
Zastosowanie obligacji przychodowych w finansowaniu rozwoju infrastruktury w Polsce

Michał Jan Banak

STRESZCZENIE

Artykuł prezentuje metody finansowania inwestycji infrastrukturalnych przez samorzady i spółki komunalne. Największy nacisk położony został na instrumenty finansowania zewnętrznego. Szczególną uwagę zwrócono na wykorzystanie obligacji, zarówno przez jednostki samorządu terytorialnego, jak spółki komunalne, przy czym szerzej omówiono możliwości wykorzystania rzadko stosowanego w Polsce instrumentu finansowego, jakim są obligacje przychodowe. Zaprezentowano również przykłady polskich przedsiębiorstw komunalnych, w szczególności przedsiębiorstw komunikacji miejskiej, które skorzystały z tego typu obligacji.

Wstęp

Rozwój infrastruktury technicznej stanowi ważny czynnik stymulujący zarówno poprawę warunków życia ludności, jak i podnoszący atrakcyjność danej jednostki samorządowej dla inwestorów. Z tego też względu finansowanie inwestycji infrastrukturalnych jest jednym z ważniejszych problemów, przed jakim stoją samorzady. Nieodzowne cechy infrastruktury, takie jak jej bryłowość¹, wysoka kapitałochłonność i długotrwałość procesu inwestycyjnego powodują konieczność określenia źródeł finansowania zarówno całości inwestycji jednostki samorządu terytorialnego (jst), jak i poszczególnych projektów inwestycyjnych. Finansowanie inwestycji z bieżących dochodów budżetowych, jakkolwiek jest jedną z powszechniejszych metod, nie jest metodą optymalną ze względu na konieczność jednoczesnego ograniczania wydatków bieżących (np. na oświatę, bezpieczeństwo), co obniża standard życia mieszkańców. Z infrastruktury zbudowanej obecnie korzystać będą też następne pokolenia, dlatego również one powinny partycypować w kosztach inwestycji. Sposobem osiągnięcia tej „międzypokoleniowej sprawiedliwości” jest finansowanie rozwoju infrastruktury za pomocą kredytów, pożyczek bądź emisji papierów dłużnych; rozłożenie kosztów inwestycji w czasie, dzięki m.in. wykorzystaniu zmiany wartości pieniądza, czyni je relatywnie mniej uciążliwymi dla podatników.

Emisja obligacji komunalnych przez jst jest jedną z metod pozyskania kapitału, która dzięki swoim licznym zaletom jest stosowana coraz częściej. Wciąż słabo rozpowszechnione jest finansowanie się przedsiębiorstw komunalnych przez emisję papierów dłużnych, szczególnie jeśli chodzi o obligacje przychodowe. Dokonane już emisje pozwalają jednak wiązać nadzieje z rozwojem tego instrumentu.

¹ Bryłowość to cecha infrastruktury oznaczająca technologiczną i ekonomiczną konieczność tworzenia całych obiektów, brak możliwości budowania ich fragmentarycznie.

Opracowanie niniejsze ma na celu wykazanie prawdziwości powyższych tez, jak również zwrócenie uwagi na istotność wykorzystania obligacji komunalnych w kształtowaniu polityki inwestycyjnej, a przez to polityki przestrzennej gmin.

Metody finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa komunalne

Przedsiębiorstwo komunalne może finansować swoją działalność inwestycyjną trzema metodami: wyłącznie ze środków własnych, ze środków własnych w połączeniu ze środkami budżetowymi jednostki samorządowej oraz środkami zewnętrznymi.

Środki własne przedsiębiorstwo komunalne czerpie z dwóch zasadniczych źródeł: zysku netto oraz odpisów amortyzacyjnych. Rentowność netto nie jest możliwa we wszystkich obszarach działalności przedsiębiorstw komunalnych (np. w komunikacji miejskiej), jednak tam, gdzie możliwe jest wygospodarowanie nadwyżek, można wykorzystać je do finansowania inwestycji. Odpisy amortyzacyjne mogą być stosowane do finansowania inwestycji rozwojowych. Zasadniczo powinny być jednak przeznaczone na finansowanie inwestycji odtworzeniowych. Te sposoby finansowania mogą być wykorzystywane w przedsiębiorstwach komunalnych jedynie jako finansowanie uzupełniające, co powodowane jest dużą kapitałochłonnością inwestycji.

