

*Włodzimierz Zasadzki\* , Irena Łucka\*\**

**OBLIGACJE JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA  
PRZEDSIĘWZIĘĆ ROZWOJOWYCH JEDNOSTEK  
SAMORZĄDU TERYTORIALNEGO**

Samorząd terytorialny stoi przed koniecznością zaspokajania potrzeb mieszkańców w zakresie świadczenia usług o charakterze publicznym dysponując ograniczonymi możliwościami finansowymi. Poziom i jakość świadczonych usług zależy między innymi od stanu infrastruktury technicznej i społecznej. Jej utrzymanie na tym samym poziomie, a tym bardziej rozszerzenie infrastruktury i zakresu oraz jakości świadczonych usług wymaga znacznych nakładów inwestycyjnych. Okres ich realizacji zazwyczaj wykracza poza rok budżetowy, stąd konieczność starannego opracowania planów i budżetów inwestycji oraz źródeł i oceny możliwości ich finansowania.

Ustawa o finansach publicznych<sup>1</sup> umożliwia jednostkom samorządu terytorialnego, wraz z budżetem na dany rok, uchwalanie wieloletnich programów inwestycyjnych, które powinny być zgodne z założeniami strategii rozwoju i stanowić element łączący bieżące zarządzanie z celami strategicznymi. Podstawową funkcją tych programów jest umożliwienie władzy samorządowej planowanie i finansowanie potrzeb w zakresie rozwoju w sposób uporządkowany. W związku z powyższym jedną z najistotniejszych spraw jest ustalenie priorytetów w zakresie potrzeb rozwojowych, jak i możliwości finansowych samorządu terytorialnego. Niezbędnym zadaniem jest więc oszacowanie wielkości długofalowych wydatków inwestycyjnych, na które stać daną jednostkę samorządu terytorialnego. Dokonując więc wyboru zadań inwestycyjnych należy kierować się zasadą wyboru takich zadań inwestycyjnych, które są społecznie użyteczne i ekonomicznie uzasadnione.

\* Dr, Katedra Polityki Społeczno-gospodarczej, Uniwersytet Szczeciński.

\*\* Mgr, Katedra Polityki Społeczno-gospodarczej, Uniwersytet Szczeciński.

<sup>1</sup> Ustawa z dnia 26.11.1998 r. o finansach publicznych, Dz. U. z 1998 r. nr 155, poz. 1014 z późniejszymi zmianami.

Źródłem finansowania zadań rozwojowych są zarówno środki własne, jak i środki zewnętrzne. Wewnętrzne źródła finansowania zadań rozwojowych w zdecydowanym stopniu rozstrzygają o możliwościach finansowych samorządu terytorialnego. Z jednej strony bowiem stanowią bezpośrednie źródło finansowania inwestycji, z drugiej natomiast decydują o możliwościach spłaty zaciąganych na cele rozwojowe kredytów i pożyczek.

Pogarszająca się sytuacja finansowa jednostek samorządu terytorialnego oraz pogłębiająca się luka infrastrukturalna, stanowiąca barierę dalszego rozwoju, sprawiła, że jednostki samorządu terytorialnego zostały zmuszone do poszukiwania zewnętrznych źródeł finansowania zadań rozwojowych. Jest to o tyle istotne, że – jak piszą A. Gałązka i J. Sierak – aby polskie gminy osiągnęły standard infrastruktury na poziomie europejskim, powinny w ciągu najbliższych lat wydać na ten cel około 65 mld zł.<sup>2</sup>

Do zewnętrznych źródeł finansowania inwestycji zaliczmy m. in.:

- 1) kredyt bankowy,
- 2) pożyczki z funduszy celowych,
- 3) środki pomocowe i fundusze przedakcesyjne Unii Europejskiej,
- 4) Weksle Inwestycyjne Publiczne (WIP),
- 5) partnerstwo publiczno-privatne,
- 6) obligacje.

