Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu
Nr 36/2011

Anna Pyka
Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

Obligacje przychodowe jako instrumenty finansowania inwestycji jednostek samorządu terytorialnego i podmiotów zależnych od jednostek samorządu terytorialnego

Streszczenie. *Obligacje przychodowe są specyficznymi instrumentami finansowania inwestycji JST i podmiotów zależnych od JST, tj. przedsiębiorstw komunalnych. Są wierzycielskimi papierami wartościowymi, spłacanymi wyłącznie z przychodów netto z określonego przedsięwzięcia lub z majątku powstałego w wyniku tego przedsięwzięcia. Artykuł poświęcony jest finansowym aspektom funkcjonowania obligacji przychodowych (w tym wpływu obligacji przychodowych na samorządowy dług publiczny), a w szczególności przedstawia podstawowe cechy obligacji przychodowych (ich ramy prawne), prawa, obowiązki i odpowiedzialność emitenta oraz obligatariuszy obligacji przychodowych. W artykule wskazano też perspektywy wzrostu popularności tego instrumentu finansowania w polskich realiach gospodarczych w świetle obowiązującego prawa.*

1. Wprowadzenie

Obligacje przychodowe należą do grupy obligacji komunalnych i stanowią alternatywę dla innych źródeł finansowania inwestycji publicznych[1]. Zgodnie z polskim prawem, obligacje przychodowe mogą być emitowane przez samorządy lub przedsiębiorstwa komunalne. Za pomocą obligacji przychodowych mogą być finansowane inwestycje samorządowe, które w ocenie emitenta powinny w niedalekiej przyszłości przynieść dochód wystarczający na wykup zaciągniętego długu wraz z oprocentowaniem. Źródłem zaspokojenia roszczeń mogą być

[1] Podstawę prawną dla emisji obligacji przychodowych w Polsce stanowi ustawa o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 roku, Dz.U. nr 120, poz. 1300 z późn. zm.

przychody z określonego przedsięwzięcia, majątek powstały w wyniku finansowanego (lub innego) przedsięwzięcia.

W Polsce obligacje przychodowe są dobrym rozwiązaniem na pozyskanie kapitału przez miejskie spółki, których działalność nie jest nastawiona na generowanie zysków, a one same nie posiadają wystarczającej zdolności kredytowej – w dłuższej perspektywie – na pozyskiwanie zewnętrznego finansowania na konieczne, kapitałochłonne, długoterminowe inwestycje. Dotyczy to wszystkich spółek miejskich, których przedmiotem działalności jest zaspokajanie potrzeb użyteczności publicznej. Zabezpieczeniem zobowiązań tych spółek z tytułu emisji obligacji jest wówczas jedynie precyzyjnie określony i wyodrębniony strumień przychodów z inwestycji lub majątek określony przez emitenta. Tak pozyskane finansowanie nie obciąża całości majątku spółek i całości potencjalnych przychodów, a przez to zmniejsza ryzyko ich działalności, a dla JST nie powoduje wzrostu samorządowego długu publicznego. Dla przedsiębiorstw komunalnych tego typu finansowanie dywersyfikuje też źródła finansowania, przez co daje większą swobodę i bezpieczeństwo pozyskiwania finansowania dla innych inwestycji.

Także dla inwestorów (obligatariuszy) obligacje przychodowe stanowią atrakcyjną formę inwestycji. Na atrakcyjność tych instrumentów wpłynęły zmiany, jakie zaszły na polskim rynku dłużnych papierów wartościowych w ostatnich latach, tj. spadek stóp procentowych, wzrost podaży papierów dłużnych emitentów korporacyjnych o dobrej wiarygodności kredytowej oraz obniżenie marży kredytowej wskutek konkurencji na rynku bankowym. Zmiany te spowodowały, że inwestorzy instytucjonalni zaczęli poszukiwać możliwości lokowania środków na dłuższy okres w aktywa o możliwie niskim poziomie ryzyka. Wśród instrumentów nieskarbowych – dostępnych na rynku – pojawiły się obligacje przychodowe, które spełniają te warunki, czyli oferują stosunkowo atrakcyjną rentowność oraz charakteryzują się niskim poziomem ryzyka ze względu na „zabezpieczenia" wynikające z przepisów ustawy o obligacjach oraz oparciu na ryzyku jednostek samorządu terytorialnego. Dodatkowym atutem obligacji przychodowych dla obligatariuszy jest rating[2].

Przedmiotem artykułu będzie przedstawienie specyfiki obligacji przychodowych (finansowych aspektów funkcjonowania obligacji przychodowych, praw i obowiązków zarówno emitenta, jak i obligatariuszy obligacji przychodowych) oraz perspektyw wzrostu popularności obligacji przychodowych w polskich realiach gospodarczych w świetle obowiązującego prawa.

---

[2] Ustalając rating obligacji przychodowych, analizuje się kondycję emitenta, projekt inwestycyjny zarówno z punktu widzenia ryzyka realizacji przedsięwzięcia, jak i jego funkcjonowania w praktyce. Ponadto badany jest model finansowy przedsięwzięcia od emisji obligacji do ich ostatecznego wykupu oraz w jaki sposób zabezpieczono prawa obligatariuszy obligacji przychodowych. Szerzej: *Obligacje przychodowe w Polsce*, w: *Polska – raport specjalny*, Fitch Ratings, październik 2008, s. 2.

