

MATEUSZ KLUPCZYŃSKI

Uniwersytet im. Adama Mickiewicza w Poznaniu

Obligacje przychodowe a indywidualny wskaźnik spłaty zobowiązań

Revenue bonds and an individual debt service ratio

Streszczenie. Obligacje przychodowe istnieją w polskim systemie prawa od 2000 r. Do tej pory na ich emisję zdecydowała się zaledwie jedna jednostka samorządu terytorialnego. W pracy zbadano wpływ emisji obligacji przychodowych na indywidualny wskaźnik spłaty zobowiązań z ustawy o finansach publicznych na przykładzie miasta Lublin. Autor podjął także próbę wskazania przyczyn niewielkiego praktycznego zainteresowania tym instrumentem finansowym ze strony samorządu terytorialnego.

Słowa kluczowe: obligacje przychodowe; obsługa zadłużenia; samorząd terytorialny.

Abstract. Revenue bonds exist in the Polish legal system since 2000. So far only one local government unit decided to issue revenue bonds. The article presents the influence of revenue bonds on individual debt service ratio illustrated with an example of the City of Lublin. The author also makes an attempt to identify the causes of small practical interest in this financial instrument from the local government.

Keywords: revenue bonds; debt service; local government.

1. Wprowadzenie

Obligacje przychodowe jako nowy rodzaj obligacji w polskim systemie papierów wartościowych wprowadzone zostały w roku 2000¹. Pomimo długiego czasu, od jakiego możliwa jest ich emisja, do dziś tylko kilka podmiotów skorzystało z tej możliwości. Wśród tych kilku podmiotów znalazła się zaledwie jedna jednostka samorządu terytorialnego. Powstaje wobec tego uzasadniona wątpliwość, czy obligacje przychodowe w obecnej formie powinny w ogóle istnieć w polskim systemie prawa, a jeżeli tak, to w jakim kształcie. Pod znakiem zapytania pozostają też przyczyny niechęci do obligacji przychodowych ze strony potencjalnych emitentów. Celem niniejszego opracowania jest ocena zasadności emisji obligacji przez jednostkę samorządu terytorialnego przez pryzmat jej wpływu na indywidualny wskaźnik spłaty zobowiązań.

2. Istota obligacji przychodowych

Istotą obligacji przychodowych jest zapewnienie obligatariuszom prawa pierwszeństwa do zaspokojenia z określonych przychodów emitenta oraz z określonego majątku emitenta². Jak słusznie wskazuje L. Lipiec-Warzecha, cytowane uzasadnienie do zmian w ustawie jest na tyle lakoniczne, że trudno o odkodowanie *ratio legis* wprowadzenia nowego rodzaju obligacji³. Niewątpliwie wzorcem były amerykańskie obligacje gwarantowane dochodami znane jako *revenue bonds*⁴. Obligacje takie są emitowane przez władze stanowe czy też szpitale, uniwersytety, porty lotnicze i inne przedsiębiorstwa działające w sferze użyteczności publicznej. Środki na zapłatę odsetek oraz wykup obligacji pochodzą z dochodów uzyskiwanych przez te

¹ Ustawa z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. Nr 60, poz. 702).

² Uzasadnienie do ustawy o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw, druk sejmowy nr 1297 z 1999 r.

³ L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2010, s. 240.

⁴ R. Czerniawski, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 2003, s. 153.

podmioty z przedsięwzięć sfinansowanych obligacjami⁵. Jak jednak wskazuje M. Bitner, polski odpowiednik znacznie różni się od wzorca amerykańskiego⁶.

Obligacje przychodowe są szczególne ze względu na odejście od ogólnej zasady, która stanowi, iż emitent za zobowiązania z obligacji odpowiada całym swoim majątkiem⁷. W przypadku obligacji przychodowych emitent ma prawo ograniczyć swoją odpowiedzialność do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, które były finansowane z emisji. Odstępstwo od głównej zasady tworzy unikatowy charakter obligacji przychodowych jako papierów wartościowych z ograniczoną odpowiedzialnością. Oznacza to bowiem, że w przypadku nieosiągnięcia planowanych przychodów z przedsięwzięcia i niewystarczającej wielkości powstałego majątku przy jednoczesnym braku dodatkowego zabezpieczenia, negatywne skutki przejdą na wierzyciela (obligatariusza), a nie dłużnika (emitenta)⁸.