K r e d y t b a n k o w y, w przypadku samorządu, może mieć charakter krótkoterminowy (zaciągnięcie i spłata kredytu następuje w tym samym roku budżetowym), wówczas służy on wyłącznie finansowaniu niedoboru środków występujących w trakcie roku budżetowego, bądź charakter długoterminowy. Jedynie ten drugi rodzaj kredytu może finansować przedsięwzięcia rozwojowe (roboty budowlano-montażowe lub zakupy rzeczowych składników majątku trwałego). Wniosek kredytowy powinien zawierać dokładną analizę ekonomiczną i finansową projektu inwestycyjnego oraz rodzaj zadań, które zostaną sfinansowane kredytem. Jego uzyskanie wymaga zaangażowania własnych środków przynajmniej na poziomie 20% realizowanego zadania. Teoretycznie kredyt może być udzielony na okres realizacji zadania, jednakże w praktyce nie przekracza on 5 lat. Najczęściej kredyt uruchamiany jest w transzach po przedłożeniu bankowi opisanych i prawidłowo zaklasyfikowanych faktur potwierdzających realizację zadania inwestycyjnego.

P o ż y c z k i z f u n d u s z y c e l o w y c h są bardzo korzystnym źródłem finansowania zadań rozwojowych, jednakże podstawowa trudność polega na ich uzyskaniu, gdyż przeznaczone są na realizację jedynie niektórych celów. Dotyczą one zwłaszcza ochrony środowiska, bądź realizacji niektórych zadań infrastrukturalnych. Uzyskanie pożyczki z tego źródła wymaga

<sup>2</sup> A. Gałązka, J. Sierak, *Gospodarka budżetowa a potrzeby inwestycyjne gmin*, Warszawa 1998.

zaangażowania własnych środków finansowych. Jest to bardzo korzystne źródło finansowania rozwoju z uwagi na bardzo niskie oprocentowanie pożyczki.

Środki pomocowe i przedakcesyjne Unii Europejskiej, do których zaliczamy m. in.:

1. PHARE przeznaczone na wspieranie rozwoju instytucjonalnego oraz inwestycje w tym również infrastrukturalne.

2. ISPA przeznaczony na dostosowanie infrastruktury w zakresie ochrony środowiska i transportu krajów stowarzyszonych do standardów Unii Europejskiej.

3. SAPARD przeznaczony na współfinansowanie przedsięwzięć służących rozwojowi rolnictwa i obszarów wiejskich.

Nie należy zapominać, że środki pomocowe, choć są bardzo atrakcyjną formą finansowania rozwoju, to jednak ich pozyskanie wymaga od jednostki samorządu terytorialnego zaangażowania środków własnych.

Kolejnym instrumentem umożliwiającym finansowanie zadań realizowanych przez samorządy są Weksle Inwestycyjne Publiczne (w skrócie WIP). Są to papiery dyskontowe, które mogą być emitowane na okres minimum dwóch miesięcy i kwotę minimum 10 000 zł. Emitent może okres, na który wyemitował WIP-y wydłużyć poprzez tzw. „rolowanie”, co oznacza, że wierzytelność z tytułu wykupu WIP-ów zostaje zaliczona na poczet ceny nabycia WIP-ów nowej emisji. Pozyskanie środków finansowych poprzez emisję WIP-ów może być tańsze niż zaciągnięcie kredytu bankowego. Ponadto dużo łatwiejsze jest przesuwanie terminu spłaty zadłużenia. Kredyt bankowy z reguły jest przeznaczony na określony cel, najczęściej inwestycyjny, WIP-y natomiast nie wymagają składania sprawozdań z realizacji finansowanego zadania oraz przedkładania płaconych faktur. Instrument ten posiada również zalety w stosunku do obligacji. Emisja obligacji podlega większym rygorom, a ponadto tak jak w przypadku kredytu bankowego obciąża budżet cykliczną płatnością odsetek. Weksle Inwestycyjne Publiczne posiadają jeszcze jedną, bardzo istotną dla jednostek samorządu terytorialnego, zaletę. Ich wystawienie pozwala, z jednej strony na pokrycie występującego w trakcie roku budżetowego niedoboru środków obrotowych, z drugiej natomiast dzięki „rolowaniu” na finansowanie deficytu budżetowego, a więc również finansowanie przedsięwzięć rozwojowych średnio i długoterminowych.

