formę papierową),
- przygotowanie propozycji nabycia (memorandum informacyjnego),
- promocja emisji,
- sprzedaż obligacji na rynku,
- gwarantowanie uplasowania emisji (tzw. *underwriting*),
- organizacja depozytu oraz rynku wtórnego,
- obsługa poemisyjna.

Jeśli chodzi o obsługę przedemisyjną, to banki organizujące emisję obligacji mogą jedynie zweryfikować poczynione założenia emisji oraz jej wpływ na sytuację finansową emitenta. Jeśli zdaniem banku założenia te nie są optymalne, to może on zasugerować alternatywny sposób skonstruowania emisji (uwzględniający np. możliwość skoordynowania okresu zapotrzebowania na środki finansowe z terminem ich pozyskania na rynku). Dobór właściwej struktury emisji jest ważny z punktu widzenia kosztu obsługi długu. Ponieważ wysokość oprocentowania zależy zwykle od okresu, na jaki dokonywana jest emisja (przy czym zwykle obligacje o dłuższym terminie wykupu są oprocentowane wyżej niż obligacje o krótszym terminie), to zaciągnięcie długu na krótszy termin może umożliwić obniżenie kosztu obsługi długu. Z drugiej strony wcześniejszy wykup obligacji może zmniejszyć potencjalne możliwości inwestycyjne emitenta. Zakres doradztwa prawnego ze strony banku dotyczy zwykle wszelkich kwestii związanych z przygotowaniem treści obligacji, propozycji nabycia (zgodnej w wymaganiami prawa) czy przygotowania projektu uchwały dotyczącej planowania emisji.

W przypadku emisji obligacji posiadających formę fizycznych dokumentów bank może zlecić wyspecjalizowanej firmie poligraficznej sporządzenie projektu graficznego oraz druk obligacji (tym bardziej że przepisy prawa nie określają wyglądu obligacji, lecz jedynie ich treść). Jeśli obligacje mają charakter papierów wartościowych na okaziciela, to konieczne jest umieszczenie na nich odpowiednich zabezpieczeń uniemożliwiających ich fałszowanie (podobnie jak w przypadku banknotów). Niektóre banki organizujące emisję stosują opłaty za odbiór obligacji z depozytu, co ogranicza popyt na obligacje w formie papierowej, a jednocześnie pokrywa koszty związane z ich drukiem.

Jeśli chodzi o przygotowanie memorandum informacyjnego, to musi ono zawierać podstawowe informacje dotyczące emisji obligacji (które zostały wymienione wcześniej), jednak może również zawierać informacje dodatkowe, np. na temat emitenta i jego sytuacji finansowej.

Ważnym elementem przeprowadzenia emisji obligacji jest jej faza promocji i reklamy, która ma na celu zachęcenie potencjalnych inwestorów do zakupu obligacji. Jest to szczególnie istotne w przypadku mało znanych emitentów oraz w warunkach ciągle słabo rozwiniętego rynku obligacji pozaskarbowych (np. komunalnych). Zakres możliwej promocji może obejmować takie czynności, jak:

- zorganizowanie konferencji prasowej informującej o planowanej emisji,
- zorganizowanie spotkania z potencjalnymi inwestorami,
- wykorzystanie propozycji nabycia i memorandum informacyjnego w celach marketingowych,
- opublikowanie odpowiednich ogłoszeń w prasie.

Decydującym etapem emisji obligacji jest ich sprzedaż na rynku. Jedną z możliwości organizacji sprzedaży obligacji jest przetarg powiązany z procesem budowania księgi zamówień (tzw. *book-building*), który sprawdził się w przypadku emisji akcji i jest wykorzystywany przez wiele banków również do plasowania emisji obligacji. Proces ten jest także kompleksowym sposobem promocji emisji i polega na wzbudzeniu zainteresowania potencjalnych inwestorów (często w drodze bezpośrednich kontaktów). Inwestorzy proszeni są o zadeklarowanie ilości obligacji, jakie są skłonni nabyć, i ich ceny, a ostateczna cena emisyjna ustalana jest w wyniku przeprowadzenia konkursu ofert.

Integralną częścią procesu sprzedaży obligacji stanowi gwarancja banku (*underwriting*), w ramach której bank gwarantuje emitentowi, że wszystkie wyemitowane obligacje znajdą nabywców. Część emisji, której nie uda się sprzedać na rynku, jest zwykle nabywana przez sam bank organizujący emisję. Wysokość wynagrodzenia (prowizji) pobieranego przez bank za taką usługę odzwierciedla zazwyczaj ryzyko uplasowania danej emisji, przy czym prowizja ta jest podzielona na dwa elementy: prowizję za gotowość oraz prowizję za faktyczne objęcie obligacji. Inną możliwością organizacji sprzedaży obligacji jest zakup całej emisji przez bank, który następnie odsprzedaje obligacje wybranym inwestorom. Metoda ta przyśpiesza sprzedaż i pozyskanie środków przez emitenta, ale wymaga zaangażowania środków własnych banku, co w przypadku większych emisji może narazić bank na przekroczenie określonych przez prawo bankowe limitów zaangażowania.

