PN-ABQ-393
ISN 29681

RTI

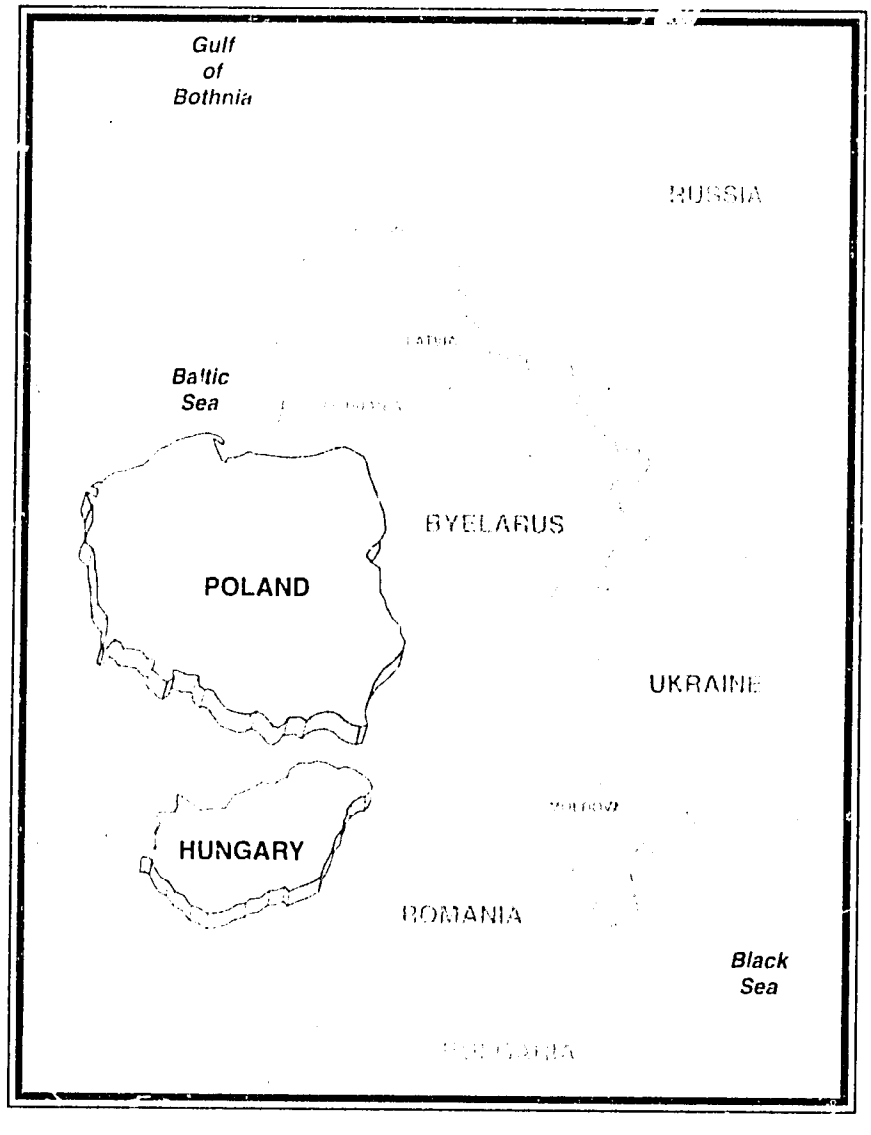
Center for International Development

Local Environmental Management Project

AN ANALYSIS OF THE PRINCIPLES AND PROCEDURES APPLICABLE TO BOND ISSUES BY POLISH MUNICIPALITIES

By Dr. Marek Lyszczak

September 1993



Research Triangle Institute
P.O. Box 12194
Research Triangle Park, NC 27709

Supported by
Environment and Natural Resources Division
Bureau for Europe
Agency for International Development
Washington, DC 20523

PN-ABQ-393

AN ANALYSIS OF THE PRINCIPLES AND PROCEDURES APPLICABLE TO BOND ISSUES BY POLISH MUNICIPALITIES

By

Dr. Marek Lyszczak
Academy of Economics, Finance Department
University of Wroclaw
with an English Translation

Requested by

Local Environmental Management Project (LEM),
Research Triangle Institute

September 1993

INTRODUCTION

This booklet contains a short study on the Polish Municipal Bond Law by Dr. Marek Lyszczak, a member of the finance faculty at the Wroclaw Academy of Economics. The study was requested by the Local Environmental Management Project (LEM) after Dr. Lyszczak, working as an LEM consultant, raised the possibility that certain municipal publics works might be financed through the existing municipal bond law. Dr. Lyszczak was aided in the discussions that led to this study by Mr. Don Ammons, an LEM financial consultant. The study appears first in Polish, as Dr. Lyszczak wrote it, and is then presented in an English translation which has been adapted to the language used in the United States in the discussion of municipal bonds. The translation also contains general observations about changes in the existing law.