Finansowanie za pomocą partnerstwa publiczno-prywatnego. Ma miejsce wówczas gdy usługi o charakterze publicznym są realizowane przez podmiot prywatny, który z administracją publiczną jest powiązany w sposób umowny. Podmiot publiczny odpowiada za identyfikację odpowiednich projektów inwestycyjnych oraz określa warunki świadczenia usług zleconych podmiotowi prywatnemu. Podmiot prywatny natomiast

odpowiedzialny jest za planowanie, realizację i finansowanie inwestycji, a następnie eksploatację i sprzedaż usług. Rola podmiotu publicznego nie kończy się z chwilą zawarcia umowy z przedsiębiorcą. Uczestniczy on również w przygotowaniu i finansowaniu inwestycji oraz pełni funkcje kontrolne w fazie eksploatacji obiektu.

Obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia.

Obligacje emitowane są w celu pozyskania środków pieniężnych dla sfinansowania określonych celów (najczęściej inwestycji). Emitent obligacji jest zobowiązany do regulowania płatności odsetkowych oraz do spłaty pożyczki obligacyjnej w dniu jej wykupu. Zaletą obligacji jest to, że są to papiery wartościowe na okaziciela, w związku z czym są instrumentem finansowym łatwo zbywalnym<sup>3</sup>.

W ostatnich latach coraz większą popularnością cieszą się obligacje komunalne, które mogą być emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, związki tych jednostek, spółki komunalne i inne podmioty posiadające osobowość prawną, które wykonują lub będą wykonywać zadania z zakresu użyteczności publicznej. Obligacje te mogą być emitowane zarówno w formie emisji publicznej jak i niepublicznej.

Obligacje, w porównaniu do innych zwrotnych form finansowania zadań posiadają szereg zalet. Zaliczyć do nich można m. in.:

1. Relatywnie niższe koszty pozyskania kapitału w porównaniu z innymi źródłami finansowania zwrotnego.

2. Krótki czas pozyskania środków finansowych.

3. Możliwość zaciągnięcia wieloletnich zobowiązań, a przy tym uniknięcie długotrwałych i skomplikowanych procedur kredytowych i konieczności przedstawienia odpowiednich zabezpieczeń.

4. Możliwość dopasowania wielkości poszczególnych transz i terminów emisji oraz ich wykupu do indywidualnych potrzeb jednostki samorządu terytorialnego.

5. Promocja jednostki samorządu terytorialnego poprzez zaistnienie na rynku kapitałowym.

Dzięki wykorzystaniu emisji obligacji, jako źródła finansowania zadań rozwojowych, jednostki samorządu terytorialnego mogą realizować bardzo kosztowne projekty inwestycyjne. Jednocześnie spłata zobowiązań z tego tytułu rozłożona może być na bardzo długi okres czasu, dochodzący nawet do 30–40 lat.

<sup>3</sup> Ustawa o obligacjach z dnia 29.06.1995 r. (Dz. U. z 1995 r. nr 83, poz. 420 z późniejszymi zmianami).

Historia obligacji komunalnych w Polsce sięga okresu zaborów. Pierwsze obligacje wyemitowane zostały przez duże miasta polskie już w XIX w. W okresie międzywojennym na około 90 różnych typów obligacji około 32 to emisje obligacji komunalnych wyemitowane przez takie m. in. miasta jak Warszawa, Poznań, Lwów, Kraków, Lublin, Płock i Będzin. Emisje te miały charakter publiczny a nabywcami w zdecydowanej większości były osoby fizyczne. Obligacje komunalne w tym okresie charakteryzowały się dość wysokim oprocentowaniem (na poziomie ok. dwukrotnie wyższym niż oprocentowanie w PKO) oraz długim okresem emisji (od 10 do 40 lat). Długoterminowe pożyczki komunalne zabezpieczano zazwyczaj prawem zastawu na publicznych świadczeniach pieniężnych<sup>4</sup>.