2. Obligacje przychodowe jako forma obligacji komunalnych

Obligacje komunalne są papierami wartościowymi w randze długu publicznego, emitowanymi przez jednostki samorządu terytorialnego w celu finansowania zadań, do wypełniania których te jednostki zostały ustawowo powołane[3]. Cechami, które odróżniają obligacje komunalne od pozostałych rodzajów obligacji są w szczególności: niski stopień ryzyka kredytowego (brak zdolności upadłościowej), obligatoryjny wymóg oznaczenia celu emisji oraz ewentualne adresowanie obligacji wprost do mieszkańców wspólnoty samorządowej[4].

Obligacje komunalne można klasyfikować według różnych kryteriów. Każdy rodzaj obligacji w danym kryterium ma swoją specyfikę. Podstawowy podział obligacji komunalnych dokonywany jest ze względu na źródło pokrycia wynikających z nich zobowiązań. Można tu wyróżnić obligacje ogólne (zwykle, typowe) oraz obligacje przychodowe. Obligacje ogólne (wykup wraz z kosztami ich obsługi) spłacane są bezpośrednio z dochodów budżetowych danej jednostki samorządowej[5]. Natomiast obligacje przychodowe służą finansowaniu inwestycji, z których przychody będą stanowić źródło spłaty emisji[6]. Do kryteriów różnicowania obligacji samorządowych zalicza się też: podmiot emisji (gminy, powiaty, województwa, miasta na prawach powiatu), zasięg emisji (obligacje krajowe i międzynarodowe), okres zapadalności (obligacje krótkoterminowe, średnioterminowe, długoterminowe), klauzule przyznające emitentowi i/lub inwestorowi określone prawa (np. klauzule przedterminowego wykupu), sposób oznaczenia obligatariuszy (obligacje imienne i na okaziciela), rodzaj świadczeń przysługujących inwestorowi (pieniężne, niepieniężne i mieszane), sposób oprocentowania (obligacje o stałym oprocentowaniu, o zmiennym oprocentowaniu, indeksowane oraz zerokuponowe), formę obligacji (obligacje materialne i niematerialne), sposób zabezpieczenia (obligacje zabezpieczone całkowicie, częściowo lub niezabezpieczone)[7].

---

[3] Zob. G. Kozuń-Cieślak, *Obligacje komunalne. Instrument dłużny dla jednostek samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 56.

[4] Szerzej: A. Wacławczyk, *Obligacje komunalne*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 2003, s. 23–26.

[5] Zob. F.J. Fabozzi, *Rynki obligacji. Analiza i strategie*, Wydawnictwo Finansowe WIG-Press, Warszawa 2000, s. 208; A. Wacławczyk, *Obligacje...*, wyd. cyt., s. 29.

[6] Możliwa jest także spłata obligacji przychodowych z całości lub części majątku przedsięwzięcia finansowanego emisją lub spłata przychodami z innych przedsięwzięć określonych przez emitenta. Emisję obligacji przychodowych regulują zapisy ustawy o obligacjach, art. 23a–23c.

[7] Szerzej: *Dług lokalny w teorii i praktyce*, red. M. Kosak-Wojnar, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2007, s. 161–165; A. Wacławczyk, *Obligacje komunalne...*, wyd. cyt., s. 26–30; *Obligacje komunalne. Zagadnienia prawne, finansowe, praktyczne*, red. P. Śliwiński, M. Stępniewski, Twigger, Warszawa 2009, s. 30–33; G. Kozuń-Cieślak, *Obligacje...*, wyd. cyt., s. 57–61; *Instrumenty dłużne w gospodarce...*, wyd. cyt., s. 147–151.

Mimo większej popularności w Polsce obligacji ogólnych (zwykłych, typowych) na uwagę zasługuje także drugi rodzaj obligacji (według kryterium źródła pokrycia zobowiązań z obligacji), tj. obligacje przychodowe[8]. Ich atrakcyjność dla finansowania inwestycji komunalnych wynika z efektywności (z punktu widzenia ograniczeń takich, jak limity formalnoprawne, koszty finansowania, czas pozyskiwania, wskaźniki zadłużenia JST – o czym dalej) oraz elastyczności (dopasowanie sposobu finansowania do konkretnej inwestycji poprzez np. emisję w seriach z różnymi terminami zapadalności).

Obligacje przychodowe są instrumentem finansowania szerokiego zakresu inwestycji JST i podmiotów zależnych od JST, tj. przedsiębiorstw komunalnych. W szczególności emitentami obligacji przychodowych mogą być[9]:

– jednostki samorządu terytorialnego, związki jednostek samorządu terytorialnego, miasto stołeczne Warszawa,

– spółki akcyjne, spółki z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółki komandytowo-akcyjne, w których podmiot, o którym mowa w pkt 1 posiada taką liczbę akcji lub udziałów, która zapewnia mu więcej niż 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy lub zgromadzeniu wspólników, o ile jedynym przedmiotem działalności spółki jest zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej,

– spółki akcyjne lub spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, których jedynym przedmiotem działalności jest wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej i które zadania te będą wykonywać co najmniej przez okres równy okresowi zapadalności obligacji na podstawie umowy zawartej z jednostką samorządu terytorialnego, związkiem jednostek samorządu terytorialnego lub miastem stołecznym Warszawą,

– spółki akcyjne, które na podstawie upoważnienia ustawowego albo na podstawie koncesji, albo zezwolenia będą wykonywać zadania z zakresu użyteczności publicznej lub świadczyć usługi w zakresie transportu czy komunikacji oraz utrzymania i rozwoju infrastruktury komunikacyjnej czy transportowej co najmniej przez okres równy okresowi zapadalności obligacji.