In the last three or four years the Polish Government has moved to decentralize the functions and operations of its local self government units and has encouraged them to solve environmental problems within their own capacity; it has also provided a portfolio of grants and "soft" loans encouraging localities to take on more responsibility in facing their capital needs. Additional revamping of the local government structure, including the method of allocating capital grants, pointing toward more decentralization may be introduced in 1994.

But many, if not all, critical environmental problems confronting Polish local self governmental units require considerable investment in water treatment plants, in modern solid waste landfill sites and in the construction of wastewater treatment and collection systems. Outlays for such capital ventures are large, often overwhelming, whether the local government is a large city like Gdansk or a small municipality like Miedzna.

The critical question for local self government units is, as it has always been, what financial sources can be found to support these essential capital projects? And these resources present similar characteristics no matter what the circumstances, no matter what the size of the local government. Financial resources are generated from (a) the local government's own-source revenue, (b) revenue shared with other levels of government, (c) commercial bank loans requiring dedicated revenues for payback, (d) grants and loans from the central government, and (e) grants and loans through international lending institutions which in the case of loans often require dedicated revenues similar to commercial bank loans.

Because the capital investment necessary to solve any environmental problems requires financial outlays that have to be sustained over a period of years, borrowing against dedicated revenues may be feasible for some municipalities. Thus the creation of a municipal capital market using the device of municipal bonds may be a workable answer to the

immediate capital needs focusing on a repayment schedule over ten, fifteen, or twenty years. At the same time creation of indebtedness under a bond issue requires municipalities to levy taxes and dedicate user fees so that the bonds can be retired; such local fiscal discipline in the allocation of resources may not be characteristic of every local self government unit. But to those units that can meet the fiscal requirements, or that may be able to combine small bond issues with grants from central government sources, that are pressed to solve critical environmental problems like wastewater collection and treatment, the municipal bond option may be a workable alternative. However, existing laws and regulations governing the issuance of municipal bonds, as this study shows, are not flexible enough to yield sufficient funds to finance large-scale public works nor practical enough to provide effective controls and safeguards within the flexibility needed.

Thus we consider this short study as a first step toward a larger, more comprehensive examination of the financial resources, and options, available to Polish local governments as they begin to undertake solutions to critical environmental problems. Such analysis would also treat the potential of the municipal bond market, suggesting changes in the current laws and regulations which, if adopted, would add another resource to the local government's financial portfolio.

We believe that Dr. Lyszczak's initial efforts contained in this study are to be commended and built upon in widening the solution horizon for Polish local governments who want to solve their environmental problems.

William Sommers
Project Manager
Local Environmental Management Project (LEM)
Krakow, Poland

September 17, 1993

STUDIUM

ZASADY EMISJI, ZBYWANIA, NABYWANIA I WYKUPU OBLIGACJI

opracowane przez
dr MARKA ŁYSZCZAKA

z Katedry Finansów Akademii Ekonomicznej
we Wrocławiu

na zamówienie

RESEARCH TRIANGLE INSTITUTE Północna Karolina USA
w ramach

LOKALNEGO PROJEKTU KIEROWANIA OCHRONA ŚRODOWISKA (LEM)
POLSKA

Czerwiec 1993

3

Marek Łyszczak

ZASADY EMISJI, ZBYWANIA, NABYWANIA I WYKUPU OBLIGACJI

SYNTEZA ZAGADNIENIA

1. Obligacja, emitent świadczenia dodatkowe

Ogólne zasady emisji, zbywania, nabywania i wykupu obligacji reguluje ustawa z 27 września 1988 r. o obligacjach /Dz. U. nr 39, poz. 254/.