Najważniejszymi cechami charakterystycznymi obligacji są termin wykupu, wartość (cena) nominalna, cena emisyjna i ich oprocentowanie. Obligacje komunalne można podzielić uwzględniając różne kryteria. Biorąc pod uwagę charakter obligacji dzielimy je na:

1. Obligacje aktywne, które pozwalają pozyskać nowe środki finansowe, umożliwiające realizację kolejnych zadań inwestycyjnych,
2. Obligacje pasywne, które służą jedynie restrukturyzacji istniejących już zobowiązań.

Obligacje podzielić możemy również ze względu na sposób obliczania oprocentowania. Oparając się na owym kryterium, obligacje dzieli się na obligacje o stałym oprocentowaniu i zmiennym oprocentowaniu. W przypadku obligacji mogą być stosowane różne formy oprocentowania. Wyróżniamy obligacje z kuponem, które nabywcy przynoszą okresowy dochód w postaci odsetek płatnych w określonych terminach wykupu oraz obligacje o kuponie zerowym gdzie wynagrodzenie płatne jest przy emisji w formie dyskonta od wartości nominalnej. Po nowelizacji ustawy z dnia 27.04.2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach<sup>5</sup> zaistniała możliwość emisji przez jednostki samorządu terytorialnego tzw. obligacji przychodowych. W związku z powyższym istotnym podziałem obligacji komunalnych jest podział na:

1. Obligacje gwarantowane powszechnymi zobowiązaniami.
2. Obligacje przychodowe, w których odpowiedzialność dłużnika jest ograniczona jedynie do wysokości przychodów generowanych przez finansowane z ich emisji przedsięwzięcie.

Obligacje gwarantowane powszechnymi zobowiązaniami są spłacane z ogólnych dochodów budżetu, dlatego też im większy udział dochodów własnych, w tym zwłaszcza zależnych, tym mniejsze ryzyko inwestycyjne. Są one bowiem zabezpieczone prawem ustanowienia

<sup>4</sup> „Obligacje komunalne w Polsce – charakterystyka rynku” Biuletyn Agencji Rozwoju Komunalnego nr 3, Warszawa styczeń 1999 r., s. 5.

<sup>5</sup> Ustawa o obligacjach z dnia 29.06.1995 r. (Dz. U. z 1995 r. nr 83, poz. 420 z późniejszymi zmianami).

podatków przez jednostki samorządu terytorialnego. Nie oznacza to jednak, że papiery te są pozbawione ryzyka kredytowego. Ten rodzaj obligacji był jak na razie jedynym rodzajem obligacji komunalnych.

Obligacje przychodowe charakteryzują się wyższym poziomem ryzyka inwestycyjnego w porównaniu do obligacji gwarantowanych powszechnymi zobowiązaniami, stąd też i ich oprocentowanie jest wyższe. Zgodnie z zapisami ustawy o obligacjach emitent ma prawo ograniczyć swoją odpowiedzialność za zobowiązania jedynie do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, a obligatoriuszowi może służyć prawo pierwszeństwa do zaspokojenia roszczeń przed innymi wierzycielami emitenta. Ten rodzaj obligacji jest szczególnie atrakcyjny dla przedsiębiorstw użyteczności publicznej, gdyż umożliwia uzyskanie korzyści z odliczeń podatkowych oraz zaliczenia odsetek w koszty uzyskania przychodu. W polskich warunkach obligacje przychodowe są nowym instrumentem finansowym. Nie należy się jednak spodziewać, by ten rodzaj obligacji szybko stał się popularnym źródłem finansowania zadań, ponieważ obok niewątpliwych zalet, o których była wyżej mowa, istnieją dość poważne bariery ich wykorzystania. Dotyczy to zwłaszcza polityki kształtowania cen usług komunalnych, które nie uwzględniają wydatków inwestycyjnych oraz najczęściej nie gwarantują obsługi i wykupu obligacji.