3. Nowa ustawa o obligacjach

Wydaje się, że sama konstrukcja obligacji przychodowych powinna zachęcać do szerokiego zastosowania tego instrumentu w praktyce. Do dziś obligacje przychodowe mają jednak marginalne znaczenie w finansowaniu działalności użyteczności publicznej. Wydaje się, że fakt ten dostrzegł także ustawodawca. 1 lipca 2015 r. wejdzie w życie ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach⁹, która zastąpi wielokrotnie nowelizowane rozwiązania z 1995 r.

⁵ I. Chojecka, J. Ostrowski, M. Stępniewski, *Emisja obligacji przychodowych* [w:] P. Śliwiński, M. Stępniewski (red.), *Obligacje komunalne. Zagadnienia prawne, finansowe, praktyczne*, Warszawa 2009, s. 93–94.

⁶ M. Bitner, *Obligacje przychodowe*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 5, s. 15.

⁷ Zob. art. 8 ust. 1 ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (tekst jedn. Dz.U. z 2014 r., poz. 730 ze zm.).

⁸ M. Poniatowicz, *Obligacje przychodowe i sekurytyzacyjne jako innowacyjne instrumenty na polskim rynku komunalnych papierów wartościowych*, „Finanse Komunalne” 2005, nr 3, s. 22.

⁹ Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. poz. 238).

Jak wskazano na początku uzasadnienia do nowej ustawy, polski rynek obligacji nieskarbowych charakteryzuje niezadowolający poziom rozwoju. W dalszej jednak części ustawodawca skupia się na rozwoju rynku długo-terminowych obligacji komercyjnych¹⁰.

W przypadku przepisów dotyczących bezpośrednio obligacji przychodowych należy wskazać zmiany przede wszystkim redakcyjne. Ich skutkiem jest przeniesienie regulacji z art. 23b ust. 7 obowiązującej ustawy, mówiącej o nieuwzględnianiu środków z rachunku bankowego przeznaczonego do gromadzenia przychodów z przedsięwzięcia oraz świadczeń emitenta należnych obligatariuszom przy ustalaniu ograniczeń zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego (dalej: j.s.t.), o których mowa w art. 243 ustawy o finansach publicznych¹¹, bezpośrednio do ustawy o finansach publicznych poprzez dodanie art. 243a¹².

Ponadto wśród szeregu mniejszych zmian redakcyjnych należy zwrócić uwagę na kilka zmian merytorycznych. Jedną z nich dokonano została w zamkniętym katalogu potencjalnych emitentów obligacji przychodowych. W nowelizacji z 2000 r. wśród potencjalnych emitentów wymienione były spółki kapitałowe o określonych strukturach własnościowych lub wykonujące określone zadania na podstawie stosunków cywilnoprawnych z podmiotami publicznymi. Wprowadzono jednak zastrzeżenie, iż „jedynym przedmiotem działalności” takich osób prawnych może być wykonywanie zadań o charakterze użyteczności publicznej. W nowych regulacjach wyrażenie to zamieniono na „główny przedmiot działalności”. Takie sformułowanie powinno znacząco poszerzyć katalog potencjalnych emitentów, co może się także przełożyć na większą liczbę emisji w niedalekiej przyszłości. Nowa ustawa przynosi również szereg mniejszych zmian, które koncentrują się na zmniejszeniu ryzyka po stronie obligatariuszy.

W dalszej części niniejszego artykułu analizie będą poddawane zapisy jednocześnie zarówno obecnej, jak i nowej ustawy o obligacjach z jednoczesnym wskazywaniem ewentualnych różnic.

¹⁰ Uzasadnienie do ustawy o obligacjach, druk sejmowy nr 2735 z 2014 r.

¹¹ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (tekst jedn. Dz.U. z 2013 r., poz. 885 ze zm., dalej: u.f.p.).

¹² Na podstawie art. 108 nowej ustawy o obligacjach.