Środki własne przedsiębiorstwa lub komunalnej jednostki sektora finansów publicznych mogą zostać uzupełnione środkami z budżetu jst. Takimi środkami mogą być dotacje na dofinansowanie kosztów realizacji inwestycji dla zakładów budżetowych. Przedsiębiorstwa mogą również otrzymywać dotacje celowe na realizację przedsięwzięć inwestycyjnych w sferze infrastruktury technicznej i ochrony środowiska o szczególnym znaczeniu dla gospodarki narodowej, nie więcej jednak niż 50% wartości kosztorysowej inwestycji.

Znacznie szerszą gamę możliwości pozyskania kapitału inwestycyjnego stwarzają zewnętrzne źródła finansowania inwestycji. Do takich źródeł zaliczyć można kredyty i pożyczki, emisje akcji przedsiębiorstw komunalnych i papierów dłużnych [Jarosiński 2003, 177].

Do wspólnych cech charakteryzujących zewnętrzne źródła finansowania należą: dług zwracany jest w określonym czasie z odsetkami, których wielkość, wraz z wielkością rat kapitałowych, ustalana jest uprzednio, a wielkość środka zwrotnego i warunki jego zaciągnięcia zależą od kondycji finansowej jednostki samorządu. W przypadku kredytów i pożyczek jedynym wierzycielem jest bank i on kształtuje warunki udzielenia kredytu, natomiast możliwości ich negocjowania przez jst są niewielkie. Warunki spłaty można w tym przypadku renegotjować, ale równocześnie możliwe jest zażądanie przez bank wcześniejszej spłaty bądź ustanowienia dodatkowego zabezpieczenia. Świadczenia na rzecz kredytodawcy są wyłącznie pieniężne, a czas pozyskania środków stosunkowo krótki. W przypadku finansowania inwestycji kredytem należy liczyć się z krótszym terminem spłaty niż byłby możliwy do uzyskania w przypadku emisji obligacji. Finansowanie kredytem jest elastyczne: kolejne transze można uruchamiać w miarę występowania realnych potrzeb. Do zalet kredytu można zaliczyć również możliwość zamiany zadłużenia kredytowego na obligacyjne, w przypadku, gdy oprocentowanie kredytu znacznie przewyższa rentowność obligacji.

W przypadku dużych przedsięwzięć inwestycyjnych pojedynczy bank może nie mieć możliwości udzielenia kredytu, ze względu na ograniczenia kapitałowe i współczynniki koncentracji. W takiej sytuacji tworzone są konsorcja bankowe dla sfinansowania inwestycji o wysokiej kapitałochłonności. Stworzenie konsorcjum bankowego ma jednak istotną wadę z punktu widzenia kredytobiorcy. Ze względu na brak konkurencji między potencjalnymi kredytodawcami możliwe jest kształtowanie przez nich warunków kredytu przy równocześnie znacznym osłabieniu pozycji podmiotu ubiegającego się o środki finansowe.

Charakterystyka obligacji komunalnych jako źródła finansowania zewnętrznego

Obligacje komunalne są to dłużne papiery wartościowe, emitowane przez jst lub spółki prawa handlowego tworzone przez te jednostki w celu prowadzenia gospodarki komunalnej. Niektóre źródła negują zasadność włączania obligacji spółek komunalnych do obligacji municypalnych, klasyfikując je jako podgrupę obligacji korporacyjnych [Wacławczyk 2003, 22]². Papiery komunalne od innych typów obligacji odróżnia zestaw właściwości takich jak: niskie ryzyko, stosunkowo niewielki koszt pozyskania kapitału, wymóg zawarcia w treści walo-rów celu, na realizację którego środki z emisji zostaną przeznaczone. Dodatkowo papiery komunalne mogą zobowiązywać do realizacji świadczeń zarówno pieniężnych, jak też nie-pięiężnych związanych z charakterem emitenta komunalnego. W porównaniu do kredytu, obligacje municypalne charakteryzują się zespołem cech, czyniących zeń atrakcyjną formę pozyskiwania kapitału przez jst, ze względu na jej stosunkowo dużą rolę w kształtowaniu instrumentu i warunków emisji.

Ryzyko obligacji komunalnych jest niskie, czego przyczyną jest kilka czynników: emitent jest wspólnotą samorządową, a co za tym idzie – ma szeroką i zróżnicowaną bazę dochodową (mało podatną na wahania koniunktury) oraz dysponuje wyodrębnionym majątkiem (mieniem komunalnym). Wartość samego mienia komunalnego stanowi zabezpieczenie dodatkowe. Brak zdolności upadłościowej przez jst powoduje, że jedynym potencjalnym ryzykiem może być nieterminowość realizacji zobowiązań lub niemożność realizacji zobowiązania niepieniężnego. Dzięki tym cechom obligacje komunalne jako papiery bezpieczne stanowią atrakcyjną lokatę m.in. dla funduszy emerytalnych i inwestycyjnych.