---

[8] W Polsce najczęściej emitowanymi obligacjami są obligacje ogólne, niematerialne, o okresie zapadalności od 1 roku do 10 lat, mające zasięg krajowy, przyjmujące postać obligacji pieniężnych, na okaziciela, oprocentowane według zmiennej stopy procentowej, emitowane bez zabezpieczenia. Zob. A. Pyka, *Obligacje komunalne w finansowaniu jednostek samorządu terytorialnego na szczeblu lokalnym i regionalnym*, w: *Rozwój Euroregionu Beskidy – V, Determinanty wzrostu ekonomicznego potencjału regionu*, red. J. Ostoj, Žilinská univerzita v Žiline Fakulta prevádzky a ekonomiky dopravy a spojov, Wyższa Szkoła Bankowości i Finansów w Bielsku-Białej, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowości i Finansów w Bielsku-Białej, Žilina, Bielsko-Biała 2008, s. 71–72.

[9] Art. 23a, ust. 2 ustawy o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 roku, Dz.U. nr 83, poz. 420 z późn. zm., tekst jednolity Dz.U. z 2001 r., nr 120, poz. 1300.

Nowelizacja ustawy o obligacjach dopuszcza możliwość emitowania obligacji przychodowych także przez państwowy Bank Gospodarstwa Krajowego, Krajowy Fundusz Kapitałowy SA, spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe oraz Krajową Spółdzielczą Kasę Oszczędnościowo-Kredytową[10].

Obligacje przychodowe są wierzycielskimi papierami wartościowymi spłacanymi wyłącznie z wyraźnie wyodrębnionych źródeł, wskazanych przez emitenta[11]. Tym samym emitent może ograniczyć w treści obligacji swoją odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z ich emisji do kwoty przychodów lub wartości majątku powstałego w wyniku tego przedsięwzięcia, to stanowi odstępstwo od ogólnie obowiązującej zasady w odniesieniu do wszystkich innych rodzajów obligacji, w przypadku których emitent odpowiada całym swoim majątkiem za zobowiązania wynikające z emisji[12]. W tym sensie obligacje przychodowe stanowią rodzaj papierów wartościowych z ograniczoną odpowiedzialnością. Ta cecha odróżnia obligacje przychodowe od obligacji ogólnych i wpływa na zmniejszenie skali poręczeń i gwarancji udzielanych przez JST. Specyfiką obligacji przychodowych jest też specjalnie wyodrębniony rachunek, na którym gromadzone są wszystkie przychody z inwestycji i z którego nie ma możliwości wypłat na cele inne niż zaspokojenie roszczeń z obligacji (chyba że warunki emisji stanowią inaczej). Bieżąca kontrola wszelkich wpływów i wydatków związanych z przedsięwzięciem sprawia, że ta odmiana obligacji może uchodzić za bezpieczniejszą od tradycyjnych. Obligacje przychodowe umożliwiają emitentom pozyskiwanie długoterminowego finansowania na okres 20–25 lat, podczas gdy przeciętnie obligacje korporacyjne na rynku krajowym emituje się na 5–10 lat[13].

Podstawową zaletą finansowania poprzez emisję obligacji przychodowych jest fakt, że nie obciążają one budżetów bieżących jednostek samorządu terytorialnego, ponieważ środki na ich obsługę nie pochodzą z bieżących dochodów (przede wszystkim podatkowych), ale z wpływów z konkretnego przedsięwzięcia. Obowiązująca JST od 2011 roku zasada, zgodnie z którą wydatki bieżące nie będą mogły być wyższe od bieżących dochodów, czyni więc tę formę finansowania bardziej konkurencyjną od np. partnerstwa publiczno-prywatnego

---

[10] Zob. art. 1, pkt 1–2 ustawy z dnia 15 kwietnia 2011 roku o zmianie ustawy o obligacjach, Dz.U. nr 129, poz. 731.

[11] Obligacje przychodowe są podobne w swej specyfice do amerykańskich *revenue bonds*, czyli tzw. obligacji gwarantowanych dochodami, emitowanych przez władze stanowe w celu budowy obiektów użyteczności publicznej, np. szpitali, uniwersytetów, portów lotniczych, przedsiębiorstw użyteczności publicznej.

[12] Zob. art. 8, ust. 1,2 oraz art. 23a, ust. 1 ustawy o obligacjach, wyd. cyt.

[13] Przy emisji obligacji przychodowych, podobnie jak i innych obligacji komunalnych, nie istnieje obowiązek stosowania czasochłonnej procedury określonej ustawą Prawo zamówień publicznych, zatem emisja obligacji pozwala szybko i sprawnie pozyskać pieniądze na inwestycje.

czy leasingu[14]. Nie mniej ważną zaletą jest fakt, że zadłużenie z tytułu emisji obligacji przychodowych obciąża spółkę emitenta, dlatego nie jest ono zaliczane do ogólnego zadłużenia JST i nie uwzględnia się go przy ustalaniu limitu zadłużenia regulowanego przez art. 243 ustawy z 27 sierpnia 2009 roku o finansach publicznych[15]. To sprawia, że zobowiązania z tytułu emisji tych obligacji nie mają odzwierciedlenia we wskaźniku łącznej kwoty długu (mniej niż 60% dochodów JST w danym roku) oraz wskaźniku łącznej kwoty obsługi wraz z wykupem papierów (mniej niż 15% planowanych na dany rok dochodów JST)[16]. Obydwa wymienione wskaźniki zostaną od 2013 roku zastąpione wskaźnikiem ustalanym dla każdej JST indywidualnie i uzależnionym od wypracowanej, średniej z trzech wcześniejszych lat, nadwyżki budżetowej JST[17]. Taka pozytywna cecha obligacji przychodowych przez niektóre podmioty uznawana jest jako sposób na zwiększenie emisji długu publicznego, który jest wyjęty poza statystykę takiego długu (te papiery dłużne nie wymagają gwarancji ani Skarbu Państwa, ani emitenta). Należy jednak pamiętać, że choć obligacje przychodowe nie powiększają długu publicznego w rozumieniu krajowych przepisów, to już w rozumieniu Eurostatu obligacje przychodowe wliczane są do długu publicznego.

