

# OBLIGACJE PRZYCHODOWE, JAKO ALTERNATYWNE ŹRÓDŁO FINANSOWANIA BUDOWNICTWA KOMUNALNEGO



**Maurycy Michalski**

Absolwent XI edycji niestacjonarnych studiów doktoranckich KNOP, SGH w Warszawie

Celem opracowania jest zbadanie i ocena możliwości wykorzystania obligacji przychodowych w finansowaniu inwestycji z zakresu budownictwa komunalnego. Z przeprowadzonej w niniejszym opracowaniu analizy wynika, że z uwagi na swoją charakterystykę obligacje przychodowe umożliwiają elastyczne oraz bardzo długoterminowe finansowanie inwestycji. Jednakże, od ponad 14 lat ich rola w finansowaniu inwestycji z zakresu zaspokajania potrzeb społeczności lokalnych w Polsce pozostaje marginalna.

## Wprowadzenie

Większość jednostek samorządu terytorialnego (dalej: JST) posiada potrzeby inwestycyjne w zakresie budownictwa komunalnego, których realizacja przekracza możliwości ich budżetów. Finansowanie inwestycji tego typu z dochodów bieżących, chociaż jest jedną z powszechniejszych metod, nigdy nie będzie metodą optymalną, przede wszystkim z tego względu, że konieczne staje się ograniczanie wydatków bieżących, co prowadzić może do obniżenia standardu życia społeczności lokalnych. Biorąc pod uwagę, iż budynki mieszkalne powiększają zasób mieszkaniowy JST i służyć będą kilku pokoleniom mieszkańców, sprawiedliwe byłoby, aby również przyszłe pokolenia partycypowały w realizowanych w obecnym czasie inwestycjach. W celu sprostania tym długoterminowym potrzebom rozwojowym, a także realizując „międzypokoleniową sprawiedliwość” wiele JST sięga po zewnętrzne źródła finansowania, takie jak kredyty bankowe, pożyczki, a także coraz częściej po obligacje.

Zdolność do emisji obligacji przez JST została zapisana w ustawie o finansach publicznych, jak również przepisach ustrojowych takich jak ustawa o samorządzie gminnym oraz w ustawie o obligacjach. Zdaniem autora, nowatorskim, chociaż dotychczas należycie nie wykorzystanym<sup>1</sup>, sposobem pozyskania środków finansowych przez JST na

realizację inwestycji związanych z budownictwem komunalnym może być emisja obligacji przychodowych. Obligacje te, w odróżnieniu od obligacji zwykłych zawężają zakres odpowiedzialności emitenta wobec wierzycieli, jak również umożliwiają znaczące wydłużenie horyzontu czasowego zaciąganego zobowiązania.

## 1. Obligacje jako zewnętrzne źródło finansowania JST

Obligacja jest papierem wartościowym, w którym emitent, czyli wystawca potwierdza zaciągnięcie określonej kwoty pożyczki i zobowiązuje się do jej zwrotu właścicielowi obligacji w ustalonym z góry terminie oraz do zapłaty odsetek [1, s. 31; 2, s. 9]. Dlatego też obligacje zaliczane są do dłużnych papierów wartościowych [17, s. 17].

JST mogą być emitentami obligacji z mocy ustawy. Upoważnienie to wynika z ustawy o finansach publicznych, która jednoznacznie stwierdza, że przychody budżetu JST ze sprzedaży papierów wartościowych są środkami publicznymi [20, art. 5 ust. 1 pkt 4 lit. a oraz art. 89 ust. 1]. Ustawa ta zawiera również dodatkowe ograniczenia dotyczące wyłączenie emisji obligacji, takie jak konieczność ponoszenia kosztów obsłu-

gi co najmniej raz w roku, ograniczenie dotyczące maksymalnej wartości dopuszczalnego dyskonta od emitowanych papierów wartościowych, które nie może przekraczać 5% wartości nominalnej oraz zakaz kapitalizacji odsetek. Natomiast, zasady emisji obligacji oraz obrotu nimi zostały określone w ustawie o obligacjach [21].