Na koszt pozyskania kapitału przez jst, w przypadku emisji, składa się oprocentowanie obligacji i koszty samej emisji. Oprocentowanie zależne jest od sytuacji gospodarczej kraju i jednostki samorządowej. W przypadku obligacji krótkoterminowych oprocentowanie (przy założeniu stabilnej sytuacji na rynku i niskiej inflacji) jest stałe, natomiast w przypadku obligacji średnio- i długoterminowych preferowane jest oprocentowanie zmienne (w praktyce stosuje się najczęściej oprocentowanie równe rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych zwiększone o marżę) lub indeksowanie obligacji. Oprocentowanie obligacji ustalone jest z reguły jako wartość pośrednia między oprocentowaniem lokat i pożyczek bankowych, tak aby stanowiło atrakcyjną ofertę zarówno dla obligatariuszy, jak i było opłacalne dla emitenta. Dodatkową zaletą obligacji dla jst jest możliwość ustalenia corocznej płatności odsetek,

² Podobny pogląd prezentują biuletyny *Rating&Rynek Fitch Polska S.A.*

natomiast w przypadku kredytu płatność jest najczęściej miesięczna, co przyczynia się do zwiększenia efektywnej stopy oprocentowania kredytu i, przy jednakowym oprocentowaniu obu źródeł finansowania, czyni emisję obligacji efektywnie tańszą [Kruszyński 1999, 13]. Na koszty emisji składa się wiele wydatków poprzedzających samą emisję, tj. opracowanie ostatecznej koncepcji emisji, doradztwo finansowe, plasowanie obligacji na rynku pierwotnym, gwarantowanie emisji, sporządzenie ratingu oraz promocja. Emisje publiczne generują dodatkowe koszty wiążące się z przygotowaniem prospektu emisyjnego i publikacją okresowych sprawozdań finansowych oraz wypełnieniem pozostałych wymogów emisji walorów na publicznym rynku papierów wartościowych. Nie wszystkie wymienione koszty emisji muszą być praktycznie ponoszone, np. jst nie jest zobowiązana do zlecenia nadania ratingu (oprócz emisji obligacji na rynek zagraniczny), chociaż w praktyce stanowi on gwarancję wiarygodności emitenta dla obligatariuszy i może wpłynąć na obniżenie kosztu finansowania przez emisję obligacji. Z tego też względu na rozwiniętych rynkach finansowych każda jst, która chce zaciągnąć dług, stara się otrzymać ocenę swojej wiarygodności kredytowej. Również koszty związane z doradztwem mogą obniżyć się, szczególnie w przypadku, gdy dana jst już wcześniej dokonywała emisji i dysponuje kadrami zaznajomionymi z procedurą emisyjną. Jest to jedna z przyczyn powodujących większą skłonność do emisji papierów dłużnych przez samorządy, które pozyskiwały już tą drogą kapitał [Gonet 2006, 139].

Ważną cechą pozyskiwania kapitału drogą emisji obligacji jest rozproszenie podmiotów zgłaszających popyt na te instrumenty. Zależnie od typu emisji obligatariuszami mogą stać się zarówno banki, jak też fundusze inwestycyjne, emerytalne, a niekiedy osoby fizyczne. W tym ostatnim przypadku pożądaną jest zwrócenie uwagi mieszkańców danej jednostki na możliwość nabycia jej obligacji, tak aby nie tylko pośrednio (poprzez podatki), ale również bezpośrednio finansowali dany projekt inwestycyjny. Dodatkową zachętą mogą okazać się świadczenia niepieniężne wynikające z wprowadzenia przez emitenta przywilejów dla nabywców obligacji, np. bonifikat w zakupie mienia komunalnego (w tym w wykupie mieszkań komunalnych) lub udziałów w prywatyzowanych spółkach gminnych. Często korzyść ze świadczenia niepieniężnego jest relatywnie większa niż ze świadczeń pieniężnych, z tego względu obligacje powiązane ze świadczeniem niepieniężnym mogą być niżej oprocentowane niż obligacje ze zobowiązaniem o charakterze *stricte* pieniężnym. Obligacje mogą być stosowane również do regulowania zobowiązań obligatariusza wobec jst. Przykładem korzyści płynących z wykorzystania świadczenia niemającego formy pieniężnej była emisja obligacji we Wrocławiu w 1998 roku. Obligacjami (oprocentowanymi na 7%) można było uiszczać opłatę przy wykupie mieszkania komunalnego. Osoby korzystające z tej formy płatności otrzymywały 60-procentową bonifikatę, wobec czego nieopłacalne było zatrzymanie przez nie obligacji aż do momentu wykupu [Kulik 1998, 42].