W art. 3 ustawa ta ściśle precyzuje definicję obligacji, zgodnie z nim obligacja jest papierem wartościowym, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem wobec właściciela obligacji /wierzyciela/ i zapłaci kwotę pieniężna oraz ustalone oprocentowanie w sposób i w terminach określonych w obligacji.

Z definicji tej wynika więc charakter obligacji — jest ona pożyczka pieniężna, ale o ściśle określonych cenach. Otóż o ile zwykła pożyczkę określona w art. 720 Kodeksu Cywilnego może udzielić każdy podmiot, w tym także osoby fizyczne, to obligacje moga emitować jedynie podmioty upoważnione do tego na mocy omawianej tu ustawy.

Art. 2 stanowi, że obligacje moga emitować m. in.:

1/ podmioty gospodarcze posiadajace osobowość prawna /np. spółki akcyjne, spółki z ograniczona odpowiedzialnościa/

2/ gminy

W rozumieniu tej ustawy podmioty te sa określane jako emitenci.

Uprawnienia do emitowania przez gminy obligacji wynikaja także bezpośrednio z ustaw samorzadowych.

I tak w ustawa z dnia 8 marca 1990 r. o samorzadzie terytorialnym /Dz. U. nr 16, poz. 95, z póź.zm./ art. 54 ust. 2 stanowi, że dochodami gminy moga być pożyczki oraz emisie obligacji, zaś w ustawie z dnia 15 grudnia 1990r. o dochodach gmin i zasadach ich subwencjonowania w latach 1991-1993 oraz zmianie ustawy o samorzadzie terytorialnym /Dz. U. nr 89 poz. 518, z późn.zm. /zawarty jest zapis, mówiacy o tym, że: "Art. 24.

1. Gmina ma prawo emisji papierów wartościowych.
2. O zamiarze emisji papierów wartościowych zarzad gminy informuje regionalna izbę rozrachunkowa, która podaje do publicznej wiadomości swoja opinie.

Z powyższych uwag wynika, że emitentem obligacji może być zarówno pojedyncza gmina, zwiazek gmin, jak i posiadajaca osobowość prawna spółka prawa handlowego powołana przez gminę, zaś opinia RIR nie jest dla emitenta wiażaca.

4

Z ustawy o obligacjach wynika także, że emitent może — ale nie ma takiego obowiazku — zobowiazać się wobec nabywcy obligacji do spełniania względem niego pewnych świadczeń dodatkowych, np. zapewnienia dostaw wyrobów lub świadczenia na określonych warunkach usług pochodzacych z przedsięwzięcia sfinansowanego w drodze emisji obligacji. Zamiar emisji obligacji zawierajacych zobowiazanie do świadczeń rzeczowych wymaga zgłoszenja w organie antymonopolowym, który może zgłosić sprzeciw w ciagu trzydziestu dni od daty zgłoszenia. W tej sytuacji emitent jest zobowiazany do odstapienia od świadczeń dodatkowych lub je zmienić.

Należy także dodać, że od sprzeciwu emitentowi przysługuje odwołanie w trybie określonym na podstawie przepisów ustawy z 24 lutego 1990 r. o przeciwdziałaniu praktykom monopolistycznym /Dz. U. nr. 89, poz. 403/.

2. Wielkość i warunki emisji

Rozmiary emisji sa limitowane i w zależności od typu emitenta wynosza wynosza one:

1/ W przypadku podmiotów gospodarczych — 50% kapitału zakładowego nie obciażonego zobowiazaniami,

2./ W przypadku gmin — 20% planowanych rocznych dochodów własnych.

Należy zwrócić uwagę że powyższe progi odnosza się do całkowitej wartości danej emisji wraz z suma należnego oprocentowania, a czasowym punktem odniesienia jest w tym przypadku dzień emisji.

Wartość emisji obligacji wraz z suma należnego oprocentowania może być wyższa jedynie wówczas, gdy emitent uzyska na wartość emisji stanowiacej przekroczenie ustalonej wyższej granicy /wraz z oprocentowaniem/ gwarancję innej jednostki gospodarczej lub banku.

Trzeba także pamiętać, że łaczna kwota przypadajacych do wykupu w danym roku rat kredytów i pożyczek wraz z należnymi odsetkami oraz obligacji nie może przekroczyć 10% planowanych wydatków gminy. Cpor. art. 1 ust. 6 ustawy z dnia 27 listopada 1992 r. o zmianie ustawy o dochodach gmin i zasadach ich subwencjonowania w 1991 r. i w 1992 r. oraz o zmianie ustawy o samorzadzie terytorialnym Dz. U. nr. 5 poz. 200.

