

MALGORZATA WÓJCIK

## OBLIGACJE PRZYCHODOWE JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA INWESTYCJI JEDNOSTEK SAMORZĄDU TERYTORIALNEGO

### Obligacje komunalne – pojęcie i rodzaje

Emisja obligacji komunalnych jest jednym ze źródeł finansowania zadań inwestycyjnych JST. Emitują one obligacje komunalne na podstawie uprawnienia, jakie przyznaje im art. 89 ust. 1 ustawy z 27 sierpnia 2009 roku o finansach publicznych<sup>1</sup> (dalej: FPU), która to możliwość została doprecyzowana w art. 18 ust. 2 pkt 9 lit. b ustawy o samorządzie gminnym z dnia 8 marca 1990 roku<sup>2</sup> (dalej: SGU), art. 12 pkt 8 lit. d ustawy z 5 czerwca 1998 roku o samorządzie powiatowym<sup>3</sup> (dalej: SPU), art. 18 pkt 19 lit. b ustawy z 5 czerwca 1998 roku o samorządzie województwa<sup>4</sup> (dalej: SWU). Zgodnie z tymi przepisami do właściwości samorządu gminy (powiatu, województwa) należy między innymi podejmowanie w trybie zwykłego zarządu decyzji o emitowaniu obligacji oraz określania zasad ich zbywania, nabywania i wykupu. Pojęcie „obligacje komunalne” nie jest terminem prawnym, jako że ustawodawca w przywołanych powyżej aktach prawnych go nie zastosował, ale pojęciem nominatywnym ze względu na podmiot uprawniony do emisji obligacji. Tym samym więc do obligacji komunalnych mają zastosowanie przepisy ogólne o obligacjach zawarte w ustawie z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach<sup>5</sup> (ObligU). Obligacje komunalne mają zatem wszystkie cechy dystynktywne obligacji w znaczeniu ogólnym, a więc spełniają kryteria legalnej definicji obligacji, zawartej w art. 4 ust. 1 ObligU, zgodnie z którą obligacja to papier wartościowy emitowany w serii, w którym emitent stwierdza, iż jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia<sup>6</sup>.

Na gruncie obowiązującego prawa obligacje klasyfikuje się na różne sposoby. Z punktu widzenia celów niniejszego opracowania najważniejszy jest podział na obligacje ogólne

<sup>1</sup> DzU 1990, nr 16 poz. 95 z późn. zm.

<sup>2</sup> *Ibidem*.

<sup>3</sup> DzU 1998, nr 91 poz. 578 z późn. zm.

<sup>4</sup> DzU 1998, nr 91 poz. 576 z późn. zm.

<sup>5</sup> DzU 1995, nr 83 poz. 420 z późn. zm.

<sup>6</sup> Szerzej na temat obligacji komunalnych patrz S. Huczek: *Obligacje komunalne*, „Biuletyn Informacyjny Regionalnej Izby Obrachunkowej w Bydgoszczy” 2007, nr 4 (58), s. 13–17.

i przychodowe. Te drugie, którym w niniejszym opracowaniu poświęcimy główną uwagę, są implementacją do polskiego systemu prawnego amerykańskiej instytucji *revenue bonds*. Są to w warunkach amerykańskich obligacje, „których obsługa i wykup są finansowane wyłącznie z przychodów generowanych przez sfinansowany z ich emisji projekt inwestycyjny lub przez określoną grupę innych obiektów, albo z różnych, niepodatkowych wpływów emitenta”<sup>7</sup>. Inicjatywa implementacji *revenue bonds* do polskiego systemu prawnego zrodziła się w kręgach związanych z byłą Komisją Papierów Wartościowych i Giełdy (KPWiG) i była konsultowana z amerykańskimi ekspertami. To oni właśnie wysunęli sugestię, aby możliwość pozyskiwania środków w sposób, w jaki określa to *revenue bonds* udostępnić także JST<sup>8</sup>. Na gruncie polskim model amerykański znalazł swoje odzwierciedlenie w interesującej nas instytucji obligacji przychodowych. Aktualnie ich problematyka jest szczegółowo uregulowana w art. 23a ObligU<sup>9</sup>. Zgodnie z dyspozycją ust. 2 pkt 1 tego przepisu prawo do ich emisji mają między innymi jednostki samorządu terytorialnego, związki jednostek samorządu terytorialnego, miasto stołeczne Warszawa.