Istotnym czynnikiem przemawiającym za stosowaniem tej formy finansowania w przedsiębiorstwach komunalnych jest okres spłaty obligacji. O ile w przypadku samych jst termin wykupu określa się zwykle na okres nie dłuższy niż 10 lat (zdarzają się jednak emisje o terminie wykupu 12- lub 15-letnim), o tyle spółki komunalne, emitując obligacje przy-

chodowe, mogą pozwolić sobie na uzyskanie finansowania długoterminowego na okres 20-25 lat. „Zwykle” krajowe obligacje korporacyjne mają termin wykupu w granicach 5-7 lat [Zalewski 2008].

Rodzaje obligacji komunalnych i ich specyfika

Zasadniczy podział dłużnych papierów komunalnych związany jest z metodą ich emisji. Ze względu na tryb emisji wyróżnia się:

- obligacje emitowane w trybie niepublicznym,
- obligacje emitowane w trybie publicznej subskrypcji, z zachowaniem przepisów dotyczących publicznego proponowania nabycia,
- obligacje emitowane w trybie publicznej subskrypcji, bez stosowania przepisów ustawy *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*.

Inne klasyfikacje opierają się na kryteriach takich jak: sposób oznaczenia obligatariusza (obligacje imienne i na okaziciela), przedmiot praw inkorporowanych w obligacji (obligacje ze zobowiązaniem pieniężnym, niepieniężnym i mieszane), sposób oprocentowania (o oprocentowaniu stałym, zmiennym, indeksowane lub o zerokuponowe).

Emisja niepubliczna (prywatna, zamknięta) jest najczęściej stosowanym trybem emisji obligacji komunalnych. Jest to emisja skierowana do indywidualnych adresatów (nie więcej niż 300). Wstępnym etapem poprzedzającym proces takiej emisji jest określenie potrzeb inwestycyjnych, których realizacja ma być celem emisji w oparciu o wieloletni plan inwestycyjny. Po dokonaniu procedur związanych z oceną projektu inwestycyjnego ma miejsce określenie instytucji doradczej, mającej za zadanie przygotowanie emisji, ewentualne podpisanie umowy o reprezentację z bankiem-reprezentantem obligatariuszy i ustaleniu przez zarząd jednostki (we współpracy z doradcą) warunków emisji. Następnie organ stanowiący jest w drodze uchwały podejmuje ostateczną decyzję o emisji. Uchwała może zostać uchylona po przeanalizowaniu jej przez regionalną izbę obrachunkową (RIO). Równocześnie RIO wydaje opinię o możliwości wykupu obligacji przez jst. Opinia RIO jest dokumentem o zasadniczym znaczeniu dla potencjalnych nabywców obligacji. Jednostka samorządu terytorialnego w celu dokonania emisji musi wybrać także agenta emisji. Pełni on trojaki rolę: zapewnia obsługę administracyjną emisji, jako agent płatniczy dba o obsługę finansową obligacji, może być również dealerem emisji. W Polsce agent emisji jest zwykle tożsamy z nabywcą na rynku pierwotnym, jednak jako dealer emisji, organizuje rynek wtórny poprzez sprzedaż papierów inwestorom, do których skierowano propozycje nabycia. Agent może pomóc jst w poszukiwaniu ewentualnych gwarantów emisji. Samorząd przygotowuje memorandum informacyjne, dokument zawierający informacje na temat emisji i emitenta oraz jego sytuacji finansowej. Memorandum ma na celu umożliwienie korzystnego sprzedania obligacji, ponadto jest narzędziem promocji jednostki samorządowej wśród inwestorów. W propozycji nabycia, która jest obligatoryjnym dokumencie kierowanym przez jst do inwestorów, potencjalny emitent zobowiązany jest zawrzeć dane dotyczące warunków emisji i wzajemnych zobowiązań emitent – obligatariusze. Po przyjęciu propozycji nabycia inwestorzy zostają

poinformowani o terminie właściwej emisji i dokonują zakupu. Jeśli na propozycję nabycia odpowie niewystarczająca liczba chętnych (tzn. zbyt mała ilość obligacji zostanie subskrybowana) i nie zostanie osiągnięty próg określony w uchwale o podjęciu emisji, wówczas emisja nie dochodzi do skutku.