W interesie nabywców obligacji przyjęto, że emitent odpowiada całym swoim majatkiem za zobowiazania wynikajace z obligacji, podmiot gwarantujacy jest natomiast odpowiedzialny jak dłużnik solidarny, według przepisów o poręczeniu, do wysokści gwarancji udzielonej emitentowi.

3. **Sposoby wprowadzania obligacji do obrotu**

Emisja obligacji może zostać przeprowadzona w dwojaki sposób:

1/ subskrypcja publiczna

2/ oferta skierowana do indywidualnego adresata.

Subskrypcja publiczna polega na ogłoszeniu, przy użyciu środków masowego przekazywania informacji, zamiaru emisji obligacji i zaproszenia do składania deklaracji ich zakupu. W ogłoszeniu tym powinny być zawarte wszystkie dane niezbędne aby potencjalny inwestor mógł zorientować się o celu i wielkości emisji, warunkach wykupu i oprocentowania, ewentualnych dodatkowych warunkach emitenta, relacji wartości emisji obligacji należnego oprocentowania, do wielkości posiadanych funduszy własnych emitenta, ewentualnej wielkości gwarancji i jednostce gwarantujacej, perspektywach kształtowania się podstawowych wielkości ekonomicznych i majatkowych emitenta i samego przedsięwzięcia finansowego środkami pochodzacymi z emisji obligacji w poszczególnych latach wykupu i obsługi oprocentowania obligacji.

Jeżeli emisja obligacji ma nastapić w drodze oferty skierowanej do indywidualnego adresata, każdemu zainteresowanemu powinny być udostępnione powyższe dane, a ponadto najpóźniej na dwa tygodnie przed data emisji emitent powinien zamieścić w prasie ogłoszenie o emisji podajac te dane wraz ze wskazaniem osób i jednostek uprawnionych do nabycia obligacji.

Emitent ma także obowiazek publicznego ogłaszania w prasie bilansu rocznego w okresie od dokonania emisji do czasu całkowitego wykupu obligacji.

4. **Publiczny obrót obligacjami**

W przypadku subskrypcji publicznej, w odniesieniu do emisji gdzie termin wykupu jest dłuższy niż rok, trzeba także pamiętać o istotnych rygorach zawartych w ustawie z dnia 22 marca 1991r. — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych Dz. U nr 35, poz. 155 i nr 103, poz. 447/.

Otóż w tym przypadku emisja obligacji uwarunkowana jest dodatkowo posiadaniem zgody Komisji Papierów Wartościowych. W celu jej uzyskania emitent zobowiazany jest złożyć umotywowany wniosek zawierajacy wszystkie niezbędne dane finasowe i formalne umożliwiajace potencjalnym nabywcom orientację o celu, charakterze, wielkości, efektywności i ryzyku gospodarczym wiazanym z projektowanym przedsięwzięciem. Powyższe informacje powinny być zawarte w tzw prospekcie emisyjnym. Szczegółwe wymogi sporzadzania prospektu emisyjnego /układ informacji, stopień ich szczegółowości, zasady weryfikacji, itp./

określone sa w rozporzadzeniu Rady Ministrów z dnia 29 lipca 1991 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinien odpowiadać prospekt papierów wartościowych wprowadzanych do publicznego obrotu Dz. U. nr 71. poz. 308/.

Należy wyraźnie podkreślić, że uzyskiwanie zgody Komisji Papierów Wartościowych na emisje obligacji dotyczy wyłacznie tzw. publicznego obrotu.

Pod tym pojęciem rozumiemy proponowanie nabycia, nabywanie lub przenoszenie praw z emitowanych w serii papierów wartościowych przy wykorzystaniu środków masowego przekazu albo w inny sposób, jeżeli proponowanaie nabycia skierowane jest do wiecej niż 300 osób albo do nie oznaczonego adresata.