### Specyfika obligacji przychodowych

Istotą różnicy między komunalnymi obligacjami ogólnymi a przychodowymi jest sposób ich zabezpieczenia. Obligacje ogólne zabezpieczone są wszelkimi zasobami JST. Obligacje przychodowe natomiast – tylko przyszłymi wpływami z inwestycji realizowanej ze środków uzyskanych z ich emisji<sup>10</sup>. Emitent obligacji przychodowych odpowiada zatem nie całym swoim majątkiem, ale tylko do wysokości wpływów uzyskanych ze sfinansowanego przy ich pomocy przedsięwzięcia. Emisja obligacji przychodowych JST odbywa się na podstawie uchwały organu stanowiącego JST i, zgodnie z dyspozycją art. 23a ust. 3 ObligU powinna określać w szczególności: 1) rodzaj i cel tego przedsięwzięcia, 2) sposób obliczenia przychodów z przedsięwzięcia; 3) wskazanie, do jakiej części przychodów z przedsięwzięcia lub majątku z przedsięwzięcia służy obligatariuszom prawo pierwszeństwa. Uchwała, o której mowa, może także wskazywać na więcej niż jedno przedsięwzięcie jako źródło dochodów, które mają być przeznaczone na obsługę obligacji<sup>11</sup>.

Zaznaczyć w tym miejscu należy, iż za obligacje komunalne nie są uważane w doktrynie obligacje emitowane przez spółki tworzone przez JST, jako, że funkcjonują one w rezi-

---

<sup>7</sup> M. Świącicki: *Rynek obligacji komunalnych z perspektywy organizatora emisji*, „Zeszyty BRE Banku” 2006, nr 84, *Obligacje komunalne*, s. 31. Tam szczegółowe omówienie instytucji *revenue bonds*.

<sup>8</sup> *Ibidem*, s. 31–35.

<sup>9</sup> Dodany do ObligU na podstawie ustawy z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach i niektórych innych ustaw, art. 1 pkt 17, DzU 2000, nr 60, poz. 702. Od czasu tej nowelizacji obligacje przychodowe funkcjonują w polskim obiegu prawnym.

<sup>10</sup> M. Więckowska, J. Springer: *Obligacje komunalne jako forma finansowania działalności jednostek samorządu terytorialnego*, s. 7, [www.kancelaria-csw.pl/pl/pdf/Monografia.pdf](http://www.kancelaria-csw.pl/pl/pdf/Monografia.pdf).

<sup>11</sup> ObligU, art. 23a, ust. 3 *in fine*. Patrz także M. Poślad, S. Thiel, T. Zwoliński: *Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany*, Warszawa 2006, s. 90, [www.knf.gov.pl/Images/akcje\\_06\\_tcm75-2457.pdf](http://www.knf.gov.pl/Images/akcje_06_tcm75-2457.pdf).

mie prawa handlowego, a tym samym pierwszorzędnym ich celem jest osiągnięcie zysku, nie zaś realizacja istotnych zadań publicznych<sup>12</sup>. Spółki, o których mowa, świadczące usługi na rzecz społeczności lokalnych lub wykonujących zadania z zakresu użyteczności publicznej, emitują obligacje określane jako obligacje korporacyjne<sup>13</sup>. Jako obligacje komunalne uznaje się zatem w świetle doktryny tylko obligacje, których emitentem są bezpośrednio organy władzy samorządowej, tj. praktycznie rady samorządowe gmin i powiatów oraz sejmiki wojewódzkie lub związki samorządowe. Tylko te bowiem spełniają, podnoszone w literaturze jako decydujące dla odróżnienia obligacji komunalnych od korporacyjnych, kryterium bezpośredniego zaangażowania JST w proces emisyjny. Tymczasem, w przypadku obligacji emitowanych przez spółki komunalne i władze samorządowe występuje jedynie w roli gwaranta<sup>14</sup>. Warto także w kontekście rozważanej kwestii wspomnieć, iż występują różnice formalne między obligacjami komunalnymi a korporacyjnymi: te ostatnie emitowane są na podstawie prospektu emisyjnego, podczas gdy obligacje komunalne emituje się na podstawie memorandum informacyjnego<sup>15</sup>.

Powyższa kwestia terminologiczna wymaga rozstrzygnięcia, gdyż jako obligacje przychodowe są tak w obiegu medialnym, jak i specjalistycznym przedstawiane również emisje obligacji prowadzone przez spółki komunalne<sup>16</sup>. Te, zgodnie ze wspomnianym powyżej stanowiskiem doktryny, powinny być określane jako korporacyjne. Ten stan rzeczy jest, jak można sądzić, wynikiem rozbieżności występujących między doktryną a orzecnictwem organów właściwych w sprawach finansów publicznych. Dopuszcza się w nim jako emitentów obligacji przychodowych także spółki komunalne (akcyjne, spółki z o.o.), w których udział JST, związku JST lub miasta st. Warszawy, zapewnia im więcej niż 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub zgromadzeniu wspólników, o ile jedynym przedmiotem działalności takiej spółki jest zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej. Za komunalnych emitentów obligacji przychodowych organy właściwe w zakresie finansów publicznych uznają także spółki akcyjne lub spółki z.o.o., „których jedynym przedmiotem działalności jest wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej na podstawie umowy zawartej z JST, związkiem lub miastem stołecznym Warszawa i które zadania te będą wykonywać co najmniej

<sup>12</sup> M. Więckowska, J. Springer: *op.cit.*, s. 6.

<sup>13</sup> M. Poślad, S. Thiel, T. Zwoliński: *op.cit.*, s. 90.