Emisja w trybie publicznej subskrypcji jest rzadziej stosowanym sposobem emisji niż tryb niepubliczny, głównie ze względu na dłuższe i bardziej złożone procedury oraz wyższe koszty. Publiczne emisje obligacji zostały przeprowadzone m.in. przez: Wrocław, Rybnik i Ostrów Wlkp., przy czym ten ostatni dokonał trzech takich emisji. Były to emisje publiczne bez stosowania przepisów ustawy *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*. Procedura w niej zawarta jest podobna do trybu emisji niepublicznej, przy czym emitent zobowiązany jest ogłosić warunki emisji w dzienniku ogólnopolskim oraz na 7 dni przed planowaną emisją powiadomić o niej Komisję Nadzoru Finansowego (KNF). Także okres, w jakim jst musi dokonać przydziału obligacji, jest skrócony.

Emisja publiczna z zastosowaniem regulacji *Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi* jest najbardziej złożona: oprócz poprzednio opisanych działań jst musi zatrudnić biegłego rewidenta, którego oświadczenia z badań sprawozdań finansowych jst zawarte będą w prospekcie emisyjnym. Konieczne jest też skorzystanie z usług podmiotu oferującego obligacje w publicznym obrocie, którym jest bank prowadzący działalność maklerską lub dom maklerski. Jego zadaniem jest uzyskanie zgody KNF na wprowadzenie papierów do publicznego obrotu, jeżeli dokonuje emisji publicznej po raz pierwszy. Następne emisje wymagają tylko zawiadomienia KNF o emisji. W tym przypadku emitent nie przesyła inwestorom propozycji nabycia, lecz tworzy prospekt emisyjny zgodny z wytycznymi Ministerstwa Finansów i udostępnia go co najmniej 2 tygodnie przed emisją. Większość emisji publicznych uzupełnianych jest subemisją, tj. umową, w której subemitent zobowiązuje się do wykupu papierów, na które nie złożono zapisów w terminie ich przyjmowania (subemisja inwestycyjna) lub wykupu papierów danej emisji w celu ich zbycia w obrocie pierwotnym (subemisja usługowa). Obligacje emisji publicznej, aby znaleźć się na regulowanym rynku papierów wartościowych, muszą zostać zdematerializowane, zarejestrowane w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych. Następnie, po złożeniu wniosku i uzyskaniu zgody Zarządu Giełdy, obligacje mogą zostać wprowadzone do obrotu na GPW. Obecnie (styczeń 2012 rok) na GPW notowane są obligacje zarówno emitowane przez największe miasta (Warszawa, Poznań), jak również przez małe miasta i gminy wiejskie (m.in. Radlin, Brzesko, Konopiska) [por. lista instrumentów notowanych w serwisie internetowym Rynku Obligacji GPW Catalyst]. Podobne procedury dotyczą wprowadzenia obligacji komunalnych na rynek pozagiełdowy. Po wprowadzeniu obligacji do obrotu na jst cięży obowiązek informowania o zdarzeniach, które mogłyby wpłynąć na cenę waloru (raporty bieżące i okresowe).

Oprócz wymienionych wyżej typów obligacji komunalnych istnieje specyficzna grupa obligacji wprowadzona do polskiego systemu prawnego nowelizacją ustawy o obligacjach w 2000 roku. Są to obligacje przychodowe. W art. 23a ustawy wymieniono enumeratywnie podmioty uprawnione do ich emisji, a więc jst i ich związki, Bank Gospodarstwa Krajowego, Krajowy Fundusz Kapitałowy S.A., spółki, w których ponad 50% udziałów (akcji) jest

w posiadaniu jst i które świadczą usługi zaspokajające potrzeby mieszkańców lub z zakresu użyteczności publicznej. Poza tym uprawnione są spółki wykonujące wyłącznie wymienione zadania na podstawie umowy z samorządem przez okres nie krótszy od okresu zapadalności obligacji lub spółki-koncesjonariusze wykonujące zadania związane z rozwojem infrastruktury komunikacyjnej lub transportowej przez okres co najmniej równy okresowi zapadalności.

Cechą wyróżniającą obligacje przychodowe na tle innych komunalnych papierów dłużnych jest ich ściśle powiązanie z konkretnymi przedsięwzięciami inwestycyjnymi, a generowane przez nie przychody będą finansować obsługę tych obligacji. Takie rozwiązanie zostało zaczerpnięte ze Stanów Zjednoczonych, gdzie *revenue bonds* (obligacje gwarantowane dochodami) są nader często stosowanym rozwiązaniem, jeśli chodzi o finansowanie np. inwestycji drogowych czy w zakresie transportu lotniczego, jak też inwestycji prowadzonych np. przez wyższe uczelnie. W przypadku tworzenia nowej infrastruktury środki na spłatę wierzytelności pochodzą głównie z opłat za jej wykorzystywanie, natomiast *revenue bonds* emitowane w celu poprawy istniejącej infrastruktury spłacane są za pomocą asygnowanych źródeł dochodów (podatków, opłat lokalnych itp.).