4. Dotychczasowe emisje

Obligacje przychodowe nadal pozostają dość egzotycznym instrumentem finansowania działalności podmiotów zorientowanych na działalność użyteczności publicznej. Do tej pory w Polsce przeprowadzono następujące emisje:

- do kwoty 600 mln zł na okres 24 lat – Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy Sp. z o.o. – emisja w 2005 r.;
- do kwoty 166 mln zł – Miejskie Przedsiębiorstwo Komunikacyjne – Łódź Sp. z o.o. – emisja w 2006 r.;
- do kwoty 60 mln zł – Zakład Komunikacji Miejskiej w Gdańsku Sp. z o.o. – emisja w 2010 r.;
- do kwoty 220 mln zł – Zakład Komunikacji Miejskiej w Gdańsku Sp. z o.o. – emisja w 2010 r.;
- do kwoty 28 mln zł – Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gnieźnie – emisja w 2012 r.;
- do kwoty 145 mln zł – Tramwaj Fordon Sp. z o.o. z siedzibą w Bydgoszczy – emisja w 2014 r.;
- do kwoty 40 mln zł – miasto Lublin – emisja w 2014 r.¹³

Wśród wymienionych projektów cztery dotyczyły inwestycji w infrastrukturę transportową, dwa inwestycji w infrastrukturę wodociągową i kanalizacyjną, a jeden w infrastrukturę sportową i rekreacyjną. Dopiero po 14 latach od wprowadzenia obligacji przychodowych zdecydowała się na nie pierwsza jednostka samorządu terytorialnego. Ze względu na cel poniższego opracowania to ta emisja będzie podlegać głębszej analizie.

Jednostka samorządu terytorialnego została ujęta w zamkniętym katalogu potencjalnych emitentów obligacji przychodowych (art. 23a ust. 2 pkt 1 obecnej ustawy oraz art. 25 ust. 1 pkt 1 nowej ustawy). Na tej podstawie podjęta została uchwała w sprawie emisji obligacji przychodowych gminy Lublin oraz określenia zasad ich zbywania, nabywania i wykupu¹⁴.

¹³ *Raport wprowadzający: Emisja obligacji przychodowych, jako sposób na pozyskanie finansowania inwestycji samorządowych*, Hogan Lowels (Warszawa) LPP, Warszawa 2014, s. 2.

¹⁴ Uchwała Nr 1000/XXXIX/2014 Rady Miasta Lublin z dnia 13 marca 2014 r. w sprawie emisji obligacji przychodowych Gminy Lublin oraz określenia zasad ich zbywania, nabywania i wykupu.

Wielkość emisji określono na 40 mln zł, a tryb emisji jako niepubliczny. Pozyskane środki mają służyć realizacji zadania inwestycyjnego pn.: „Budowa zespołu krytych pływalni przy Al. Zygmuntowskich 4 w Lublinie”, którego celem jest zwiększenie dostępności bazy sportowo-rekreacyjnej dla mieszkańców.

Jako środki służące zaspokojeniu wierzycieli wskazano wszelkie uzyskane przez miasto przychody z odpłatnego używania lub korzystania przez osobę trzecią: z nieruchomości gruntowej, na której wybudowany zostanie zespół pływalni, a także zorganizowanej części majątku, stanowiącej zespół krytych pływalni. Ponadto dopuszcza się sprzedaż nieruchomości i majątku z zastrzeżeniem, że miasto nie może zbywać ani obciążać składników majątkowych przedsięwzięcia, z wyjątkiem sytuacji, gdy dokonuje zbycia w ramach prawidłowej gospodarki, nie powodując istotnego zmniejszenia wartości tego przedsięwzięcia (art. 23a ust. 7 obecnej ustawy oraz art. 25 ust. 6 nowej ustawy).

Uchwała doprecyzowuje, że przychody z tytułu odpłatnego używania lub korzystania przez osobę trzecią z nieruchomości i majątku zostaną ustalone jako suma pieniężna określona odrębnie w każdym roku w stosunku do wpływów możliwych do osiągnięcia przez osobę trzecią z tytułu udostępnienia zespołu krytych pływalni, oszacowanych w wyniku założonego popytu i podaży oraz zachowań potencjalnych uczestników określonego rynku nieruchomości. Ponadto miasto Lublin w uchwale gwarantuje minimalny poziom przychodów w takim stopniu, aby pokrył wykup obligacji przychodowych przypadających na dany rok wraz z należnymi odsetkami powiększonymi o ryzyko zmiany stóp procentowych.

Co ciekawe, miasto Lublin nie skorzystało z przysługującego w myśl art. 8 ust. 2 ustawy o obligacjach (w nowej ustawie uprawnienie to zawarte jest w art. 24 ust. 2) ograniczenia odpowiedzialności. Rada Miasta podjęła decyzję, że odpowiedzialność emitenta będzie nieograniczona.