Trzeba także pamiętać, że publiczny obrót papierami wartościowymi może odbywać się wyłacznie za pośrednictwem koncesjonowanych przedsiębiorstw maklerskich, że obrót ten ma charakter zdematerializowany dzięki wykorzystaniu instytucji Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych /por. rozporzadzenie Rady Ministrów z dnia 8 kwietnia 1992 r w sprawie działania krajowego depozytu papierów wartościowych, Dz. U. nr 34, poz. 149/, oraz że jest on obwaroway innymi rygorami /dotycza one np. nabywania znaczacych pakietów papierów wartościowych, obowiazku ogłaszania sprawozdań finansowych i wszystkich faktów prawnych i gospodarczych majacych lub mogacych mieć wpływ na efektywność lokaty obligacyjnej i kształtowanie się jej rynkowego kursu, itp/.

5. Rodzaje obligacji i zasady obrotu

Powracajac do omawiania ogólnych zasad funkcjonowania obligacji należy stwierdzić, że obligacje moga być imienne lub na okaziciela /w obrocie publicznym wyłacznie na okaziciela/. Moga być one nabywane przez dowolne podmioty /osoby prawne i fizyczne, w tym także zagraniczne/. Obligacje moga być zbywane po cenie usalonej między zbywca a nabywca /cena umowna/, zaś samo zbycie obligacji może być dokonane jedynie bezwarunkowo. W razie zbycia obligacji wszystkie uprawnienia i korzyści wynikajace z obligacji przechodza na nabywcę.

Obligacja jako papier wartościowy musi zawierać m. in.:

w części pierwszej:

- powołanie podstawy prawnej emisji,
- nazwę emitenta, jego firmę i siedzibę,
- nazwę obligacji i cel jej emisji,
- określenie wartości nominalnej obligacji, jej numer kolejny i numer serii,
- przy obligacji imiennej oznaczenie wierzyciela,

- ewentualny zakaz lub ograniczenie zbywania obligacji imiennej,
- określenie wysokości oprocentowania, warunków wykupu i terminy wypłaty oprocentowania,
- treść przyjętych wobec wierzyciela dodatkowych zobowiazań,
- określenie wielkości gwarancji i oznaczenie jednostki gwarantujacej,
- podanie miejsca i daty wystawienia obligacji oraz daty zakupu obligacji,
- podpisy osób uprawnionych do zaciagania zobowiazań za emitenta.

części drugiej:

- harmonogramn spłaty obligacji wraz z informacja o terminie płatności i wysokości wypłat.

części trzeciej:

- arkusz kuponowy oprocentowania i wykupu obligacji.

W przypadku wprowadzenia tych obligacji do publicznego obrotu należy je zdeponować do Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych. Przedsiębiorstwa maklerskie wydaja wówczas w zamian imienne świadectwa depozytowe jako potwierdrzenie tytułów własności.

Zgodnie z ustawa o obligacjach wykup przez emitenta tych papierów wartościowych /wraz z oprocentowaniem/ powinien rozpocząć sie w ciagu 5 lat od daty ich emisji i zakończyć w ciagu 15 lat od tej daty. Oprocentowanie liczone jest od dnia zakupu i jest płatne co roku w ustalonych z góry terminach.

Należy także podkreślić, że emitent nie ma prawa przeznaczyć środków uzyskanych z emisji obligacji na inne cele niż pierwotnie zadeklarowane. Za naruszenie tego warunku /jak i wszystkich innych wymienionych wyżej norm bezwzględnie obowiazujacych /grozi odpowiedzialność cywilna, a w niektórych wypadkach nawet karna.

6. Korzyści z emisji obligacji

Pojawiaja się one /moga się pojawić/ zarówno po stronie emitenta jak i nabywcy.

Z punktu widzenia emitenta ich identyfikacja wydaje się oczywista i nie wymaga komentarzy, w wyniku emisji obligacji pojawia się możliwość finansowania dodatkowych wydatków uznanych za priorytetowe.

Z punktu widzenia nabywcy, korzyści te pomijajac możliwość korzystania z efektów rzeczowych finansowanego w wyniku emisji obligacji przedsięwzięcia, pojawiaja się przede wszystkim po stronie finansowej w postaci otrzymywanego oprocentowania. Wynika więc z tego, że musi być ono konkurencyjne w stosunku do innych lokat finansowych oferowanych

na rynku pieniężnym i kapitałowym. W tym właśnie elemencie systemu finansowego państwa zawarte sa zasadnicze bariery praktycznego wykorzystania obligacji jako źródła finansowania przedsiewzięć gospodarczych przez gminy.