Obligacje przychodowe muszą mieć ściśle określony cel emisji, sposób wyliczania przychodu z finansowanego przedsięwzięcia i określać, jaka część przychodów lub majątku z tegoż przedsięwzięcia służyć będzie zaspokajaniu roszczeń obligatariuszy w pierwszej kolejności. Obligacje przychodowe są jedynym rodzajem obligacji, w którym emitent może w treści zawrzeć ograniczenie odpowiedzialności. Procedura emisyjna dla jst jest odmienna niż w przypadku „zwykłych” obligacji municypalnych, gdyż wymaga m.in. wydzielenia majątku przedsięwzięcia, założenia rachunku bankowego przeznaczonego wyłącznie na gromadzenie przychodów i dokonywanie wypłat na zaspokojenie obligatariuszy. Kwestią istotną dla samorządu może być ustalenie wielkości środków, jakie pozyskane zostaną z emisji, a także koniecznych do zabezpieczenia na poczet obsługi długu. Przedsięwzięcie może zacząć generować przychód dopiero po pewnym czasie, a odsetki zazwyczaj trzeba będzie zapłacić wcześniej. W takiej sytuacji istnieją 2 możliwości zapewnienia obsługi wyemitowanych papierów: część środków z emisji zostanie pozostawiona na pokrycie roszczeń obligatariuszy w początkowym okresie lub zostaną wyemitowane obligacje zerokouponowe. Analogicznie wygląda tryb emisji obligacji przychodowych przez przedsiębiorstwo komunalne, przy czym istnieje tu większa możliwość różnicowania charakteru emitowanych papierów, np. nadania obligatariuszom praw zamiany obligacji na akcje takiego przedsiębiorstwa.

Praktyka stosowania obligacji w finansowaniu inwestycji przedsiębiorstw komunalnych

Jednostki gospodarcze działające w sektorze usług komunalnych, korzystające z finansowania obligacyjnego, stosują kilka metod pozyskania tego typu środków inwestycyjnych, w zależności głównie od formy prawnej przedsiębiorstwa. Większość z nich jest zakładami budżetowymi i ich deficyt lub nadwyżka wchodzi do budżetu samorządowego. W tym przypadku obligacje emituje sama jst z zamiarem pozyskania środków na inwestycje

w infrastrukturę, której utrzymaniem zajmuje się dany zakład. W dużych miastach utrzymywanie zakładów budżetowych, świadczących usługi na rzecz społeczności lokalnej z zakresu np. wodociągów, komunikacji miejskiej i gospodarki odpadami, jest nieracjonalne ze względu na potencjalne trudności w zarządzaniu. Tworzone są spółki akcyjne lub z ograniczoną odpowiedzialnością. W odróżnieniu od podmiotów prywatnych, celem przedsięwzięcia komunalnych nie jest osiągnięcie zysku, ale przede wszystkim zapewnienie świadczenia usług dla ludności, z tego też względu często nie są one rentowne (czasami wynika to ze specyfiki prowadzonej działalności, np. komunikacji publicznej). Utrudnia to im dostęp do środków inwestycyjnych w postaci kredytów bankowych. Z tej też przyczyny poszukują one alternatywnych źródeł kapitału na finansowanie infrastruktury. Najczęściej stosowanym sposobem pozyskania kapitału z emisji obligacji jest metoda, w której sama spółka nie dokonuje emisji, lecz robi to samorząd, a za zdobyte środki dokonuje inwestycji niezbędnych dla przedsiębiorstwa w ramach własnego budżetu. Zbliżoną metodą jest zwiększenie kapitału spółki przez podmiot założycielski, czyli jst lub przekazanie do niej majątku aportem po uprzednim zdobyciu środków inwestycyjnych drogą emisji papierów dłużnych samorządu. Wymienione metody zawdzięczają swoją popularność stosunkowo prostej procedurze emisji (stosowanie formuły niepublicznej) i niskim kosztom (niskie oprocentowanie obligacji samorządowych). Głównym mankamentem tej metody jest prawne ograniczenie możliwości zadłużania się samorządu: jst może zadłużyć się do 60% rocznych dochodów, przy czym roczne obciążenie spłatami nie może być wyższe niż 15% dochodów.

Kolejną metodą stosowaną przez spółki komunalne są emisje obligacji z poręczeniem samorządu. Nie stanowią one integralnej części budżetu samorządowego, lecz mają istotną zaletę: obligatariusze utożsamiają ryzyko obligacji spółki za równe ryzyko poręczyciela, czyli jst, dzięki czemu oprocentowanie tych papierów nie odbiega od oprocentowania „zwykłych” obligacji komunalnych, czyli jest dla przedsiębiorstwa bardzo atrakcyjne.