Obligacje mają zostać wyemitowane do końca roku 2015, a ich wykup ma nastąpić najpóźniej 31 grudnia 2023 r. Odsetki wypłacane będą w okresach półrocznych a oprocentowanie zostanie określone na podstawie stawki WIBOR sześćcio- lub dwunastomiesięcznej powiększonej o marżę nie wyższą niż 1,0%.

W uchwale organu stanowiącego postanowiono, że wydatki związane z organizacją i przeprowadzeniem emisji obligacji oraz wypłata środków na zaspokojenie roszczeń obligatariuszy wynikających z obligacji zostaną pokryte z dochodów własnych gminy, z zastrzeżeniem wcześniejszych przepisów o przychodach z przedsięwzięcia.

Przytoczona uchwała częściowo pomija istotę obligacji przychodowych. Powoływane wcześniej poglądy doktryny potwierdzają stanowisko, że możliwa jest emisja obligacji przychodowych bez ograniczenia odpowiedzialności emitenta. Co więcej, w przypadku działalności jednostek samorządu terytorialnego, które w myśl art. 6 pkt 2 – Prawa upadłościowego i naprawczego¹⁵ nie mogą ogłosić upadłości, ograniczenie ryzyka z podejmowanej inwestycji nie ma takiego znaczenia, jak w przypadku spółek kapitałowych, gdzie mogłoby oznaczać natychmiastowe postawienie spółki w stan upadłości. Takie unormowanie obligacji przychodowych w pierwszej emisji przeprowadzonej przez jednostkę samorządu terytorialnego nasuwa myśl, iż faktycznym celem mogła być chęć ominięcia ograniczeń wynikających z tzw. indywidualnego wskaźnika spłaty zobowiązań określonego w art. 243 u.f.p.

Do takiego wniosku doszło Kolegium Regionalnej Izby Obrachunkowej w Lublinie, które orzekło nieważność części uchwały w stosunku do zapisów o nieograniczonej odpowiedzialności oraz pokrycia roszczeń obligatariuszy z dochodów gminy¹⁶. Kolegium stanęło na stanowisku, iż „do istotnych rodzajowo cech tych obligacji należy ograniczona odpowiedzialność emitenta za zobowiązania z nich wynikające”, zaś przyjęcie takiej uchwały „oznaczałoby podjęcie uchwały tylko z nazwy dotyczącej obligacji przychodowych, ponieważ w znaczeniu prawnym byłyby to zwykłe obligacje”. Ostatecznie w uzasadnieniu podkreślono, że faktyczną intencją mogła być chęć skorzystania z art. 23b ust. 7 ustawy o obligacjach (przepis na mocy art. 108 nowej ustawy przeniesiony do art. 243a u.f.p.) poprzez

¹⁵ Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze (tekst jedn. Dz.U. z 2012 r., poz. 1112 ze zm.).

¹⁶ Uchwała Nr 74/2014 Kolegium Regionalnej Izby Obrachunkowej w Lublinie z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie stwierdzenia nieważności części uchwały Rady Miasta Lublin.

nieuwzględnianie przychodów z przedsięwzięcia oraz świadczeń emitenta należnych obligatariuszowi przy obliczaniu wskaźnika z art. 243 u.f.p.

Powyższa uchwała kolegium RIO została zaskarżona, a następnie uchylona wyrokiem WSA w Lublinie z dnia 23 lipca 2014 r.¹⁷ Sąd podtrzymał stanowisko prezentowane w literaturze i uznał za możliwą emisję obligacji przychodowych bez ograniczonej odpowiedzialności. Jak wskazano w uzasadnieniu, „z całości unormowania dotyczącego obligacji przychodowych wyprowadzić należy wnioszek, że określone w art. 8 ust. 2 ograniczenie odpowiedzialności emitenta za zobowiązania wynikające z obligacji jest tylko uprawnieniem emitenta, co oznacza, że ograniczenie odpowiedzialności nie jest cechą obligacji przychodowych”. Zaś cechą obligacji przychodowych jest „możliwość przyznania obligatariuszowi prawa do zaspokojenia jego roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami”. Oznacza to, że art. 8 ust. 2 ustawy o obligacjach kreuje możliwość, a nie obowiązek ograniczenia odpowiedzialności w przypadku obligacji przychodowych.