Obligacje są alternatywną wobec kredytu bankowego formą finansowania działalności, umożliwiającą JST zaciągnięcie zobowiązania jednocześnie u wielu wierzycieli, a bardzo często na dłuższy okres czasu niż w przypadku bankowych kredytów inwestycyjnych [4, s. 84]. W przeważających przypadkach obligacje są tańszym oraz bardziej elastycznym instrumentem finansowania zewnętrznego. Przede wszystkim, z uwagi na niższe efektywne koszty obsługi zadłużenia, chociażby wynikające z mniejszej częstotliwości płatności odsetek (kwartalnie, półrocznie czy raz do roku), niż w przypadku kredytów (miesięcznie), co wynika z uwzględnienia wartości pieniądza w czasie. Po drugie, JST w przypadku emisji obligacji nie mają obowiązku stosowania ustawy Prawo zamówień publicznych, co znacznie przyspiesza proces pozyskania finansowego przez JST. Najważniejsze jest to, że emitent ma możliwość planowania emisji w konkretnych przedziałach czasowych, oraz wielkościach poszczególnych serii, dzięki czemu może uruchamiać środki pod konkretne

<sup>1</sup> Ramy prawne dla tego dedykowanego JST instrumentu finansowego obowiązują w Polsce już ponad 14 lat.

faktury, co w sposób znaczący umożliwia eliminowanie ponoszenia kosztów niewykorzystanych środków. W efekcie to emitent decyduje o głównych aspektach takiej operacji finansowej, czyli zupełnie inaczej niż jest to w przypadku kredytu. Jednakże, wybór optymalnej formy finansowania wymaga każdorazowo szczegółowej analizy konkretnego przypadku [7, s. 471-472].

## 2. Obligacje przychodowe, jako szczególny rodzaj obligacji

**W** 2000 roku wprowadzono do ustawy o obligacjach zmiany, które dały podstawę prawną emitowania obligacji przychodowych, jako szczególnego rodzaju obligacji. Lista podmiotów, które mogą emitować obligacje przychodowe stanowi katalog zamknięty, ograniczony do JST lub ich związków, spółek z większościami udziałem JST, gdy jedynym przedmiotem ich działalności jest zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej, BGK i Krajowego Funduszu Kapitałowego S.A. oraz podmiotów prawa handlowego wykonujących zadania użyteczności publicznej na podstawie koncesji lub zezwoleń. Oznacza to, że obligacje przychodowe są pierwszym instrumentem dłużnym dedykowanym przede wszystkim na finansowanie inwestycji realizowanych przez JST [17, s. 100].

Powyższe podmioty, co do zasady nie są nastawione na osiąganie zysku, a to z kolei powoduje utrudniony dostęp do długoterminowego finansowania zewnętrznego. Z drugiej strony realizowane zadania związane z zaspokajaniem potrzeb lokalnych społeczności takie jak: infrastruktura drogowa czy wodno-kanalizacyjna, transport publiczny oraz mieszkalnictwo; są kapitałochłonne i mają charakter długoterminowy, co niejednokrotnie przewyższa możliwości obsługi i spłaty tradycyjnych kredytów czy niezabezpieczonych obligacji.

Wprowadzenie do polskiego prawodawstwa obligacji przychodowych było wzorowane na rozwiązaniach amerykańskich (ang. *revenue bonds*) znanych tam już od końca XIX w. Pierwsza emisja obligacji przychodowych miała miejsce w dniu 1 stycznia 1897r. i została przeprowadzona przez Miasto Spokane w stanie Waszyngton. Emisja o wartości 350 tys. USD była całkowicie zabezpieczona na przychodach generowanych

przez sieć wodociagową [6, s. 22]. Popularność obligacji przychodowych na rynku amerykańskim rośnie nieprzerwanie od lat 50-tych XX w. Obecnie 2/3 wartego ponad 3.700 mld USD rynku obligacji emitowanych przez JST w Stanach Zjednoczonych stanowią obligacje przychodowe. Lista rodzajów inwestycji finansowanych przy udziale obligacji przychodowych jest długa i obejmuje m.in.: sieci wodno-kanalizacyjne, produkcja oraz dystrybucja energii elektrycznej oraz gazownictwo, mosty, tunele, parkingi, drogi, lotniska, porty rzeczne i morskie, transport publiczny, obiekty sportowe, szpitale, sanatoria, akademiki, budynki mieszkań komunalnych, jak również cmentarze miejskie [18, s. 59].