<sup>14</sup> Por. K. Gorzelak: *Oferta publiczna i dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym obligacji komunalnych*, [www.finanse-publiczne.pl/arttykul.php?view=447&part=1](http://www.finanse-publiczne.pl/arttykul.php?view=447&part=1).

<sup>15</sup> B. Wróbel, K. Nakoneczny, M. Kapis, M. Pajkowska: *Systemy rozrachunku papierów wartościowych w Polsce i Unii Europejskiej*, NBP, Warszawa 2009, s. 20.

<sup>16</sup> Jako pierwszy w Polsce przypadek emisji obligacji przychodowych przedstawia się casus Miejskich Wodociągów i Kanalizacji w Bydgoszczy, które wyemitowały własne obligacje na pokrycie części wydatków związanych z realizacją projektu „Bydgoski System Wodny i Kanalizacyjny II”. Chociaż Gmina Bydgoszcz występowała tu jako właściciel wymienionego przedsiębiorstwa oraz gwaranta interesów inwestorów, nie zaś jako emitent, co już wówczas budziło wątpliwości natury interpretacyjnej, czy obligacje wyemitowane w tym trybie istotnie można określić mianem komunalnych obligacji przychodowych. Por. E. Szczepkowska I. Józwiak: *Obligacje przychodowe środkiem na inwestycje*, „Wodociągi – Kanalizacja” 2006, nr 5, [www.archiwum.komunalny.home.pl/archiwum/index.php?mod=tekst&id=6108](http://www.archiwum.komunalny.home.pl/archiwum/index.php?mod=tekst&id=6108).

przez okres równy okresowi zapadalności obligacji”<sup>17</sup>. Tym samym więc zasadna jest interpretacja, iż „konsumentem” uprawnienia, o którym jest mowa w art. 23a ust. 2 pkt 1 ObligU mogą być nie tylko wymienione tam podmioty samorządowe, ale również spółki komunalne z przeważającym udziałem JST oraz spółki wykonujące wyłącznie zadania z zakresu użyteczności publicznej na podstawie umowy wiążącej ją z JST na okres co najmniej równy okresowi zapadalności obligacji. Chociaż więc w dwóch ostatnich przypadkach organy samorządowe uprawnione mocą art. 23a ust. 1 pkt 1 do emisji obligacji przychodowych nie są ich bezpośrednim emitentem, to także i obligacje wyemitowane w tym trybie uznaje się w praktyce za komunalne obligacje przychodowe.

### Rola obligacji przychodowych w finansowaniu inwestycji JST

Jako pierwsze z możliwości emisji przychodowych w Polsce (był to także pierwszy przypadek tego rodzaju w Europie Środkowo-Wschodniej) skorzystały, jak nadmieniano, władze samorządowe w Bydgoszczy<sup>18</sup>. Emitentem były będące własnością Gminy Bydgoszcz Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy, które operację tę przeprowadziły przy pomocy konsorcjum Banku Pekao SA i Citibank Handlowy<sup>19</sup>. Pozyskane tą drogą środki zostały przeznaczone na częściowe sfinansowanie przedsięwzięcia: „Bydgoski System Wodny i Kanalizacyjny II”<sup>20</sup>. Na jego realizację MWiK otrzymały dotację w wysokości ok. 100 mln euro z Funduszu Spójności Unii Europejskiej. Pierwsza seria obligacji o wartości 112 288 mln złotych została wyemitowana w 2005 roku, z terminem wymagalności określonym na 2008 rok. Stanowiło to 17,5% ogólnych kosztów projektu w latach 2005–2008<sup>21</sup>. Całkowita wartość przedsięwzięcia, rozłożonego na 15–18 lat, oszacowana została na ok. 400 mln złotych. W tym czasie emitowane mają być kolejne transze obligacji. Jednym z partnerów omawianego programu był Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju,

<sup>17</sup> Tak w wyjaśnieniu Regionalnej Izby Obrachunkowej we Wrocławiu w zakresie stosowania przepisów o finansach publicznych z 6 kwietnia 2011 roku, [www.wroclaw.rio.gov.pl/bip/dok\\_wyjasnienia/73001111.pdf](http://www.wroclaw.rio.gov.pl/bip/dok_wyjasnienia/73001111.pdf).

<sup>18</sup> Uchwała nr XXX/692/04 Rady Miasta Bydgoszczy z dnia 30 czerwca 2004 r., w sprawie „Bydgoskiego Programu Renowacji i Rekultywacji Istniejącego Systemu Wodno-Kanalizacyjnego” (dalej: Uchwała nr XXX/692/04), [www.bip.um.bydgoszcz.pl/binary/692\\_tcm30-17865.pdf](http://www.bip.um.bydgoszcz.pl/binary/692_tcm30-17865.pdf).