---

[14] Wynagrodzenia dla partnerów prywatnych przy inwestycjach realizowanych w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP) oraz raty leasingowe są zaliczane do wydatków bieżących. Jednak PPP, podobnie jak obligacje przychodowe, nie obciąża wskaźników zadłużenia państwa ani samorządów. Szerzej: A. Pyka, *Partnerstwo publiczno-prywatne jako forma realizacji potrzeb publicznych w świetle obowiązujących przepisów prawa*, w: *Ewaluacja rozwoju regionu w wymiarze społecznym, gospodarczym i środowiskowym*, red. K. Malik, Wydawnictwo Politechniki Opolskiej, Opole 2009, s. 233–243; A. Pyka, *The potential of project finance for financing public tasks*, „Economic and Environmental Studies" Vol. 10, nr 3 (15/2010), Sept. 2010, s. 11–19.

[15] Art. 23b, ust. 7 ustawy o obligacjach stanowi, że środków z określonego przedsięwzięcia oraz świadczeń emitenta należnych obligatariuszom od emitenta obligacji przychodowych w wykonaniu zobowiązań wynikających z tych obligacji nie uwzględnia się przy ustalaniu ograniczeń zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego. Tak ustalone brzmienie ustawy o obligacjach obowiązuje od 1 stycznia 2010 roku. Jednak postanowienia art. 243 ustawy z 27 sierpnia 2009 roku będą miały zastosowanie po raz pierwszy do uchwał budżetowych jednostek samorządu terytorialnego na 2014 rok, co przewiduje wyraźnie art. 121 ustawy Przepisy wprowadzające ustawę o finansach publicznych (Dz.U. nr 157, poz. 1241).

[16] Należy jednak pamiętać, że zgodnie z ustawą z 27 sierpnia 2009 roku o finansach publicznych zastosowanie przepisu o niewliczaniu do zadłużenia JST zobowiązań dotyczących obligacji przychodowych znajduje zastosowanie tylko wówczas, kiedy obligacje przychodowe służą finansowaniu projektów lub programów operacyjnych dofinansowanych z funduszy unijnych.

[17] Wskaźnik zadłużenia według ustawy z 27 sierpnia 2009 roku o finansach publicznych zakłada, że relacja łącznej kwoty długu powiększonego o koszty jego obsługi do planowanych dochodów ogółem w danym roku budżetowym nie przekroczy średniej arytmetycznej (z trzech lat poprzedzających rok budżetowy) relacji dochodów bieżących powiększonych o dochody ze sprzedaży majątku i pomniejszonych o wydatki bieżące do dochodów ogółem. Zob. A. Pyka, *Problem doboru mierników zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego*, w: *Kontrowersje finansów w Polsce*, red. T. Famulska, J. Nowakowski, Difin, Warszawa 2011.

Dla emitenta zaletą jest elastyczność finansowania w zakresie kwot i terminów poszczególnych emisji, terminów zapadalności oraz ceny (rentowności), po jakiej pozyskuje się finansowanie. Emisja obligacji może być bardziej elastyczna i pełniej spełniać wymagania emitenta niż standardowy kredyt bankowy, zakładający np. prowizję od zaangażowania, prowizję od wcześniejszej spłaty, koszty aneksów zmieniających warunki kredytu itd. Ponadto mniejsze są też wymogi i formalności nakładane na obligatariusza. Emitent, z uwagi na wyłączenie emisji obligacji spod reżimu ustawy Prawo zamówień publicznych, unika ryzyka długotrwałego i skomplikowanego procesu przetargowego, co pozwala na nieopóźnianie inwestycji. Jest to szczególnie ważne przy realizacji projektów współfinansowanych przez Unię Europejską, gdzie istnieje konieczność dochowania narzuconych procedurami unijnymi terminów ukończenia projektu. Przy emisji obligacji przychodowych dla emitenta ważne są też niskie obciążenia czasowe i kosztowe związane z pozyskaniem finansowania. Emitent przenosi bowiem ciężar przygotowania i obsługi procesu pozyskania finansowania na agenta emisji, ponadto może sobie zapewnić wpływ na sprawną i terminową realizację tego zadania. Przetarg na kredyt nie oferuje takich walorów. Ważny jest też fakt, że poprzez emisję obligacji przychodowych możliwe jest też kreowanie pozytywnego wizerunku JST (spółki zależnej od JST) jako emitenta na rynku kapitałowym. Programy emisji obligacji przychodowych z uwagi na ich stosunkowo nowatorski charakter implikują pozytywny rozgłos i promocję emitenta.