Najrzadziej stosowane są obligacje przychodowe. Najwcześniej, w 2002 roku, próbę wykorzystania tego instrumentu podjęły Tychy, chcąc w ten sposób sfinansować budowę centrum inicjatyw gospodarczych. Jednak żaden bank nie wyraził zainteresowania uczestnictwem w emisji [Swianiewicz 2004; 137]. Przyczynami takiego stanu rzeczy były obawy związane z możliwością zbycia papierów, nakładami związanymi z kontrolą inwestycji pod względem efektywności i oceną przedsięwzięć o charakterze niekomercyjnym [Maciejasz-Świątkiewicz 2005; 141]. W następnych latach nastawienie banków zmieniło się, ale nie przyczyniło się to do rozpowszechnienia tej formy pozyskania kapitału. Dotychczas w Polsce doszło tylko do trzech emisji: Miejskich Wodociągów i Kanalizacji w Bydgoszczy, Miejskiego Przedsiębiorstwa Komunikacyjnego w Łodzi i Zakładu Komunikacji Miejskiej w Gdańsku³. W pierwszym przypadku za źródło zaspokojenia obligatariuszy uznano całość przychodów spółki, natomiast w przypadku łódzkiego MPK określono ściśle strumień przychodów przeznaczonych na obsługę długu obligacyjnego. Przychody pochodzące z Łódzkiego Tramwaju Regionalnego, którego usługi zostały zakontraktowane przez miasto na 25 lat, zgodnie

³ Możliwość emisji obligacji przychodowych MPK rozważano również przy okazji planowania budowy linii szybkiego tramwaju we Wrocławiu [patrz: Szymański 2009].

z umową programu emisji, wpłaty dokonywane przez miasto za świadczenie usług przewozowych oraz na podniesienie kapitału spółki trafiają na rachunek przedsięwzięcia przeznaczony na obsługę obligacji⁴. W 2010 roku Łódź zapłaciła za usługi ŁTR 18,8 mln zł oraz dokapitalizowała spółkę kwotą 5,8 mln zł. W przypadku gdańskiego ZKM doszło do emisji w ramach dwóch programów na sfinansowanie zakupu nowego taboru. Program obligacji „tramwajowych” opiewa (docelowo) na 220 mln zł, natomiast program „autobusowy” na 60 mln zł. Podobnie jak w przypadku MPK w Łodzi, miasto (Gdańsk) zawarło z przewoźnikiem (ZKM) kontrakt na świadczenie usług przewozowych do momentu spłaty obligacji (do 2016 roku dla obligacji „autobusowych” i do 2030 roku dla „tramwajowych”)⁵, jak również „umowę wsparcia” (z przewoźnikiem i agentami emisji „tramwajowej”), w której zapewnia, że spółka będzie się wywiązywać ze wszystkich zobowiązań, a miasto terminowo będzie wykonywać postanowienia kontraktowe i nie pozwoli na wypłatę dywidendy.

Podsumowanie

O ile obecnie rozwój infrastruktury technicznej, jak też zakupy środków trwałych przez spółki komunalne finansowane są głównie środkami europejskimi, to w świetle ich ograniczenia w nowej perspektywie finansowej istotne staje się rozważenie możliwości wykorzystania nowych źródeł pozyskania kapitału. Również wykorzystanie wsparcia UE wymaga zgromadzenia wkładu własnego. Równocześnie na skutek kryzysu finansowego zmniejszyła się skłonność banków do udzielania kredytów, w szczególności na duże projekty inwestycyjne wymagają stworzenia konsorcjów. W takiej sytuacji obligacje przychodowe mogą okazać się skuteczną metodą finansowania różnego rodzaju inwestycji miejskich, głównie rozwoju sieci. Ponadto mogą one stanowić alternatywę dla np. partnerstwa publiczno-prywatnego. Instrument ten z punktu widzenia samorządów posiada liczne zalety, których rola rośnie wraz ze wzrostem poziomu ich zadłużenia, co może spowodować wzrost zainteresowania jego stosowaniem. Jest to szczególnie zauważalne przy ograniczonych możliwościach finansowania inwestycji przez miasta i spółki komunalne ze źródeł tradycyjnych. Równocześnie obligacje przychodowe stanowią papier wartościowy o wysokim poziomie bezpieczeństwa, dzięki czemu są dobrą lokatą kapitału dla funduszy emerytalnych i inwestycyjnych. Z powyższych względów można oczekiwać częstszego sięgania po to rozwiązanie w najbliższych latach.