<sup>19</sup> M. Lewandowski: *Finansowanie inwestycji poprzez emisję obligacji. Rating jako sposób na uzyskanie dostępu do rynku kapitałowego. Praktyka rynkowa na przykładzie emisji obligacji przychodowych dla MWiK w Bydgoszczy*, lipiec 2005, s. 27–30, [www.erdf.edu.pl/downloads/wwwupload/Maciej%20Lewandowski.pdf](http://www.erdf.edu.pl/downloads/wwwupload/Maciej%20Lewandowski.pdf).

<sup>20</sup> Szczegółowy opis tego programu, łącznie ze specyfikacją zadań inwestycyjnych, realizowanych w jego ramach patrz: „Bydgoski System Wodny i Kanalizacyjny II” (Bydgoski Program Renowacji i Rekultywacji Istniejącego Systemu Wodno-Kanalizacyjnego) NR2004PL16CPE003, [www.mwik.bydgoszcz.pl/modules.php?name=program2](http://www.mwik.bydgoszcz.pl/modules.php?name=program2).

<sup>21</sup> „Bydgoski Program Renowacji i Rekultywacji Istniejącego Systemu Wodno-Kanalizacyjnego”, załącznik do Uchwały nr XXX/692/04 (dalej: Załącznik do Uchwały nr XXX/692/04), s. 11. Rola obligacji przychodowych w realizacji projektu szczegółowo omówiono w: Załącznik do Uchwały nr XXX/692/04, s. 60–62.

któremu zagwarantowano prawo nabycia 40% emisji. Kolejne transze zaplanowano zbywać w trybie oferty niepublicznej<sup>22</sup>.

Jako zabezpieczenia dla wyemitowanych w ramach omawianego programu obligacji przyjęto prognozowane przychody emitenta z opłat za wodę i ścieki w ciągu kolejnych 20 lat. Wdrożenie programu zostało poprzedzone audytem, w wyniku którego MWiK jako pierwsze w Polsce przedsiębiorstwo w branży wodnokanalizacyjnej otrzymała w listopadzie 2005 roku międzynarodowy rating długoterminowy w walucie lokalnej na poziomie BBB. Emisja pierwszej transzy obligacji przyniosła niewątpliwy sukces: chętnych do nabycia obligacji było dużo więcej niż emitent mógł zaoferować<sup>23</sup>.

Gmina Bydgoszcz spełniła w jego realizacji rolę podwójną: właściciela przedsiębiorstwa emitującego obligacje oraz podmiotu regulującego, tj. kształtującego taryfy za wodę i ścieki. Nie gwarantowała bezpośrednio obligacji, ale podpisała podwójną umowę wsparcia, zabezpieczającego interes emitenta oraz interes inwestorów<sup>24</sup>. Bezpośrednim beneficjentem programu był nie samorząd, ale MWiK. Były w związku z tym obawy, że miasto straci nad nim kontrolę. Nie tylko się one nie potwierdziły, ale pojawiły się korzyści, których nie przewidywano. Jak stwierdzali komentatorzy „w Bydgoszczy nastąpiło przełamanie pewnej bariery mentalnej, gdzie uznano, że zapewnienie stabilności dla Zarządu gwarantującego profesjonalizm Spółki nie jest utratą kontroli przez Miasto nad Spółką, lecz elementem zabezpieczającym interesy inwestorów obejmujących obligacje”<sup>25</sup>.

Ofertę bydgoską uznano za modelową dla warunków polskich. Po ich wdrożeniu kilka miast zapowiedziało sięgnięcie do bydgoskich doświadczeń i pozyskanie tą drogą środków na sfinansowanie przedsięwzięć inwestycyjnych planowanych przez własne spółki komunalne, albo tworzonych specjalnie z myślą o realizacji określonego celu, tzw. Wehikulami Specjalnego Przeznaczenia (*Special Investment Vehicle* – SPV)<sup>26</sup>. Kolejnym po Bydgoszczy miastem, które sięgnęło po obligacje przychodowe była Łódź. Środki pozyskane w ten sposób zostały wykorzystane do realizacji, współfinansowanego z funduszy unijnych, projektu pod nazwą „Łódzki Tramwaj Regionalny”, jak nazwano całkiem nową linię tramwajową Pabianice–Łódź–Zgierz, z możliwością jej przedłużenia do Ozorkowa. Obligacje zostały wyemitowane przez Miejskie Przedsiębiorstwo Komunikacyjne, które władze samorządowe Łodzi upoważniły do zaciągnięcia zobowiązań na realizację przedsięwzięcia, oraz miasto Łódź<sup>27</sup>. Całkowitą wartość przedsięwzięcia oszacowano na niemal 277 mln zł, z czego

<sup>22</sup> M. Lewandowski: *op.cit.*, s. 27–30.

<sup>23</sup> E. Szczepkowska, I. Józwiak: *Obligacje przychodowe środkiem na inwestycje, Wodociągi – Kanaalizacja* 2006, nr 5, [www.archiwum.komunalny.home.pl/archiwum/index.php?mod=tekst&id=6108](http://www.archiwum.komunalny.home.pl/archiwum/index.php?mod=tekst&id=6108).

<sup>24</sup> Por. treść Uchwały nr XXX/692/04.