Obligacje przychodowe zgodnie z zapisami ustawy mogą emitować:

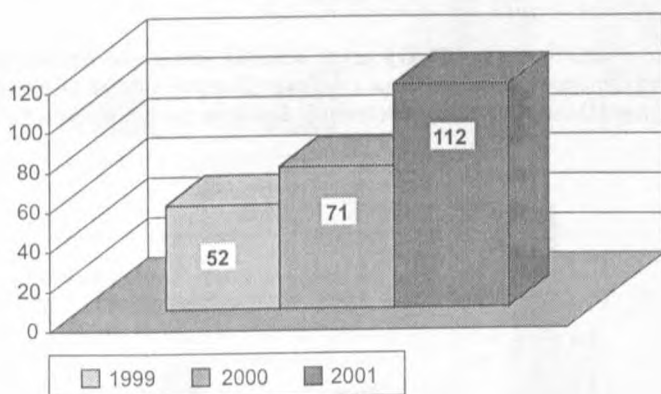
1) jednostki samorządu terytorialnego, związki tych jednostek, miasto stołeczne Warszawa,

2) spółki akcyjne i z ograniczoną odpowiedzialnością, w których jednostka samorządu terytorialnego posiada większość głosów na walnym zgromadzeniu lub zgromadzeniu wspólników, o ile przedmiotem działalności spółki jest zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnej lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej,

3) spółki akcyjne i z ograniczoną odpowiedzialnością, jeżeli nawet nie jest spełniony warunek o większości głosów na walnym zgromadzeniu lub zgromadzeniu wspólników, o ile jedynym przedmiotem działalności spółki jest wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej na podstawie umowy zawartej z jednostką samorządu terytorialnego lub związkiem tych jednostek.

Emisja obligacji przychodowych wymaga spełnienia szeregu warunków, takich między innymi jak studium wykonalności projektu inwestycyjnego oraz udostępnienie rocznych sprawozdań finansowych wraz z opinią biegłego rewidenta. Zabezpieczeniem obligacji przychodowych są przyszłe przychody z określonego przedsięwzięcia, które powinny wpływać na wydzielony rachunek bankowy. Suma zgromadzonych na nim środków jest wyłączona (w przypadku upadłości) z masy upadłości przedsiębiorstwa. Dodatkowym zabezpieczeniem ustawowym jest zakaz zbywania lub obciążania składników majątkowych przedsiębiorstwa.

W ostatnim okresie obserwuje się wyraźny rozwój rynku obligacji komunalnych. Z raportu z badań dotyczących obligacji komunalnych przeprowadzonych w latach 1999–2001 przez Stowarzyszenie Rozwoju Gospodarczego Gmin wynika, że ogółem liczba emisji obligacji komunalnych, dokonanych przez jednostki samorządu terytorialnego nieomal potrojiła się w przeciągu dwóch lat (rys. 1). Natomiast ich wartość wzrosła o blisko 70% (rys. 2). Dynamika ta jest zdecydowanie wyższa ponieważ rok 2001 obrazuje stan na maj. Do końca 2001 r. pojawiły się kolejne emisje, które sprawiły, że ogółem wartość emisji obligacji w roku 2001 znacznie przekroczyła 2 mld zł. Łącznie w latach 1995–2001 jednostki samorządu terytorialnego wyemitowały ponad 2,5 mld zł.

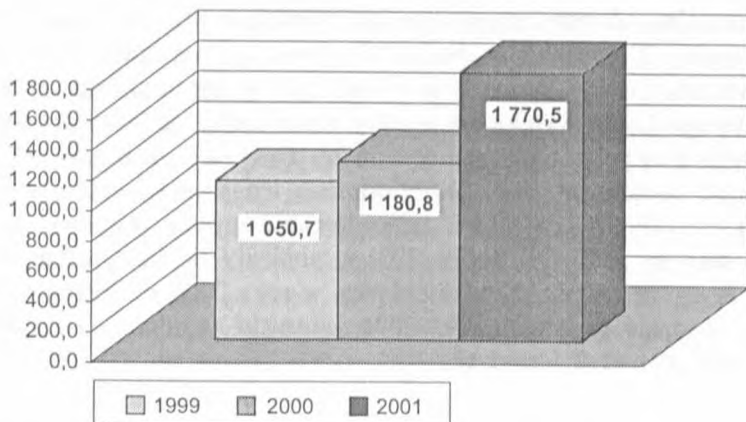


Rys. 1. Liczba emisji obligacji wyemitowanych w jednostkach samorządu terytorialnego w latach 1999–2001. Źródło: Opracowanie własne na podstawie „Raportu z badań Obligacji komunalne”, przeprowadzonego przez Stowarzyszenie Rozwoju Gospodarczego Gmin.