3. Obligacje przychodowe a prawa, obowiązki i odpowiedzialność emitenta oraz obligatariuszy

Zgodnie z mechanizmem pozyskiwania i gromadzenia środków z emisji obligacji przychodowych określonym w art. 23a–23c ustawy o obligacjach, wszystkie przychody powinny wpływać na specjalnie wyodrębniony rachunek. Za naruszenie obowiązku gromadzenia środków na odrębnym rachunku emitentowi grożą sankcje karne. Rozwiązania te mają na celu zapewnienie przejrzystości finansowej poprzez bieżącą kontrolę wszelkich wpływów i wydatków związanych z przedsięwzięciem[18]. Emitent może dokonywać wypłat ze specjalnie wyodrębnionego rachunku, ale tylko gdy służą one zaspokojeniu roszczeń obligatariuszy. Jedynym wyjątkiem od tej reguły jest sytuacja, którą przewidują warunki emisji, a dodatkowo wysokość ewentualnych wypłat przewyższa kwotę wystarczającą do zaspokojenia roszczeń obligatariuszy, wynikających z obligacji w okresie następnych 12 miesięcy. Dla specjalnie wyodrębnionego rachunku wyłączona jest

[18] *Instrumenty dłużne w gospodarce*, red. D. Czechowska, CeDeWu, Warszawa 2010, s. 149.

egzekucja z tego rachunku (do wysokości kwoty zobowiązania emitenta wobec obligatariuszy)[19]. W przypadku egzekucji przeprowadzanej ze składników majątkowych przedsięwzięcia, zajęciu nie podlega kwota w wysokości niezbędnej do zaspokojenia roszczeń obligatariuszy. Kwota ta przekazywana jest na odrębny rachunek bankowy i nie może być wypłacana na inne cele niż zaspokojenie roszczeń obligatariuszy. Jednak w przypadku egzekucji wszczętej celem zaspokojenia roszczeń z obligacji przychodowych, powyższych przepisów nie stosuje się. W sytuacji otwarcia postępowania upadłościowego lub likwidacyjnego podmiotu będącego emitentem obligacji przychodowych, zobowiązania z tytułu tych obligacji stają się natychmiast wymagalne[20].

Emitent w uchwale o emisji obligacji przychodowych powinien określić rodzaj i cel przedsięwzięcia, sposób obliczenia przychodów z przedsięwzięcia, a także wskazać, do jakiej części przychodów z przedsięwzięcia służy obligatariuszom prawo pierwszeństwa do zaspokojenia swoich roszczeń przed innymi wierzycielami. Powyższe dane powinny być umieszczone w treści obligacji przychodowej[21].

W sytuacji, kiedy przychody okażą się niewystarczające, a nawet w ogóle nie wystąpią, konsekwencje tego ponosi wierzyciel, a nie emitent. Ponadto emitent zaciągając znaczące zobowiązania bez obciążania całości swojego majątku i całości potencjalnych przychodów, zmniejsza ryzyko odmowy udzielenia kredytowania z banku w przypadku wystąpienia takiej konieczności w przyszłości, np. pojawienia się nowych wydatków inwestycyjnych.

Emitent obligacji przychodowych nie może zbywać ani obciążać składników majątkowych sfinansowanych z uzyskanych w wyniku emisji obligacji przychodowych środków przedsięwzięcia, z wyjątkiem sytuacji, gdy dokonuje się zbycia w ramach prawidłowej gospodarki i nie przyczyni się do uszczuplenia wartości projektu oraz przychodów gromadzonych na rachunku przedsięwzięcia[22]. Ponadto wierzytelności tworzące przychody, do których pierwszeństwo przysługuje obligatariuszom obligacji przychodowych, nie mogą być przedmiotem zabezpieczenia zastawem ani też przedmiotem cesji.

Emitenci obligacji przychodowych są zobowiązani do dostarczenia obligatariuszom takich samych informacji, jakie wymagane są przy emisji niezabezpieczonych obligacji komunalnych oraz tych informacji, które właściwe są tylko dla

[19] Art. 23c, ust. 1 ustawy o obligacjach, wyd. cyt.

[20] Także w przypadku podjęcia, w trybie wskazanym właściwymi przepisami, decyzji o podziale jednostek samorządu terytorialnego, będących emitentami zobowiązania z tytułu obligacji przychodowych, stają się natychmiast wymagalne. Art. 23c, ust. 2 i 3 Ustawy o obligacjach, wyd. cyt.

[21] Art. 23a, ust. 3 ustawy o obligacjach, wyd. cyt.

[22] Por. art. 23a, ust. 7 ustawy o obligacjach, wyd. cyt.

obligacji przychodowych[23]. Po wyemitowaniu obligacji przychodowych emitent obowiązany jest też ogłosić w dwóch dziennikach, w tym w jednym dzienniku ogólnopolskim, łączną wysokość zadłużenia z tytułu obligacji oraz wskazać przedsięwzięcie sfinansowane z emisji tych obligacji[24]. Informacja podawana przez emitentów powinna zapewnić inwestorom możliwość oceny kondycji finansowej emitenta, celu, wielkości emisji, wartości nominalnej i ceny emisyjnej. Powinna również dostarczać szczegółowych informacji o warunkach wykupu, warunkach płatności odsetek oraz wysokości i formy ewentualnego zabezpieczenia, a także wskazania podmiotu, który udzielił tego zabezpieczenia[25].

4. Perspektywy wzrostu popularności obligacji przychodowych w Polsce

Jak dotąd przeprowadzono tylko trzy emisje obligacji przychodowych w ciągu ponad dziesięciu lat, od kiedy istnieje taka możliwość w Polsce, co pokazuje tabela 1.