Z aktualnych zasad opodatkowania podatkiem dochodowym osób prawnych i fizycznych wynika bowiem, że wyłacznie nabywcom i posiadaczom obligacji Skarbu Państwa przysługuja istotne preferencje podatkowe w postaci ulg i zwolnień /min. możliwości odliczania od podstawy opodatkowania części lub całości wydatków na nabycie obligacji, całkowite zwolnienie dochodów z obligacji, tj. ich oprocentowania z opodatkowania podatkiem dochodowym od osób fizycznych, itp./.**

Tym samym obligacje skarbu Państwa sa uprzywilejowane i atrakcyjniejsze dla potencjalnych nabywców niz kiedykolwiek inne tego rodzaju papiery wartościowe. Gminy i pozostałe podmioty uprawnione do emitowania obligacji majac świadomość tych zależności /np. konieczności zaoferowania znacznie wyższego oprocentowania obligacji, które musi tym samym rzutować przedsięwzięcia i realne możliwości obsługi tego zobowiazania/ powstrzymuja się od tej formy pozyskiwania środków pieniężnych. Dlatego też obecnie zarówno w obrocie prywatnym jak i publicznym znajduja się w zasadzie wyłacznie obligacje skarbowe emitowane przez Ministra Finansów.

** **szerzse udokumentowante tej lezy wymaga bardzo szczegotowego wywodu o systemie podatkowym, a zwlaszcza przepisach wykonawczych do ustaw podatkowych.**

An English Translation

AN ANALYSIS OF THE PRINCIPLES AND PROCEDURES APPLICABLE TO BOND ISSUES BY POLISH MUNICIPALITIES

1. Legal Status of the Issuance of Bonds by Polish Municipalities

A general outline of the principles governing the issue, sale, purchase, and redemption of municipal bonds is set out by the statute of September 27, 1988 (Law Journal No. 39, Item 254).

According to Article 3 of this statute a bond is a form of security in which the issuer becomes a debtor toward the owner of the bond; the creditor is then obligated to pay a fixed amount of money together with the agreed upon interest within the payment schedule specified in the bond.

This definition implies that a bond is a loan but with particular characteristics. While a common loan specified in the Polish Civil Code (Article 720) can be granted by any subject, including individuals, bonds can be issued only by entities as described in Article 2 of the 1988 Law which provides that bonds can be issued by, among others, the following entities:

a. Economic entities having the status of a juristic person, e.g. stock companies, limited liability companies, etc.

b. Local municipalities, i.e. gminas.

The municipality's powers with respect to the issuance of bonds are further defined by the statute on local self government of March 8, 1990 (Law Journal No. 16, Item 9 with later amendments of the law in Article 54, paragraph 2). This law provides that the municipality's revenues, in addition to the usual kinds of revenues, can be supplemented by loans and "bond issues."

This grant of authority is further defined in the statute of December 14, 1990 dealing with municipal revenues and grants of subsidies covering the years of 1991-93 (Law Journal No. 89, item 518 including later amendments). Article 24 of that law notes that

a. Municipalities have the right to issue securities

b. When this action is contemplated, the municipality must inform the Regional Fractional Control Committee (Regionalna Izbe Obzrachunkowa) about its intention and the Regional Financial Control Committee must then issue an opinion on the municipality's proposal and must also make the opinion public.

Article 24 has been interpreted to mean that both a municipality and/or a "union of municipalities" have the status of a juristic person and that, apparently, the municipality and/or

a union of municipalities can issue bonds. It is further interpreted to mean that while the Regional Financial Control Committee is obliged to issue a public opinion, that opinion is not necessarily binding on the municipality.

Referring once again to the 1988 Bond Statute, it is noted that an issuer, i.e., municipality, can commit to render a bond buyer additional benefits, e.g., to deliver goods or render a particular service to the bond buyer. However, the intention to render additional benefits and/or services with respect to the bond buyer has to be reported to the Anti-Monopoly Agency. The latter may raise objections within thirty days after receiving the municipal notification; if the Agency raises objections, the issuer, i.e., municipality, must revise or withdraw this aspect of the bond issue notice. At the same time the municipality has a right to appeal this decision as provided in statute to Counteract Monopolistic Practices (Law Journal No. 89, Item 403).