Należy podzielić pogląd wyrażony w uzasadnieniu do przytoczonego wyżej wyroku. Wykładnia językowa wskazanych przepisów nasuwa taki tok interpretacji jako jedyny słuszny. Zauważyć jednak należy, że implementacja w ustawie możliwości nieuwzględniania pewnych kwot wynikających z charakteru obligacji przychodowych przy obliczaniu wskaźnika obsługi zadłużenia powinna być związana z ograniczeniem odpowiedzialności po stronie emitenta. Dlaczego bowiem ustawodawca miałby premiovac obligacje przychodowe z pełną odpowiedzialnością po stronie emitenta wyłączeniem ich spod indywidualnego wskaźnika spłaty zobowiązań? Obligacje takie są często bardziej kosztowne i brak jest logicznej przesłanki poza wspomnianym ograniczeniem odpowiedzialności. Niestety, uzasadnienie do nowelizacji z 2000 r. nie podejmuje tej kwestii.

¹⁷ Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Lublinie z dnia 27 lipca 2014 r., III SA/Lu 622/14, Centralna Baza Orzeczeń Sądów Administracyjnych (CBOSA).

5. Obligacje w kontekście wskaźnika z art. 243 u.f.p.

Jednostki samorządu terytorialnego w ramach zasady samodzielności mogą zaciągać zadłużenie. Pozostawienie decyzji co do wielkości zadłużenia wyłącznie pod rozagę organów wykonawczych czy uchwałodawczych mogłoby prowadzić do nadużyć oraz spowodować sytuacje, gdy samorząd nie jest w stanie spłacić wcześniej zaciągniętych zobowiązań¹⁸.

Od 1 stycznia 2014 r. obowiązuje nowy indywidualny wskaźnik spłaty zobowiązań w samorządzie terytorialnym. Nowy wskaźnik jest dynamiczny i ma charakter indywidualny. Oznacza to, że wartość wskaźnika jest elastyczna i uzależniona od indywidualnej sytuacji budżetowej j.s.t. W literaturze powstało wiele opracowań na temat nowych regulacji. W poniższym artykule uwaga zostanie skupiona w kontekście sposobu wyliczania wskaźnika po uwzględnieniu przepływów z tytułu emisji obligacji przychodowych.

Wskaźnik uregulowany w art. 243 ust. 1 u.f.p. określony został poniższym wzorem:

$$\left(\frac{R+O}{D}\right)_n \leq \frac{1}{3} * \left(\frac{Db_{n-1} + Sm_{n-1} - Wb_{n-1}}{D_{n-1}} + \frac{Db_{n-2} + Sm_{n-2} - Wb_{n-2}}{D_{n-2}} + \frac{Db_{n-3} + Sm_{n-3} - Wb_{n-3}}{D_{n-3}} \right)$$

gdzie:

- R – planowana na rok budżetowy łączna kwota z tytułu spłaty rat kredytów i pożyczek oraz wykupu papierów wartościowych,
- O – planowane na rok budżetowy odsetki od kredytów i pożyczek, odsetki i dyskonto od papierów wartościowych oraz spłaty kwot wynikających z udzielonych poręczeń i gwarancji,
- D – dochody ogółem budżetu w danym roku budżetowym,
- Db – dochody bieżące,

¹⁸ M. Wiśniewski, *Nowe podejście do limitowania zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w Polsce* [w:] T. Juja (red.), *Dylematy i wyzwania finansów publicznych*, Poznań 2010, s. 337.

- Sm – dochody ze sprzedaży majątku,
- Wb – wydatki bieżące,
- n – rok budżetowy, na który ustalana jest relacja.

Zgodnie z art. 23b ust. 7 obecnej ustawy o obligacjach środków zgromadzonych na specjalnie utworzonym rachunku bankowym przeznaczonych na zaspokojenie roszczeń obligatariuszy oraz świadczeń emitenta należnych obligatariuszom w wykonaniu zobowiązań z obligacji nie uwzględnia się przy ustalaniu relacji z art. 243 u.f.p.

Powyższe wyłączenie ma odmienne znaczenie w porównaniu do regulacji zawartych choćby w art. 243 ust. 3 i ust. 3a ustawy o finansach publicznych. Zgodnie z wykładnią językową nieuwzględnianie w obliczeniach oznacza całkowite pominięcie wskazanych wyżej kwot podczas obliczania indywidualnej relacji z art. 243. Inaczej w przypadku powołanych zapisów ust. 3 i ust. 3a, które rozpoczynają się słowami „ograniczenia nie stosuje się do” i oznaczają zastosowanie tylko do jednej strony nierówności.