Po raz pierwszy obligacje przychodowe wyemitowała Spółka Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy w 2006 roku. Struktura transakcji traktowała ogół przychodów spółki jako źródło zaspokojenia roszczeń obligatariuszy, przez co emisja zbliżona była do typowej obligacji korporacyjnej. Dwie kolejne emisje były odmienne od wyżej opisanej struktury transakcji, bowiem wyszczególniono

[23] Emitent udostępnia obligatariuszom co najmniej dwa tygodnie przed każdym terminem wypłaty świadczeń z obligacji, jednakże nie rzadziej niż jeden raz w roku, sprawozdanie zawierające dane o sumie przychodów z przedsięwzięcia, które wpłynęły na odrębny rachunek, oraz o kwotach wypłacanych obligatariuszom oraz emitentowi z tego rachunku w okresie od poprzedniej wypłaty świadczeń, a także omówienie struktury przychodów z przedsięwzięcia oraz struktury kosztów ponoszonych przez emitenta na utrzymanie przedsięwzięcia w tym okresie. Jeżeli emitentem jest jednostka samorządu terytorialnego, to wymagane jest udostępnianie ostatniego rocznego sprawozdania z wykonania budżetu jednostki samorządu terytorialnego wraz z opinią regionalnej izby obrachunkowej oraz odpowiednio kolejnych rocznych sprawozdań z wykonania budżetu aż do wykupu obligacji wraz z opiniami regionalnej izby obrachunkowej. Jeśli emitentem jest spółka akcyjna, musi ona udostępnić obligatariuszom roczne sprawozdania finansowe wraz z opinią biegłego rewidenta za okres od rozpoczęcia emisji do wykupu obligacji. Co najmniej na dwa tygodnie przed każdym terminem wypłaty świadczeń z obligacji przychodowych, jednakże nie rzadziej niż raz w roku, emitent musi udostępnić obligatariuszom sprawozdanie zawierające dane o sumie przychodów z przedsięwzięcia, które wpłynęły na rachunek przedsięwzięcia, oraz o kwotach wypłaconych obligatariuszom lub emitentowi z tego rachunku w okresie od poprzedniej wypłaty świadczeń. Musi również dostarczyć raport omawiający strukturę przychodów z przedsięwzięcia oraz strukturę kosztów ponoszonych przez emitenta na utrzymanie przedsięwzięcia w tym okresie. Zob. art. 10 oraz art. 23a, ust. 5 ustawy o obligacjach, wyd. cyt.

[24] Art. 23a, ust. 5 ustawy o obligacjach, wyd. cyt.

[25] *Obligacje przychodowe w Polsce...*, wyd. cyt.

źródło przychodów, z których mają być spłacane obligacje. Drugim emitentem obligacji przychodowych było Miejskie Przedsiębiorstwo Komunikacyjne w Łodzi. Dzięki emisji udało się zapewnić wkład własny MPK-Łódź do projektu „Łódzki tramwaj regionalny", który jest współfinansowany ze środków Unii Europejskiej. Spółka ma zagwarantowane pozyskanie kapitału w kwocie 166 mln zł poprzez emisję obligacji przychodowych na bardzo atrakcyjnych warunkach. Wartość całej inwestycji to ok. 265 mln zł. W przypadku Spółki MPK – Łódź atrakcyjność transakcji wynika z oparcia długoterminowego finansowania dla MPK na ryzyku miasta Łodzi, co miało/ma pozytywne odbicie w koszcie finansowania dla spółki oraz możliwości efektywnego pozyskania środków Unii Europejskiej bez bezpośredniego zaangażowania środków budżetowych. Spółka MPK Łódź przeniosła też przygotowanie i przeprowadzenie transakcji na podmiot zewnętrzny – bank Pekao SA. Trzeci program emisji przeprowadzono w 2010 roku na zlecenie ZKM Gdańsk. Środki z emisji przeznaczono na zakup tramwajów (220 mln zł) oraz na zakup autobusów (60 mln zł). Dzięki emisji pozyskano środki na odpowiednio: 20 (zakup tramwajów) i 6 lat (zakup autobusów). Emisje w Łodzi i Gdańsku, oprócz realizacji potrzebnych inwestycji publicznych pozwoliły także optymalnie wykorzystać posiadane zasoby na wsparcie wizerunku miasta.

Tabela 1. Programy emisji obligacji przychodowych w Polsce

Nazwa spółki	Wielkość programu [mln zł]	Okres trwania emisji [lata]	Rating	Agent emisji
Miejskie Wodociągi i Kanalizacja Bydgoszcz	600	2004–2024	BBB–	Pekao SA Bank Handlowy
Miejskie Przedsiębiorstwo Komunikacyjne Łódź	166	2006–2020	BBB–	Pekao SA
Zakład Komunikacji Miejskiej Gdańsk Zakup tramwajów Zakup autobusów	 220 60	 2010–2030 2010–2016	 A+ A+	 Pekao SA Nordea SA

Źródło: opracowanie własne.

Podstawową przyczyną niskiej popularności obligacji przychodowych jest zdominowanie finansowania samorządów przez banki. Jednak ta sytuacja może ulec zmianie z dwóch powodów. Pierwszy powód to konieczność przeprowadzenia wielu samorządowych inwestycji (infrastrukturalnych, środowiskowych, z zakresu użyteczności publicznej), które wymagają potężnych nakładów, a które banki niekoniecznie będą chętne finansować. Drugi powód to sytuacja finansów publicznych, która kładzie nacisk na obniżenie długu publicznego – finansowanie poprzez obligacje przychodowe nie jest wliczane do wskaźników zadłużenia samorządu/długu publicznego.