<sup>25</sup> E. Szczepkowska, I. Józwiak: *op.cit.*

<sup>26</sup> M. Noel, J. Brzeski: *Rynek obligacji samorządowych w Polsce. Stan, podstawowe problemy i największe wyzwania*, Zeszyty BRE-Banku..., s. 10.

<sup>27</sup> Uchwała Rady Miejskiej w Łodzi z dnia 30 kwietnia 2006 r., druk nr 202/2006, w sprawie realizacji Projektu pod nazwą „Łódzki Tramwaj Regionalny Zgierz – Łódź – Pabianice. Zadanie I, Etap I – Łódź” (dalej: Uchwała z 30 kwietnia 2006 r.), §3, [www.bip.uml.lodz.pl/\\_plik.php?id=2891&PHPSESSID=084d89ce183c5b2277b895591](http://www.bip.uml.lodz.pl/_plik.php?id=2891&PHPSESSID=084d89ce183c5b2277b895591).

z obligacji przychodowych zaplanowano pozyskać 166 mln zł. Na MPK przypadła emisja obligacji na kwotę 101 376 440 zł, a na miasto Łódź – 64 623 560 zł<sup>28</sup>. Agentem emisji został Bank Przemysłowo-Handlowy<sup>29</sup>. Zabezpieczeniem obligacji, zgodnie z ich główną ideą, są przyszłe zyski z eksploatacji LTR.

Przygotowywanych jest kilka dalszych projektów, które mają być częściowo finansowane z emisji obligacji przychodowych. Rating upoważniający do emisji obligacji przychodowych uzyskał w czerwcu 2011 roku Zakład Komunikacji Miejskiej w Gdańsku. Spółka ta przygotowuje się do emisji przychodowych obligacji tramwajowych na kwotę 220 mln zł i autobusowych na kwotę 60 mln zł<sup>30</sup>. Na początku lutego bieżącego roku poznański oddział Banku Gospodarstwa Krajowego podpisał z Zarządem Przedsiębiorstwa Wodociągów i Kanalizacji w Gnieźnie umowę o organizację emisji obligacji przychodowych o wartości 20 mln zł na częściowe pokrycie wydatków związanych z realizacją wartego niemal 73 mln zł projektu „Modernizacja Miejskiej Oczyszczalni Ścieków wraz z budową kanalizacji sanitarnej w Gnieźnie”<sup>31</sup>.

Dotychczasowe, ilościowo dosyć skromne, doświadczenia z emisją komunalnych obligacji przychodowych, pokazują, iż przedsięwzięcie tego rodzaju składa się z dwóch części<sup>32</sup>:

1. Przygotowanie emisji, obejmujące: 1) ustalenie struktury emisji (ustalenie ostatecznej wartości emisji, daty zapadalności, ewentualnego podziału na serie, oprocentowania stałe lub zmienne, zastosowanie transakcji zamiany stóp procentowych – swap itd.); 2) zaangażowanie doradcy prawnego; 3) proces *due diligence* (dokonanie przeglądu spółki oraz projektu pod względem m.in. ekonomiczno-finansowym, prawnym i podatkowym, pozwalającego określić wykonalność przedsięwzięcia); 3) uzyskania ratingu.
2. Oferowanie obligacji oraz ich obsługa: 1) marketing emisji; 2) spotkania z potencjalnymi inwestorami; 3) oferty obligacji; 2) propozycja nabycia, przydział obligacji inwestorom, rozliczenie emisji; 4) obsługa transakcji do dnia wykupu; 5) monitoring transakcji, prowadzenie kont projektu, obsługa wypłaty odsetek.

### Wady i zalety obligacji przychodowych

Komunalne obligacje przychodowe są na ogół uważane za atrakcyjną formę pozyskiwania przez JST środków na inwestycje w infrastrukturę publiczną, nie obciążające nadto

<sup>28</sup> Uzasadnienie do Uchwały z 30 kwietnia 2006 r...

<sup>29</sup> W. Jankowski: *Przychodowe po raz drugi*, „Wspólnota” 2007, nr 23, [www.wspolnota.org.pl/arttykul/4804,przychodowe-po-raz-drugi](http://www.wspolnota.org.pl/arttykul/4804,przychodowe-po-raz-drugi).

<sup>30</sup> Komunikat prasowy FitchRatings, [www.inwestycje.pl/resources/Attachment/2011/06\\_02/file10716.pdf](http://www.inwestycje.pl/resources/Attachment/2011/06_02/file10716.pdf).

<sup>31</sup> Emisja obligacji wesprze modernizację oczyszczalni ścieków, [www.informacjelokalne.pl/index.php?option=com\\_content&view=article&id=5658:emisja-obligacji-wesprze-modernizacji-oczyszczalni-ciekow-&catid=2:miasto-gniezno&Itemid=10](http://www.informacjelokalne.pl/index.php?option=com_content&view=article&id=5658:emisja-obligacji-wesprze-modernizacji-oczyszczalni-ciekow-&catid=2:miasto-gniezno&Itemid=10).