Regulacja art. 23b ust. 7 stanowi powtórzenie analogicznych zapisów dotyczących poprzedniej ustawy o finansach publicznych z 2005 r.¹⁹, a mianowicie jej art. 169. Konstrukcja wskaźnika maksymalnej obsługi zadłużenia pod rządami tamtej ustawy była jednak dużo mniej skomplikowana od obecnego. Aby zrekonstruować wpływ tych zapisów na indywidualny wskaźnik spłaty zobowiązań (z art. 243 u.f.p.), należy poddać analizie przytoczony wcześniej wzór nierówności. W celu łatwiejszego zobrazowania zmian wzór został podzielony na dwie części – strony lewą i prawą nierówności.

Lewa strona nierówności po uwzględnieniu art. 23b ust. 7 ustawy o obligacjach (lub art. 243a u.f.p. po wejściu w życie przepisów nowej ustawy o obligacjach) kształtuje się następująco:

¹⁹ Ustawa z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych (Dz.U. Nr 249, poz. 2104 ze zm.).

$$\left(\frac{(R - Rp) + (O - Op)}{(D - Dp)} \right)_n$$

gdzie:

Rp – planowana na rok budżetowy łączna kwota z tytułu wykupu obligacji przychodowych,

Op – planowane na rok budżetowy odsetki od obligacji przychodowych,

Dp – dochody budżetowe (przychody z przedsięwzięcia) zgromadzone na specjalnie wydzielonym rachunku bankowym na zaspokojenie roszczeń obligatariuszy.

Z kolei prawa strona nierówności po uwzględnieniu powołanych zapisów dla jednego z trzech kolejnych lat budżetowych kształtuje się następująco:

$$\left(\frac{(Db_{n-x} - Dbp_{n-x}) + Sm_{n-x} - (Wb_{n-x} - Op_{n-x})}{(D_{n-x} - Dp_{n-x})} \right)$$

gdzie:

Dbp – dochody bieżące budżetu (przychody z przedsięwzięcia) zgromadzone na specjalnie wydzielonym rachunku bankowym na zaspokojenie roszczeń obligatariuszy,

x – dowolny rok z zakresu 3 lat poprzedzających rok budżetowy.

Wskazane powyżej modyfikacje w indywidualnym wskaźniku spłaty zobowiązań wyrażonym w ustawie o finansach publicznych utrudniają jasną ocenę, czy rozwiązanie to działa na korzyść jednostek planujących emisje obligacji przychodowych, czy nie. Dzieje się tak, ponieważ każda jednostka posiada swoją specyfikę, co przekłada się na indywidualny charakter wskaźnika. Podobnie swoją specyfikę posiada każda emisja obligacji przychodowych (lata emisji, okres wykupu, sposób rozłożenia ciężaru). Spadające na skutek odliczeń dochody bieżące (w liczniku) mogą powodować niespodziewane zmiany w kształtowaniu się relacji. Każdorazowa emisja obligacji przychodowych powinna zatem być poprzedzona wnikliwą analizą sytuacji w kontekście zadłużenia.

Czy wobec powyższych kwestii miasto Lublin skorzystało na emisji obligacji o charakterze przychodowym? Wyniki analizy na podstawie wieloletniej prognozy finansowej miasta Lublin zaprezentowano w poniższej tabeli.

Tabela 1. Kształtowanie się lewej i prawej strony nierówności z art. 243 u.f.p. przy uwzględnieniu emisji obligacji przychodowych

Wyszczególnienie	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Prawa strona	10,20%	11,12%	10,04%	11,66%	13,54%	14,95%	16,34%	17,04%
Prawa strona (obligacje przych.)	10,20%	11,03%	9,86%	11,40%	13,29%	14,72%	16,11%	16,81%
Korzyść dla j.s.t.	0,00%	-0,09%	-0,18%	-0,26%	-0,25%	-0,23%	-0,23%	-0,23%
Lewa strona	6,98%	7,68%	8,54%	6,74%	6,80%	6,61%	6,29%	5,76%
Lewa strona (obligacje przych.)	6,58%	7,30%	8,19%	6,40%	6,48%	6,30%	6,00%	5,48%
Korzyść dla j.s.t.	0,40%	0,38%	0,35%	0,34%	0,32%	0,31%	0,29%	0,28%
Suma korzyści dla j.s.t.	0,40%	0,29%	0,17%	0,08%	0,07%	0,08%	0,06%	0,05%

Źródło: opracowanie własne na podstawie wieloletniej prognozy finansowej Miasta Lublin²⁰.