Jeśli chodzi o organizację depozytu, to banki organizujące emisję oferują często inwestorom możliwość zdeponowania kupionych obligacji (inwestorzy otrzymują jedynie imienne potwierdzenie dokonanego zakupu). Z kolei rynek wtórny dla wyemitowanych obligacji jest zwykle organizowany przez bank pełniący funkcję koordynatora emisji. Bank może ograniczyć się jedynie do roli instytucji kojarzącej nabywców i odbiorców lub też bardziej aktywnie utrzymywać płynność rynku (np. poprzez bezpośrednie zaangażowanie finansowe w przeprowadzane operacje). Niewątpliwie czynnikiem wpływającym na płynność rynku wtórnego obligacji może być powstawanie nowych platform obrotu obligacjami (np. niedawno powstały w Polsce rynek Catalyst).

Ostatnim rodzajem oferowanych przez banki usług składających się na proces organizacji emisji obligacji jest obsługa poemisyjna, która może obejmować m.in.:

- wypłatę odsetek posiadaczom obligacji na wskazane rachunki bankowe;

- pomoc przy wykupie obligacji obejmującą np.:
  - rozliczenie emisji,
  - wykup obligacji w imieniu i na rachunek emitenta,
  - sporządzenie protokołu o umorzeniu obligacji po ich wykupie.

Ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych z 29 sierpnia 1997 roku[21] daje możliwość tworzenia banków hipotecznych. Przepisy ustawy określają zasady emisji, zbywania, nabywania, wykupu oraz zabezpieczenia listów zastawnych, a także zasady tworzenia, organizacji, działalności i nadzoru nad bankami hipotecznymi. W rozumieniu tej ustawy list zastawny jest dłużnym papierem wartościowym emitowanym przez bank hipoteczny. Możemy wyróżnić dwa rodzaje listów zastawnych: hipoteczne i publiczne.

Podłożem emisji hipotecznych listów zastawnych są wierzytelności banku z tytułu udzielonych kredytów zabezpieczanych hipoteką oraz nabyte wierzytelności innych banków pochodzące z udzielonych kredytów zabezpieczanych hipoteką.

W przypadku emisji publicznych listów zastawnych podstawą są wierzytelności pochodzące z kredytów niezabezpieczonych hipoteką pod warunkiem, że są zabezpieczone gwarancją lub poręczeniem Skarbu Państwa, Narodowego Banku Polskiego, rządów lub banków centralnych państw Unii Europejskiej, Europejskiego Banku Centralnego.

Bibliografia

Antkiewicz S., *Polski rynek obligacji i innych dłużnych papierów wartościowych*, Wyd. Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2011.

Antkiewicz S., *Rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce. Instrumenty. Innowacje. Perspektywy*, Wyd. Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006.

Bień W., *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 1997.

Buczek S., *Wpływ rynkowej ceny akcji na kurs obligacji zamiennej*, „Nasz Rynek Kapitałowy" nr 10/1999.

Czechowska D. (red.), *Instrumenty dłużne w gospodarce*, CeDeWu, Warszawa 2010.

Fabozzi F.J., *Rynki obligacji. Analiza i strategie*, WIG-Press, Warszawa 2000.

Faerber E., *Wszystko o obligacjach*, Biblioteka Inwestora, Warszawa 1996.

Hajdys D., *Rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce w latach 1996–2000*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2003.

Kudła J., *Instrumenty finansowe i ich zastosowania*, Key Text, Warszawa 2009.

Michalski M., *Obligacje w świetle ustawy z dn. 26.06.1995*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego" 1996.

[21] Ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych z dnia 29 sierpnia 1997 r. (DzU 1997 nr 140, poz. 940).

Miklaszewski E., *Bank na rynku finansowym: problemy skali, efektywności i nadzoru*, Wolters Kluwer, Warszawa 2010.
Niedziółka P., *Zarządzanie ryzykiem stopy procentowej w banku*, Difin, Warszawa 2002.
Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B. (red.), *System finansowy w Polsce*, PWN, Warszawa 2003.
Sopoćko A., *Rynkowe instrumenty finansowe*, PWN, Warszawa 2010.
Szelągowska A., *Współczesna bankowość korporacyjna*, CeDeWu, Warszawa 2011.
Ustawa o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 roku (DzU 1995 nr 83, poz. 420, znowelizowana 29.06.2000 r., DzU 2001 nr 120, poz. 1300).
Ustawa z dnia 25 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (DzU 2005 nr 183, poz. 1538 ze zm.).
Utkin J., *Obligacje i ich portfele – wycena, wrażliwość, strategie*, Wyd. SGH, Warszawa 2005.
Walkiewicz R., *Bankowość inwestycyjna*, Poltext, Warszawa 2001.
Zaleska M. (red.), *Współczesna bankowość*, Difin, Warszawa 2007.
Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU 2005 nr 184, poz. 1539 ze zm.).
Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (DzU nr 140, poz. 939 ze zm.).
Ustawa z 26 stycznia 2007 r. o zmianie ustawy Prawo bankowe (DzU nr 42, poz. 272).
Ustawa o finansach publicznych z dn. 27 sierpnia 2009 r. (DzU nr 157, poz. 1240).
Ustawa z dn. 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (DzU nr 140, poz. 940).