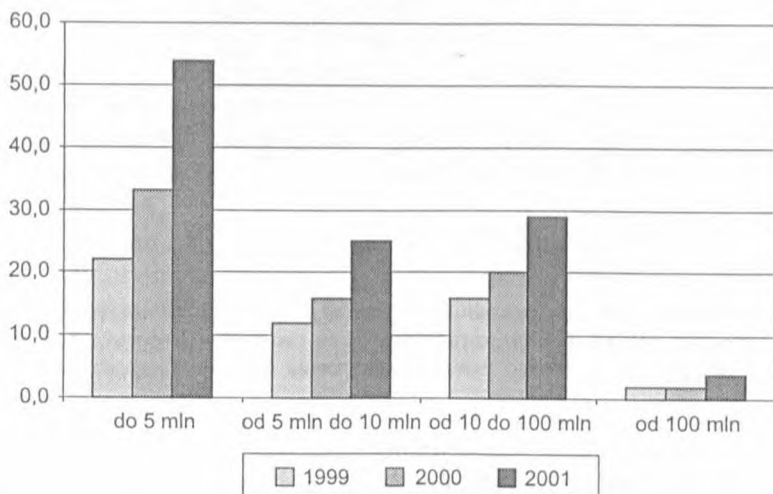
Na rys. 3 i 4 przedstawiono strukturę ilościową i wartościową emitowanych obligacji, uwzględniając ich podział na emisje małe do 5 mln zł, obligacje średnie od 5 do 10 mln zł, obligacje duże od 10 do 100 mln zł oraz obligacje bardzo duże ponad 100 mln zł.

Z analizy danych wynika, że co prawda ilościowo dominują obligacje do 10 mln zł (stanowią one ponad 70% ilości wszystkich wyemitowanych obligacji), jednakże wartościowo zdecydowanie dominują emisje obligacji powyżej 10 mln zł (ponad 80% wartości wszystkich wyemitowanych obligacji komunalnych).

Dominują obligacje wyemitowane przez samorząd gminny. W latach 1999–2001 jedynie 8,9% wartości wszystkich wyemitowanych obligacji stanowiły obligacje wyemitowane przez samorząd powiatowy (23 samorzady powiatowe wyemitowały obligacje na łączną kwotę 157,9 mln zł).



Rys. 2. Wartość wyemitowanych obligacji przez jednostki samorządu terytorialnego w latach 1999–2001. Źródło: Opracowanie własne na podstawie „Raportu z badań Obligacje komunalne”, przeprowadzonego przez Stowarzyszenie Rozwoju Gospodarczego Gmin.

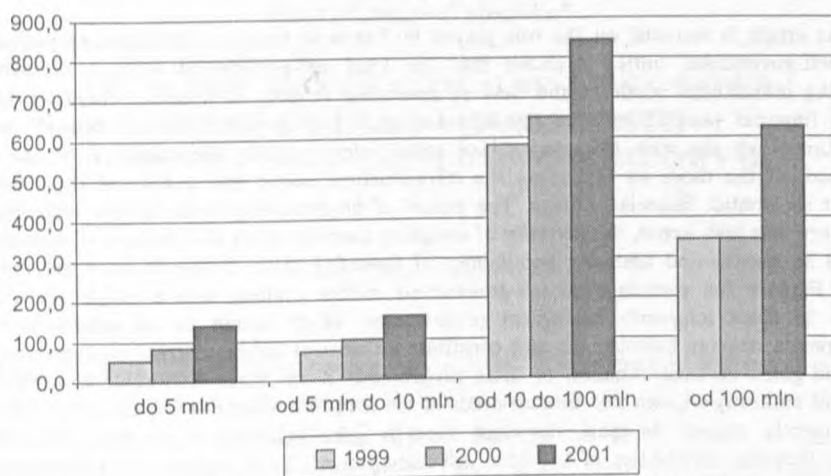


Rys. 3. Struktura ilościowa emisji obligacji komunalnych w latach 1999–2000. Źródło: Opracowanie własne na podstawie „Raportu z badań Obligacje komunalne”, przeprowadzonego przez Stowarzyszenie Rozwoju Gospodarczego Gmin.