Obliczenia z powyższego zestawienia dotyczą lat 2016–2023, który to okres odpowiada okresowi wykupu obligacji przychodowych. W tabeli zaprezentowano kolejno „prawą stronę” nierówności z uwzględnieniem obligacji przychodowych jako tradycyjnych obligacji komunalnych (bez zastosowania art. 23b ust. 7). W kolejnym wierszu obliczono prawą stronę nierówności z zastosowaniem art. 23b ust. 7 ustawy o obligacjach. Następnie przedstawiono korzyść dla jednostki samorządu terytorialnego rozumianą jako zwiększenie potencjału zadłużeniowego (dodatnia wartość oznacza wzrost możliwości zadłużeniowych, ujemna jej spadek).

²⁰ Opracowanie wykonano na podstawie Uchwały Nr 999/XXXIX/2014 Rady Miasta Lublin z dnia 13 marca 2014 r. zmieniającej uchwałę nr 927/XXXVI/2013 Rady Miasta Lublin z dnia 19 grudnia 2013 roku w sprawie wieloletniej prognozy finansowej.

W kolejnych wierszach podobnie postąpiono z lewą stroną nierówności. W pierwszej kolejności zaprezentowano obsługę zadłużenia do dochodów ogółem przy uwzględnieniu klasycznych obligacji komunalnych. Dalej ukazano obsługę zadłużenia z wyłączeniem obsługi obligacji przychodowych (zarówno kwot wykupu, odsetek, ale też dochodów w mianowniku). Korzyść dla j.s.t. po lewej stronie równania oznacza mniejszą obsługę zadłużenia w danym roku.

W ostatnim wierszu zaprezentowano sumę korzyści, która obrazuje całkowity wpływ emisji obligacji przychodowych na relację z art. 243 u.f.p. na przykładzie miasta Lublin.

Pomimo faktu, iż niewliczanie po stronie dochodowej powoduje swoiste zmniejszenie prawej strony nierówności (zmniejszenie maksymalnego dozwolonego poziomu zadłużenia), to rozwiązanie to jest i tak korzystniejsze na skutek działań po lewej stronie nierówności. Podkreślić należy, że wskazana emisja opiewała na kwotę zaledwie 40 mln zł, która przy łącznej kwocie długu miasta Lublina stanowi niewielki procent (dług na koniec roku 2014 na poziomie 1,16 mld zł²¹). Między przedstawionymi danymi istnieje zależność – im większa kwota zadłużenia w obligacjach przychodowych, tym większa korzyść jednostki.

Warto w tym miejscu wskazać także na pewien skutek uboczny wynikający z wyłączenia przepływów z tytułu obligacji przychodowych. Zaimplementowane w art. 23b ust. 7 ustawy o obligacjach zapisy na skutek konstrukcji wskaźnika z art. 243 powodują, że po umorzeniu wszystkich obligacji (wykupie wszystkich serii) jeszcze przez 3 kolejne lata zmniejszona zostanie prawa strona nierówności. Jest to niewątpliwie efekt uboczny dostosowania dawnych przepisów, które odnosiły się w swoim zakresie tylko do jednego roku budżetowego.

6. Podsumowanie

Przewidziane w polskiej ustawie obligacje przychodowe nie są adekwatne do systemu finansów komunalnych. Instytucja stworzona na wzór amery-

²¹ Planowana wartość zgodnie z wieloletnią prognozą finansową z dnia 13 marca 2014 r.

kańskich *revenue bonds* zdaje się nie odpowiadać faktycznym potrzebom polskiego samorządu terytorialnego, ani też potencjalnych obligatariuszy. Co ciekawe, spośród państw członkowskich OECD instytucja ta zyskała wielką popularność tylko w Stanach Zjednoczonych. Wskazuje się kilka powodów takiego stanu rzeczy, wśród których warto zwrócić uwagę na fakt, że emisja *general obligation bonds* (odpowiednika tradycyjnych obligacji komunalnych) rodzi potrzebę przeprowadzenia wcześniejszego referendum, zaś emisję *revenue bonds* można podjąć z pominięciem tej procedury²².