2. Additional Legal Requirements for the Issuance of Bonds

The 1988 Bond Law sets limits to the amount of the bond issue using the percentage of the main fiscal basis of the entities' operation. Thus in the case of economic entities, the limit is 50% of the capital stock amount that is free of liabilities; for municipalities, the limit is quite severe being 20% of the planned annual income. For municipalities planned annual income is local income only; funds received from the central government or from the voivodship are not included.

This later limitation applies to the total value of the bond issue including interest payments; the date of the bond issue is the applicable date to use in calculating the limitations.

The bond issue may exceed the 20% limitation but to do so the municipality must obtain security and/or guarantee by another economic entity or a bank covering that part of the bond issue which exceeds the 20% figure. To insure this guarantee, the 1988 Bond Law notes that the issuer's liability regarding the guarantor involves the former's entire possessions; however, the guarantor is only liable up to the sum of the guarantee or security given to the issuer.

An additional restriction says that in any year the total value of loan installments, bond interest payments and bond redemption cannot exceed 10% of the annual expenditures of the municipality. (Law Journal No. 5, Item 20, 27 November 1992, an amendment to the Regulation on Municipal Revenues and Subsidy, 1991 & 1992, amending as well the Regulation on Self Government).

3. How Municipal Bonds Are Processed for Issuance and Sale

The 1988 Bond Law authorizes two avenues for issuance of bonds: the first is by public subscription and the second is through offers directed to individuals and/or corporations.

If the bonds are to be offered by public subscription, the municipality is obliged to announce its intention to issue the bonds in the public media requesting the public to buy the bonds. The announcement or advertisement should contain the following information: purpose and volume of the issue, conditions of redemption, interest rates, possible additional conditions imposed by the municipality, the value of the bond issue together with the interest rate, the size of the guarantee, prospective financial standing of the municipality, and the estimated annual return from the enterprise or activity that is to be supported by the bond issue.

If the bonds are to be in the form of a direct offer to individuals, interested parties should have access to similar information as that required in the case of public subscription. The municipality must then place an advertisement in a local newspaper giving this information on the bond issue and listing the people and/or organizations entitled to purchase the bonds. The advertisement must appear in the local paper two weeks before the date of the bond issue; the municipality must also include in the advertisement the latter's projected annual balance available for redemption from the date of the issue to the date when the bonds will be fully redeemed.

The Law of March 22, 1991 (Law Journal No. 35, Item 155 and No. 103, Item 447) imposes additional restrictions on the issuance of bonds aimed for public subscription whose maturity date is longer than one year. The most important requirement under the 1991 Law is that the issuer must obtain consent for the issue from the Securities Committee (Komisja Papierow Wartosciowych). This consent is only necessary for bonds issued for public circulation. To obtain this consent the municipality must comply with the more detailed procedure as defined in the Law of 29 July, 1991 (Law Journal No. 71, Item 308).

It should be noted that "public circulation" has been construed to mean the offering for sale, purchase, or transfer of the property rights with regard to securities being issued in a series, the help of mass media in marketing the sale, or in a different but related way, and where the offer being promoted is being addressed to more than 300 individuals — or to an unspecified single client.

The detailed procedure, or requirements, for such an issue based on the July 29, 1991 Law involves a number of items. The issuer, for example, is required to issue a brochure containing the necessary and formal financial data. The aim here is to give prospective bond buyers a full understanding of the nature, size, and effectiveness of the planned venture as well as the economic risks that may be involved.

At the same time the public circulation of securities can be carried out by a licensed broker which deprives the issue of its "material character" because of the use of the Home Securities Deposit organization (Krajowy Depozyt Papierow Wartoschiowych). The specific regulations bearing on this element of the bond issue are contained in The Council of Minister Ordinance of April 8, 1992 (Law Journal No. 34, Item 49).

Other restrictions on the public circulation of securities apply to the purchase of large number of securities, obligation to publish financial reports and a statement of any legal and/or economic events that affect, or might affect, the effectiveness of a bond investment and its market exchange rate.

4. Additional Details on Municipal Bond Issues

Bonds can be registered in the name of the holder or they can be bearer bonds. If sold through public circulation, then only bearer bonds can be used.

Bonds can be purchased by anyone, i.e., juristic or natural persons both in Poland and abroad. Bonds can be sold at a price agreed upon between the buyer and the seller; bond sales can occur without any stipulation. If a bond is sold, all the rights and benefits resulting from the bond are transferred to the buyer.