<sup>32</sup> W. Jankowski: *op.cit.*

limitowanych przez przepisy FPU możliwości zadłużania się przez te jednostki<sup>33</sup>. Wynika to wprost z przepisu art. 23b, ust. 7, zgodnie z dyspozycją którego między innymi środków pozyskanych z emisji obligacji przychodowych nie uwzględnia się przy ustalaniu ograniczeń zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego, o których mowa w art. 243 FPU. Jak zwraca się też uwagę, emisja obligacji przychodowych jest jednym z instrumentów finansowania projektów długoterminowych, o bardzo dużej skali i może być alternatywą dla kredytu bankowego<sup>34</sup>. Na tę ostatnią okoliczność zwrócono uwagę w uzasadnieniu projektu finansowania ŁTR. W ujęciu perspektywicznym, jego autorzy wskazali oprócz faktu, iż obligacje przychodowe są dogodną alternatywą dla kredytu bankowego, także na takie korzyści z ich emisji, jak:

- większa zdolność zaciągania zobowiązań przez MPK,
- mniejsze ryzyko odmowy udzielenia MPK kredytowania w przyszłości,
- swoboda i bezpieczeństwo w pozyskiwaniu i zarządzaniu zewnętrznymi źródłami finansowania,
- racjonalne zarządzanie finansami MPK.

Autorzy projektu ŁRK wśród korzyści z emisji obligacji dla bieżącego zarządzania finansami spółki wskazali:

- możliwość planowania emisji w konkretnych przedziałach czasowych i uruchamianie pod konkretne faktury,
- eliminacja kosztów niewykorzystanych środków,
- pewność uzyskania środków oraz zmniejszenie wymogów i formalności w porównaniu do wymagań nakładanych na kredytobiorcę,
- wyłączenie emisji obligacji spod postanowień Ustawy Prawo zamówień publicznych, dzięki czemu zredukowane są ryzyka: długotrwałego i skomplikowanego procesu przetargowego oraz utraty kontroli nad realizacją inwestycji poprzez zależność od oferentów,
- niskie obciążenie kosztowe (ciężar przygotowania i obsługi przechodzi na agenta emisji, tj. bank z zachowaniem wpływu Spółki na sprawną i terminową realizację zadania,
- atrakcyjność dla inwestorów poszukujących dodatkowych środków finansowych, przy umiarkowanych oczekiwaniach w zakresie przyszłej rentowności projektu,
- zwiększenie atrakcyjności inwestycyjnej regionu oraz jego promocja,
- medialność projektu.

---

<sup>33</sup> K. Markowski: *Obligacje komunalne jako instrument koncentrowania kapitału w celu finansowania inwestycji komunalnych*, [w:] *Zarządzanie finansami. Klasyczne zasady – nowoczesne narzędzia*, red. D. Zarzecki, t. II, Szczecin 2002, s. 478, przyp. 20. Patrz także M. Jastrzębska: *Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego*, Warszawa 2009, s. 63.

<sup>34</sup> K. Ostrowska: *Firmy komunalne stawiają na obligacje przychodowe*, [www.rp.pl/arttykul/264935.html](http://www.rp.pl/arttykul/264935.html).

Wśród innych zalet komunalnych obligacji przychodowych podnoszonych w literaturze warto wskazać: 1) zwiększony dostęp do inwestorów instytucjonalnych; 2) możliwość zbywania na rynku wtórnym; 3) wysoki poziom bezpieczeństwa dla inwestorów; 4) długi okres zapadalności; 5) elastyczność harmonogramu i sposobów spłaty<sup>35</sup>.

Pomimo wszakże wielu, przywołanych powyżej, zalet obligacji przychodowych, uważanych tak przez przedstawicieli doktryny, jak i przez praktyków, ten sposób pozyskiwania przez JST środków na inwestycje w infrastrukturę publiczną, nie był jak dotąd w warunkach polskich zbyt często wykorzystywany. Od 2005 roku, tj. od czasu nowelizacji ObligU, która umożliwiła samorządom emisję obligacji przychodowych, odnotowano tylko kilka, przedstawionych powyżej, przypadków tego rodzaju. A jest to wysoce efektywny środek pozyskiwania przez samorzady środków na inwestycje. Wystarczy tylko stwierdzić, iż w warunkach amerykańskich, udział środków pochodzących z *revenue bonds*, tamtejszego – jak wspomniano wcześniej – odpowiednika obligacji przychodowych, w finansowaniu inwestycji komunalnych przekracza 60%. Kierowane są one na przedsięwzięcia w usługach komunalnych, w ochronie zdrowia, szkolnictwie wyższym, przedsięwzięciach non-profit, mieszkalnictwie, transporcie publicznym przemyśle itp.<sup>36</sup> Niskie zainteresowanie polskich JST obligacjami przychodowymi, pomimo zauważanej atrakcyjności ich konstrukcji prawnej, wynika, jak się wydaje, z niedojrzałości tego segmentu rynku finansowego w Polsce, znajdującej wyraz w określonych trudnościach organizacyjnych oraz, niesprzyjających powodzeniu tego rodzaju przedsięwzięć zachowań jego uczestników. Maria Jastrzębska wskazuje w tym kontekście na następujące wady obligacji przychodowych:

- zbyt długi okres zwrotu inwestycji finansowanych z obligacji przychodowych, obniżający zainteresowanie potencjalnych inwestorów,
- niepewność inwestorów co do powodzenia inwestycji i odzyskania zainwestowanych środków,
- oczekiwania inwestorów dotyczące tworzenia funduszu rezerwowego, co może z kolei zniechęcać potencjalnych emitentów,
- wyższy koszt niż w przypadku obligacji ogólnych,
- obciążenie wymogami wynikającymi z przepisów FPU: konieczność płacenia odsetek przynajmniej raz w roku i zakaz kapitalizacji, powodujące, że w pierwszych kilku latach przedsięwzięcie nie przynosi żadnych przychodów,
- niechęć banków do angażowania się w emisję obligacji przychodowych z powodu dużo wyższych kosztów emisji niż w przypadku obligacji ogólnych,
- liczne obowiązki informacyjne emitenta,

<sup>35</sup> M. Jastrzębska: *op.cit.*, s. 63–64.

<sup>36</sup> G. Kozuń-Cieślak: *Obligacje w Ameryce*, „Wspólnota” 2006, nr 37, [www.wspolnota.org.pl/artukul/3852,obligacje-w-ameryce](http://www.wspolnota.org.pl/artukul/3852,obligacje-w-ameryce).



- brak możliwości negocjacji warunków emisji, a tym samym brak możliwości podwyższenia zadłużenia w przypadku, gdy potrzeby inwestycyjne nie zostały oszacowane,
- konieczność uzyskania ratingu i podpisania umowy wsparcia, co podraża znacznie koszt przedsięwzięcia.

W świetle powyższych uwag stwierdzić można, iż praktyczna atrakcyjność obligacji przychodowych dla JST przegrywa z licznymi niedogodnościami wynikającymi z przesłanek formalnoprawnych i organizacyjnych, znacznie podnoszących koszty emisji, a także z przesłanek obiektywnych, tj. z niewątpliwego niedorozwoju tego segmentu rynku finansowego. O ile więc samych samorządów nie trzeba przekonywać do atrakcyjności obligacji przychodowych, jako sposobu pozyskiwania środków na inwestycje, o tyle istnieje pilna potrzeba działań legislacyjnych i organizacyjnych, ukierunkowanych na likwidację ciągle licznych barier, na jakie napotyka ich potencjalni emitenci.

## Literatura

- „Bydgoski System Wodny i Kanalizacyjny II” (Bydgoski Program Renowacji i Rekultywacji Istniejącego Systemu Wodno-Kanalizacyjnego) NR2004PL16CPE003, [www.mwik.bydgoszcz.pl/modules.php?name=program2](http://www.mwik.bydgoszcz.pl/modules.php?name=program2).
- Emisja obligacji wesprze modernizację oczyszczalni ścieków*, [www.informacjelokalne.pl/index.php?option=com\\_content&view=article&id=5658:emisja-obligacji-wesprze-modernizacji-oczyszczalni-ciekow-&catid=2:miasto-gniezno&Itemid=10](http://www.informacjelokalne.pl/index.php?option=com_content&view=article&id=5658:emisja-obligacji-wesprze-modernizacji-oczyszczalni-ciekow-&catid=2:miasto-gniezno&Itemid=10).
- Gorzela K.: *Oferta publiczna i dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym obligacji komunalnych*, [www.finanse-publiczne.pl/artukul.php?view=447&part=1](http://www.finanse-publiczne.pl/artukul.php?view=447&part=1).
- Huczek S.: *Obligacje komunalne*, „Biuletyn Informacyjny Regionalnej Izby Obrachunkowej w Bydgoszczy” 2007, nr 4 (58).
- Jankowski W.: *Przychodowe po raz drugi*, „Wspólnota” 2007, nr 23, [www.wspolnota.org.pl/artukul/4804,przychodowe-po-raz-drugi](http://www.wspolnota.org.pl/artukul/4804,przychodowe-po-raz-drugi).
- Jastrzębska M.: *Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2009.
- Komunikat prasowy FitchRatings, [www.inwestycje.pl/resources/Attachment/2011/06\\_02/file10716.pdf](http://www.inwestycje.pl/resources/Attachment/2011/06_02/file10716.pdf).
- Kozuń-Cieślak G.: *Obligacje w Ameryce*, „Wspólnota” 2006, nr 37, [www.wspolnota.org.pl/artukul/3852,obligacje-w-ameryce](http://www.wspolnota.org.pl/artukul/3852,obligacje-w-ameryce).
- Lewandowski M.: *Finansowanie inwestycji poprzez emisję obligacji. Rating jako sposób na uzyskanie dostępu do rynku kapitałowego. Praktyka rynkowa na przykładzie emisji obligacji przychodowych dla MWiK w Bydgoszczy*, [www.erdf.edu.pl/downloads/wwwupload/Maciej%20Lewandowski.pdf](http://www.erdf.edu.pl/downloads/wwwupload/Maciej%20Lewandowski.pdf).
- Markowski K.: *Obligacje komunalne jako instrument koncentrowania kapitału w celu finansowania inwestycji komunalnych*, [w:] *Zarządzanie finansami. Klasyczne zasady – nowoczesne narzędzia*.