Wydaje się, że obligacje przychodowe mogą się stać ważnym źródłem finansowania miejskich przedsiębiorstw komunalnych, które realizują bądź zamierzają realizować znaczące, pod względem nakładów, inwestycje, w tym również inwestycje współfinansowane ze środków Unii Europejskiej. Wspomniane wyżej inwestycje to usługi z zakresu użyteczności publicznej, takie jak dostarczanie wody, odprowadzanie ścieków czy transport publiczny[26]. To co pozwala finansować te inwestycje za pomocą obligacji przychodowych, to udział JST w strukturze własnościowej tych spółek oraz fakt, że usługi te charakteryzują się dużą przewidywalnością strumienia przychodów, niskim ryzykiem biznesowym. Szczególne wyzwania stawiane są spółkom komunikacyjnym z uwagi na olbrzymie potrzeby inwestycyjne, długi okres ich zwrotu przy jednoczesnym problemie z planowaniem popytu na te usługi w tak długiej perspektywie oraz niskimi stawkami rozliczeniowymi i krótkoterminowością zawieranych umów na świadczenie usług komunikacyjnych pomiędzy spółkami a ich właścicielami, czyli samorządami. Ponadto obligacje przychodowe mogą finansować niektóre inwestycje z zakresu ochrony środowiska oraz inwestycje komunalne w sektorze wodno-kanalizacyjnym – są bowiem także postrzegane przez kapitałodawców jako inwestycje o niskim ryzyku kredytowym ze względu na stabilny popyt na oferowane przez sektor usługi (zaspokajanie podstawowych potrzeb ludności) oraz ustawowo regulowany strumień przychodów, uwzględniający w kalkulacji taryf koszty inwestycji oraz koszty związane z finansowaniem. Niskie ryzyko kredytowe przy finansowaniu ww. spółek wynika też z faktu, że ewentualne podwyżki cen taryf, wynikających z wydatków inwestycyjnych, rozłożone są na szeroką i zróżnicowaną grupę odbiorców końcowych.

Potencjał wykorzystania obligacji przychodowych tkwi także w inwestycjach infrastrukturalnych. Pomocna w tej kwestii może być ustawa o zmianie ustawy o obligacjach, która w art. 2, pkt 1a oraz art. 23a, ust. 2 pkt 1a i 1b zakłada rozszerzenie katalogu podmiotów uprawnionych do emisji obligacji przychodowych o[27]:

– Bank Gospodarstwa Krajowego, ze szczególnym wskazaniem na programy związane z finansowaniem budownictwa społecznego, systemów gwarancji i poręczeń oraz transakcji eksportowych[28],

---

[26] W innych państwach, np. Wielkiej Brytanii, mechanizm ten stosuje się w przypadku budowy ośrodków opieki społecznej, placówek ochrony zdrowia czy nawet więzień. Zarządzająca takimi placówkami firma przekazuje określoną w emisji część dochodów na spłatę obligacji.

[27] Ustawa z dnia 15 kwietnia 2011 roku o zmianie ustawy o obligacjach, Dz.U. nr 129, poz. 731.

[28] Bank Gospodarstwa Krajowego jako bank państwowy o wysokiej wiarygodności oraz braku zdolności upadłościowej, specjalizuje się w obsłudze sektora finansów publicznych oraz realizacji programów rządowych, w tym infrastrukturalnych (np. programy związane z finansowaniem budownictwa społecznego) lub w prowadzeniu obsługi i organizacji finansowania Krajowego Funduszu Drogowego.

– Krajowy Fundusz Kapitałowy SA,

– spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe, Krajową Spółdzielczą Kasę Oszczędnościowo-Kredytową.

Obecnie pieniądze na drogi rząd pozyskuje głównie z papierów dłużnych poręczanych przez Skarb Państwa, a emitowanych przez BGK na rzecz Krajowego Funduszu Drogowego (KFD). Skala emisji obligacji przychodowych może być znacząca, jeżeli porównać ją z obecną skalą obligacji drogowych, która sięgnęła do sierpnia 2011 roku 15,87 mln zł oraz 200 000 tys. euro. Obligacje te mogłyby się spłacać z dochodów generowanych przez inwestycje, na przykład z opłat drogowych czy parkingowych[29]. Działalność Banku Gospodarstwa Krajowego związana jest również ze wspieraniem państwowych programów społeczno-gospodarczych oraz samorządowych programów rozwoju regionalnego[30].

Ustawa o zmianie ustawy o obligacjach przewiduje, że analogiczne do BGK możliwości emisji obligacji przychodowych uzyskałby także Krajowy Fundusz Kapitałowy. Udziela on wsparcia finansowego funduszom kapitałowym, inwestującym w firmy, które mają siedziby w Polsce, przede wszystkim innowacyjne lub prowadzące działalność badawczo-rozwojową. Przepisy pozwalające na emisję obligacji przychodowych przez SKOK-i oraz Krajową Spółdzielczą Kasę Oszczędnościowo-Kredytową mają na celu umożliwienie tym podmiotom zwiększenie funduszy własnych w ramach pożyczek podporządkowanych. Możliwość emisji obligacji ma się przyczynić do poprawy płynności tych instytucji finansowych.

Istnieje także potencjał wykorzystania obligacji przychodowych przez rząd do finansowania np. rozbudowy szpitali klinicznych. Szpitale takie generują przychody z kontraktów z NFZ, realizacji zadań opłacanych z budżetu państwa, badań klinicznych. Część tych przychodów mogłaby być gromadzona i przekazywana, przez wybranego w przetargu zarządcę, na rachunek, z którego będą spłacani posiadacze obligacji.