Biorąc pod uwagę fakt, że w Polsce jest 2489 gmin, 373 powiaty oraz 16 województw, ani ilość emisji, ani też ich wartość nie jest imponująca i stanowi zaledwie 5–6% wszystkich papierów dłużnych znajdujących się na rynku. Zdecydowana większość emisji ma charakter niepubliczny w związku z tym słabo rozwinięty jest rynek wtórny, co znacznie ogranicza płynność obligacji.



Przedstawione badanie nie uwzględniało emisji obligacji mieszkaniowych, których celem może być sfinansowanie budowy nowych mieszkań lub prywatyzacja komunalnego zasobu mieszkaniowego ponieważ trudno uznać obligacje mieszkaniowe za instrument rynku kapitałowego.



Rys. 4. Struktura wartościowa emisji obligacji komunalnych w latach 1999–2000. Źródło: Opracowanie własne na podstawie „Raportu z badań Obligacje komunalne”, przeprowadzonego przez Stowarzyszenie Rozwoju Gospodarczego Gmin.

Przeciętny minimalny okres czasu na jaki wyemitowano obligacje to 3,4 roku, natomiast przeciętny maksymalny czas to 4,7 roku. Najbardziej odległy termin zapadalności jest w przypadku obligacji wyemitowanych przez Ostrów Wielkopolski (11 lat). Uznać można więc, że jednostki samorządu terytorialnego emitują raczej obligacje średniookresowe.

Reasumując należy stwierdzić, że jednostki samorządu terytorialnego coraz częściej finansują realizowane przedsięwzięcia emisją obligacji. Należy przypuszczać, że rynek obligacji komunalnych będzie się nadal systematycznie rozwijał. Trudno jednakże uznać obecny stan za zadowalający. Brak jest emisji publicznych, na które istnieje popyt ze strony gospodarstw domowych oraz emisji obligacji przychodowych, które umożliwią jednostkom samorządu terytorialnego realizację dodatkowych inwestycji bez uszczuplenia zdolności kredytowej. Szansą rozwoju komunalnych papierów dłużnych są przygotowywane nowelizacje ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego, ustawy o obligacjach oraz napływ środków z Unii Europejskiej. Istotne znaczenie, mające wpływ na podejmowanie decyzji o publicznej emisji obligacji komunalnych, mają koszty takiej emisji i dość skomplikowana procedura dopuszczania do publicznego obrotu. Zmiany w tym zakresie powinny korzystnie wpłynąć na rozwój rynku obligacji komunalnych.

*Włodzimierz Zasadzki, Irena Łucka*

**BONDS AS A SOURCE OF FINANCING DEVELOPMENT PROJECTS  
OF LOCAL SELF-GOVERNMENT UNITS**

The article is focussed on the role played by bonds in financing development projects of local self-government units. It shows that the local self-government faces a necessity of satisfying inhabitants' needs in the field of providing services of a public character having limited financial possibilities. The standard and quality of provided services depend, among other things, on the state of technical and social infrastructure. Maintaining it at the same level and all the more so expanding the infrastructure, scope and quality of these services call for substantial financial outlays. The period of implementing them usually surpasses the budgetary year and, hence, the necessity of designing carefully plans and budgets of investments, as well as sources and assessing possibilities of financing them. It should be noted that the Public Finance Act permits local self-government entities – along with a budget for a given year – to enact long-term investment programmes, which should be compatible with the development strategy assumptions and constitute an element linking current management with strategic goals. A basic function of these programmes is to create favourable conditions for the local authority to plan and finance needs in the field of development in an orderly manner. Consequently, one of the most important issues is fixing priorities in development needs, as well as financial capabilities of the local self-management. Thus, it becomes indispensable to assess the size of long-term investment outlays, which can be afforded by a given local self-government entity.