To be a legitimate security the bond must contain the following items divided into three parts:

a. Part One

1. Reference to the legal basis of the bond issue.
2. Name of the issuer, firm, and address/residence.
3. Name of the bond and the purpose of the issue.
4. Statement of the nominal value of the bonds, its number and the series number.
5. In the case of a bond registered in the name of the holder, the creditor must be designated.
6. Any potential restraints or prohibitions on selling a bond registered in the name of the holder.
7. Statement on interest rates, terms of redemption, and dates of the payment of interest.
8. The content of any additional commitment or undertaken in favor of the

14

creditor.

9. A definition of the size of the guarantee and identifying the entity which has extended a guarantee.
10. Identification of the place and date of issue and the date of its purchase.
11. Signatures of persons entitled to contract a liability on behalf of the issuer.

b. Second Part

1. A schedule showing how the bonds will be paid off together with information about the date and amount of payment.

c. Third Part

1. Interest and bond redemption coupon sheet.

If the bonds are put into public circulation, they must be deposited with the Home Security Deposit Agency (Krajowy Depozyt Papierow Waroschiowych). The broker for these bonds will then issue inscribed deposit certificates as a confirmation of title deeds.

Redemption of this type of securities, together with interest payments, should start within five years from the date of issue and should stop within 15 years from the date of the bond issue. Interest rates are payable every year on fixed dates.

It should also be emphasized that the issuer, i.e., the municipality, must not allocate funds obtained from the bond issue to a different purpose than originally stated; violation of this requirement, as well as any other obligatory conditions, can result in civil prosecution.

5. Benefits To Be Gained From Municipal Bond Issues

The issuer, i.e., the municipality, receives an immediate advance on capital needs for use in the construction of vitally needed public works, e.g., wastewater treatment plants or wastewater systems. The buyer has a substantially guaranteed investment from which he can draw a definite and dependable rate of interest, providing the interest rates on municipal bonds are competitive in relation to other forms of financial investments available on the capital market.

However, for Polish investors, there is a significant drawback which hinders investment in municipal bonds. Under current Polish law and regulations, the purchasers of municipal bonds do not receive any tax advantage for their purchase, e.g., the interest derived from municipal bonds is counted as income and is liable to direct taxation. Moreover, any expenses involved in the purchase of municipal bonds cannot be deducted against income.

State treasury bonds, on the other hand, are privileged because of the tax exemption

accorded them by the national tax laws; thus municipal bonds take a "back seat" to State treasury bonds and are thus generally unattractive to Polish citizens or firms who might otherwise be interested in purchasing the bonds. It is largely due to this situation that Polish municipalities have not availed themselves of the capital potential which could result from the issuance of municipal bonds.

Whether or not foreign investors who bought Polish municipal bonds would be exempt from taxation both in Poland and in their own country is a question that is yet to be researched or answered.

Since the municipality is apparently limited in its bonds issue to 20% of its annual income, the amount of the issue is significantly reduced in terms of the immediate capital costs for the construction of such things as wastewater treatment plants or wastewater collection systems.

6. Suggested Amendments to the Law and Regulations

Observers of the municipal finance scene suggest that the current municipal bond law, and its supporting regulations, be amended so that the bonds can become workable options for municipalities seeking to fund environmentally vital projects such as water and wastewater treatment plants as well as distribution and collection systems. Four suggested amendments are summarized below.

a. Elimination of the 15 year limitation on the life of the bonds. The current restriction decreases flexibility of the amounts of the bonds to be included in each maturity and sharply decreases the attractiveness of Zero Coupon Bonds. Since the latter are likely to be the bonds most attractive to Polish citizens, the restriction is even more of a hurdle to the concept of municipal bonds.

b. The current 20% of local revenue limitation should also be removed. While a limitation is necessary, it should be much higher. Typically, the debt limitation is usually pegged as a percentage of real estate values in the community. In this way, indebtedness is tied to economic growth.

c. In line with item "b" the parallel 10% ceiling on debt service payments should also be removed because the restriction reduces flexibility in managing the debt. For example, if interest rates drop significantly over a couple of years, it may be advantageous to recall the bonds outstanding and issue new ones.

d. Finally the role of the Anti-Monopoly Board and the Regional Financial Control Board should be revised; the two bodies should evaluate the quality and the value of the bond issues; they should not, however, render commentary or opinion of the technical merits of the items to be financed.