- dzia*, red. D. Zarzecki, t. II, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2002.
- Noel M., Brzeski J.: *Rynek obligacji samorządowych w Polsce. Stan, podstawowe problemy i największe wyzwania*, Zeszyty BRE-Banku, 2006, nr 84.
- Ostrowska K.: *Firmy komunalne stawiają na obligacje przychodowe*, [www.rp.pl/arttykul/264935.html](http://www.rp.pl/arttykul/264935.html).
- Poślad M., Thiel S., Zwoliński T.: *Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany*, Warszawa 2006, [www.knf.gov.pl/Images/akcje\\_06\\_tcm75-2457.pdf](http://www.knf.gov.pl/Images/akcje_06_tcm75-2457.pdf).
- Szczepkowska E., Józwiak I.: *Obligacje przychodowe środkiem na inwestycje*, „Wodociągi – Kanalizacja” 2006, nr 5, [www.archiwum.komunalny.home.pl/archiwum/index.php?mod=tekst&id=6108](http://www.archiwum.komunalny.home.pl/archiwum/index.php?mod=tekst&id=6108).
- Święcicki M.: *Rynek obligacji komunalnych z perspektywy organizatora emisji*, „Zeszyty BRE Banku” 2006, nr 84, *Obligacje komunalne*.
- Uchwała Rady Miejskiej w Łodzi z dnia 30 kwietnia 2006 r., druk nr 202/2006, w sprawie realizacji Projektu pod nazwą „Łódzki Tramwaj Regionalny Zgierz – Łódź – Pabianice. Zadanie I, Etap I – Łódź”, [www.bip.uml.lodz.pl/\\_plik.php?id=2891&PHPSESSID=084d89ce183c5b2277b895591](http://www.bip.uml.lodz.pl/_plik.php?id=2891&PHPSESSID=084d89ce183c5b2277b895591).
- Uchwała nr XXX/692/04 Rady Miasta Bydgoszczy z dnia 30 czerwca 2004 r., w sprawie „Bydgoskiego Programu Renowacji i Rekultywacji Istniejącego Systemu Wodno-Kanalizacyjnego”, [www.bip.um.bydgoszcz.pl/binary/692\\_tcm30-17865.pdf](http://www.bip.um.bydgoszcz.pl/binary/692_tcm30-17865.pdf).
- Ustawa z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach i niektórych innych ustaw, DzU nr 60, poz. 702.
- Więckowska M., Springer J.: *Obligacje komunalne jako forma finansowania działalności jednostek samorządu terytorialnego*, [www.kancelaria-csw.pl/pl/pdf/Monografia.pdf](http://www.kancelaria-csw.pl/pl/pdf/Monografia.pdf).
- Wróbel B., Nakoneczny K., Kapis M., Pajkowska M.: *Systemy rozrachunku papierów wartościowych w Polsce i Unii Europejskiej*, NBP, Warszawa 2009.
- [www.wroclaw.rio.gov.pl/bip/dok\\_wyjasnienia/73001111.pdf](http://www.wroclaw.rio.gov.pl/bip/dok_wyjasnienia/73001111.pdf).

mgr Małgorzata Wójcik  
Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach  
Katedra Finansów

### Streszczenie

Przedmiotem niniejszego opracowania jest ukazanie problematyki obligacji przychodowych jako jednego ze źródeł finansowania inwestycji jednostek samorządu terytorialnego. Konstrukcja obligacji przychodowych oparta jest na przychodach z określonego źródła, a celem ich emisji jest pozyskanie środków niezbędnych do sfinansowania konkretnego przedsięwzięcia przynoszącego przychody. Każda jednostka samorządu terytorialnego powinna brać pod uwagę fakt, iż sięgając po obligacje przychodowe ma możliwość zdywersyfikowania źródeł finansowania swojej działalności

inwestycyjnej. Pomimo istniejących niedogodności, obligacje przychodowe są znakomitą alternatywą dla bankowych limitów kredytowych.

## **REVENUE BONDS AS A SOURCE OF FINANCING LOCAL GOVERNMENT UNITS' INVESTMENTS**

### **Summary**

The purpose of this study is to present the issue of revenue bonds as one of the sources of financing local governments' investments. Revenue bonds construction is based on revenues from a particular source, and the aim of their emission is to raise the necessary resources to finance a specific enterprise which is bringing revenues. Each unit of local government should take into consideration the fact that while reaching for revenue bonds it has the possibility to diversify financing sources of its investment activities. Despite the inconveniences, revenue bonds are an excellent alternative a bank line of credit.