⁴ W rzeczywistości dochodziło do przekazywania środków na rachunek spółki, a nie przedsięwzięcia, co obniżyło rating obligacji MPK. Vide: Fitch: Długoterminowy Rating Obligacji Przychodowych MPK Łódź, serwis internetowy Inwestycje.pl, informacja z 9 marca 2009 roku.

⁵ Porównaj: Fitch: rating dla emisji obligacji przychodowych ZKM Gdańsk, „Rzeczpospolita” wydanie internetowe z 30 sierpnia 2011 roku oraz Fitch Ratings o emisji obligacji ZKM Gdańsk, „Puls Biznesu” wydanie internetowe z 20 października 2010 roku.

BIBLIOGRAFIA:

Fitch: rating dla emisji obligacji przychodowych ZKM Gdańsk, „Rzeczpospolita” wydanie internetowe z 30 sierpnia 2011 roku.

Fitch Ratings o emisji obligacji ZKM Gdańsk, „Puls Biznesu” wydanie internetowe z 20 października 2010 roku.

Fitch potwierdził długoterminowy rating obligacji przychodowych MPK Łódź na poziomie „BBB-”, serwis internetowy Inwestycje.pl, informacja z 5 lipca 2010 roku.

Fitch: Długoterminowy Rating Obligacji Przychodowych MPK Łódź, serwis internetowy Inwestycje.pl, informacja z 9 marca 2009 roku.

Galiński P., 2009, *Zaciąganie długu przez przedsiębiorstwa komunalne w formie emisji obligacji przychodowych*, „Finanse Komunalne” nr 12/2009.

Gonet W., 2006, *Kredyty, pożyczki, obligacje w gospodarce finansowej samorządu terytorialnego*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.

Huczek S., 2009, *Obligacje komunalne na rynku Catalyst*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Warszawa.

Jarosiński K., 2003, *Finansowanie inwestycji komunalnych w Polsce w warunkach samorządności terytorialnej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.

Kozuń-Cieślak G., 2008, *Obligacje komunalne. Instrument dłużny dla jednostek samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

Kruszyński M., 1999, *Obligacje służą rozwojowi gminy*, „Wspólnota” nr 32/1999.

Kulik A., 1998, *Taka gmina*, „Wprost” z 30 sierpnia 1998 roku.

Maciejasz-Świątkiewicz M., 2005, *Instrumenty zewnętrznego finansowania rozwoju. Obligacje komunalne*, (w:) D. Korenik (red.), *Perspektywy współpracy banku z samorządem terytorialnym w Polsce*, Wrocław.

Markowski T., 2010, *Przystanek – obligacje*, serwis internetowy samorzady.pb.pl, informacja z dnia 26 października 2010 roku.

Swianiewicz P., 2004, *Finanse lokalne – teoria i praktyka*, Municipium, Warszawa.

Szymański W., 2009, *Z Gaju na Kozanów tramwajem za obligacje*, „Gazeta Wyborcza Wrocław” wydanie internetowe, informacja z dnia 21 lutego 2009 roku.

Wacławczyk A., 2003, *Obligacje komunalne*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków.

Wajda P., 2009, *Prawne i ekonomiczne aspekty obligacji komunalnych emitowanych przez gminy w drodze oferty publicznej na rynek regulowany*, „Finanse Komunalne” 5/2009.

Weber M., 2010, *Samorządy powinny korzystać z obligacji przychodowych*, „Dziennik Gazeta Prawna” wydanie internetowe z dnia 23 sierpnia 2010 roku.

Zalewski Ł., 2008, *Miasta wychodzą z obligacjami za granicę*, „Gazeta Samorządu i Administracji” nr 25/2008, wydanie elektroniczne.

SUMMARY

Infrastructural investments have considerable role in spatial policy of local governments. On the one hand they are important factor of localization and a tool of local marketing. On the other hand they are, as the tool of spatial policy, complementary to local spatial development plans. Plans are a formal base of pursuing the policy, which physical dimension is created by investments.

To rationalize the providing of public services local governments established utility enterprises, in larger cities form of a limited liability company. Their investments can be financed by municipalities, which can e. g. bring the initial capital or raise it. Municipalities and utility enterprises have limited funds, so they have to use external sources of capital like bank loans or bonds. The second measure of raising capital is more and more popular in Poland. Municipal bonds market is growing and new emissions are quoted on Warsaw Stock Exchange. In the same time utilities are issuing revenue bonds. This financial instrument exists in Poland since 2000, but it is used only occasionally. Till the end of 2011 only 3 enterprises have issued them, but the forecasts for this market show that it has potential to develop after 2013, when EU support will be lower than nowadays.