5. Podsumowanie

W obecnej sytuacji rynkowej obligacje przychodowe wydają się interesującą alternatywą dla innych źródeł finansowania inwestycji publicznych w Polsce

[29] Zob. *Jest nowe źródło pieniędzy na drogi: obligacje przychodowe BGK*, „Dziennik Gazeta Prawna", 11.02.2011 r.

[30] Zgodnie z art. 5, ust. 5 ustawy o Banku Gospodarstwa Krajowego w celu realizacji niektórych programów rządowych, Bank Gospodarstwa Krajowego może również pozyskiwać środki z innych źródeł, w szczególności zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować obligacje w kraju i za granicą.

realizowanych przez JST bądź podmioty zależne od JST. Atrakcyjność obligacji przychodowych wynika z ich specyfiki. Tą specyfiką jest możliwość ograniczenia odpowiedzialności emitenta z tytułu wyemitowanych obligacji do kwoty określonych przychodów lub zdefiniowanego majątku. Zabezpieczeniem zobowiązań JST bądź podmiotu zależnego od JST, z tytułu emisji obligacji przychodowych, jest wówczas jedynie ściśle określony i wyodrębniony strumień przychodów z inwestycji (np. wpływy z tytułu zawartej z miastem umowy na świadczenie usług komunikacyjnych) lub majątek określony przez te podmioty (np. tabor zakupiony ze środków pozyskanych z emisji). Emitent zaciągając znaczące zobowiązania bez obciążania całości swojego majątku i całości potencjalnych przychodów, zmniejsza ryzyko swojej działalności i dodatkowo zabezpiecza daną inwestycję. Tego typu dywersyfikacja źródeł finansowania daje większą swobodę i bezpieczeństwo pozyskiwania kapitału dla nowych inwestycji oraz umożliwia lepsze dopasowanie sposobu finansowania do konkretnej inwestycji (np. emisja w seriach z różnymi terminami zapadalności).

Obligacje przychodowe stają się alternatywą dla ograniczonych limitów bankowych, wynikających z oceny zdolności kredytowej przedsiębiorstw komunalnych. Sięgając po obligacje przychodowe przedsiębiorstwa te dywersyfikują źródła finansowania, a dywersyfikacja implikuje większą swobodę oraz bezpieczeństwo w pozyskiwaniu i zarządzaniu zewnętrznymi źródłami finansowania oraz optymalizuje ich zdolność kredytową.

Wymogi ustawowe dla obligacji przychodowych nakazują, aby przychody ze wskazanego przedsięwzięcia wpływały na specjalny rachunek bankowy. Ustawa o obligacjach zapewnia dodatkowe zabezpieczenie roszczeń obligatariuszy, które nie dotyczą obligatariuszy obligacji zwykłych, którym jest pierwszeństwo zaspokojenia roszczeń z tytułu obligacji przychodowych z rachunku przedsięwzięcia oraz z majątku przedsięwzięcia przed innymi wierzycielami. Rachunek przedsięwzięcia oraz aktywa przedsięwzięcia nie podlegają egzekucji prowadzonej ze składników majątkowych przedsięwzięcia. Zajęciu nie podlega kwota do wysokości niezbędnej dla zaspokojenia roszczeń obligatariuszy obligacji przychodowych. Ponadto obligacje przychodowe są instrumentami bardzo elastycznymi w stosunku do potrzeb struktury finansowanego przedsięwzięcia (możliwa jest karencja obsługi, amortyzacja, emisja w seriach z różnymi terminami zapadalności itp.), a ich emisja nie ma negatywnego wpływu na limity zadłużenia JST i samorządowy dług publiczny.

Literatura

Dług lokalny w teorii i praktyce, red. M. Kosak-Wojnar, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2007.

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

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

Jest nowe źródło pieniędzy na drogi: obligacje przychodowe BGK, „Dziennik Gazeta Prawna", 11.02.2011 r.

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

Obligacje komunalne. Zagadnienia prawne, finansowe, praktyczne, red. P. Śliwiński, M. Stępniewski, Twigger, Warszawa 2009.

Obligacje przychodowe w Polsce, w: *Polska – raport specjalny*, Fitch Ratings, październik 2008.

Pyka A., *Obligacje komunalne w finansowaniu jednostek samorządu terytorialnego na szczeblu lokalnym i regionalnym*, w: *Rozwój Euroregionu Beskidy – V, Determinanty wzrostu ekonomicznego potencjału regionu*, red. J. Ostoj, Žilinská univerzita v Žiline Fakulta prevádzky a ekonomiky dopravy a spojov, Wyższa Szkoła Bankowości i Finansów w Bielsku-Białej, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowości i Finansów w Bielsku-Białej, Žilina, Bielsko-Biała 2008.

Pyka A., *Partnerstwo publiczno-prywatne jako forma realizacji potrzeb publicznych w świetle obowiązujących przepisów prawa*, w: *Ewaluacja rozwoju regionu w wymiarze społecznym, gospodarczym i środowiskowym*, red. K. Malik, Wydawnictwo Politechniki Opolskiej, Opole 2009.

Pyka A., *Problem doboru mierników zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego*, w: *Kontrowersje finansów w Polsce*, red. T. Famulska, J. Nowakowski, Difin, Warszawa 2011.

Pyka A., *The potential of project finance for financing public tasks*, „Economic and Environmental Studies" Vol. 10, nr 3 (15/2010), Sept. 2010.

Ustawa o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 roku, Dz.U. nr 83, poz. 420 z późn. zm., tekst jednolity Dz.U. z 2001 r., nr 120, poz. 1300.

Ustawa z dnia 15 kwietnia 2011 roku o zmianie ustawy o obligacjach, Dz.U. nr 129, poz. 731.

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