Pomimo braku jasnego umotywowania nieuwzględniania przepływów z tytułu obligacji przychodowych w indywidualnym wskaźniku spłaty zobowiązań, całościowe spojrzenie na to rozwiązanie wydaje się wskazywać, iż połączone ono było z możliwością ograniczenia ryzyka po stronie emitenta do przychodów i ewentualnego majątku z przedsięwzięcia lub z teoretycznym zwiększeniem efektywności podejmowanych inwestycji. W jakim bowiem celu ustawodawca miałby zachęcać jednostki samorządu terytorialnego do emisji właśnie tego typu obligacji, biorąc pod uwagę ich stosunkowo wyższy koszt oraz czasochłonne procedury?

Warto zauważyć, że sama procedura emisji oraz konstrukcja obligacji przychodowych nakazuje zwrócić większą uwagę na ekonomiczną zasadność projektu. Jeżeli rozwiązanie to zostałoby połączone z elementami budżetu zadaniowego, mogłoby stanowić źródło pozyskiwania kapitału zwiększające efektywność prowadzonych projektów. To właśnie nieefektywne inwestycje stanowią jeden z głównych powodów wzrostu zainteresowania obligacjami przychodowymi w Japonii²³.

Dotychczasowe doświadczenie płynące z emisji obligacji przychodowych przez miasto Lublin może nasuwać wniosek, iż j.s.t. mogą nie być zainteresowane ograniczeniem odpowiedzialności, a jedynie zmniejszeniem restrykcji spowodowanych wprowadzeniem indywidualnego wskaźnika spłaty zobowiązań. Skutkiem takiego działania jest możliwość emitowa-

²² M. Bitner, *Finansowanie strukturalne w jednostkach samorządu terytorialnego – skąd przyszło, dokąd zmierza?* [w:] *Obligacje komunalne w Polsce*, Zeszyty BRE-Bank – Case 2006, nr 84, s. 33.

²³ P. Łysak, *Obligacje przychodowe – mało popularne papiery wartościowe*, „Finanse Komunalne” 2006, nr 7–8, s. 54.

nia zadłużenia, które w większości przypadków pozytywnie oddziałuje na możliwości zadłużenia jednostki.

Ścieżka wytyczona przez miasto Lublin wydaje się zachęcać inne, duże jednostki do przyjrzenia się obligacjom przychodowym. Jednocześnie mało prawdopodobne jest, aby zyskały one popularność tylko ze względu na samą konstrukcję. W praktyce można się spodziewać, że instrument ten ewoluuje w formę zadłużania poza wskaźnikiem z art. 243 u.f.p. z jednoczesną pełną odpowiedzialnością po stronie emitenta. Mało prawdopodobna jest zmiana podejścia j.s.t. bez zmiany systemowego podejścia do ryzyka działalności samorządu terytorialnego, efektywności prowadzonych inwestycji, a także do ewentualnej możliwości upadłościowej.

Bibliografia:

- Bitner M., *Finansowanie strukturalne w jednostkach samorządu terytorialnego – skąd przyszło, dokąd zmierza?* [w:] *Obligacje komunalne w Polsce*, „Zeszyty BRE-Bank – Case” 2006, nr 84, s. 29–36.
- Bitner M., *Obligacje przychodowe*, „Prawo Papierów Wartościowych” 2001, nr 5, s. 14–19.
- Chojecka I., Ostrowski J., Stępniewski M., *Emisja obligacji przychodowych* [w:] P. Śliwiński, M. Stępniewski (red.), *Obligacje komunalne. Zagadnienia prawne, finansowe, praktyczne*, Twigger, Warszawa 2009.
- Czerniawski R., *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2003.
- Lipiec-Warzecha L., *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Wolters Kluwer, Warszawa 2010.
- Łysak P., *Obligacje przychodowe – mało popularne papiery wartościowe*, „Finanse Komunalne” 2006, nr 7–8, s. 50–57.
- Poniatowicz M., *Obligacje przychodowe i sekurytyzacyjne jako innowacyjne instrumenty na polskim rynku komunalnych papierów wartościowych*, „Finanse Komunalne” 2005, nr 3, s. 20–29.
- Wiśniewski M., *Nowe podejście do limitowania zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w Polsce* [w:] T. Juja (red.), *Dylematy i wyzwania finansów publicznych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010.