Główna idea obligacji przychodowych opiera się na zasadzie, że roszczenia obligatariuszy ograniczone są do określonych przychodów (lub aktywów) wskazanych w warunkach emisji, a nie – jak w przypadku zwykłych obligacji – są nieograniczone [22, art. 23a]. Przychody z przedsięwzięcia stanowią zabezpieczenie obligacji przychodowych, co oznacza, że obligatariusze obligacji przychodowych nie mogą liczyć na zaspokojenie swoich roszczeń z innych aktywów emitenta, które nie zostały wskazane w warunkach emisji. Jednakże, ustawa o obligacjach daje obligatariuszom obligacji przychodowych prawo zaspokojenia ich roszczeń przed innymi wierzycielami emitenta. Obligatariusze mają także prawo do zaspokojenia swoich roszczeń z majątku przedsięwzięcia, to jest aktywów sfinansowanych w drodze emisji obligacji przychodowych. Jest to szczególnie istotne, gdy emitentem obligacji jest spółka komunalna, bo aktywa przedsięwzięcia są wyłączone z masy upadłościowej takiego podmiotu. W przypadku bankructwa spółki pozostali wierzyciele stają się podporządkowani obligatariuszom obligacji przychodowych.

W celu umożliwienia egzekwowania prawa pierwszeństwa do zaspokojenia roszczeń, ustawa o obligacjach wymaga, aby wszelkie przychody z przedsięwzięcia gromadzone były na wydzielonym rachunku, tzw. rachunku przedsięwzięcia. Emitent ma ograniczony dostęp

do środków zgromadzonych na tym rachunku. Ustawa zabrania dokonywania jakichkolwiek płatności z tego rachunku z wyjątkiem spłaty zobowiązań wobec obligatariuszy. Dokonywanie innych płatności z rachunku przedsięwzięcia jest możliwe tylko wtedy, gdy kwota na rachunku przedsięwzięcia przewyższa kwotę dwunastomiesięcznych zobowiązań emitenta wobec obligatariuszy obligacji przychodowych. Daje to preferencje w odniesieniu do terminów obsługi zobowiązań. Dodatkowym zabezpieczeniem jest to, że wartość minimalną środków zgromadzonych na rachunku przedsięwzięcia każdorazowo określa bank – agent emisji, a nie emitent.

Pomimo większego skomplikowania procesu emisji, a co za tym idzie wyższych kosztów wynagrodzenia dla organizatora, wśród zalet obligacji przychodowych należy wymienić przede wszystkim:

- **Większa elastyczność:** jeszcze większa niż w przypadku obligacji zwykłych. Emisja obligacji przychodowych pozwala na zaciąganie długoterminowych zobowiązań nawet do 25 lat. Średnia ważona zapadalność dotychczas wyemitowanych obligacji przychodowych wynosi 20 lat, podczas zwykłych obligacji 10 lat<sup>2</sup>. Tak wydłużony okres spłaty umożliwia lepsze dopasowanie harmonogramu spłat do możliwości finansowych projektu. W związku z powyższym obligacje przychodowe są odpowiednim instrumentem finansowania inwestycji o długim horyzoncie zwrotu, które nie są nastawione wyłącznie na generowanie zysku;
- **Wyłączenie z limitu zadłużenia<sup>3</sup>:** według ustawy o obligacjach zobowiązania emitenta wobec obligatariuszy nie są brane pod uwagę podczas określania limitu zadłużenia zapisanego w ustawie o finansach publicznych<sup>4</sup>;
- **Dostęp do szerszej grupy inwestorów:** wieloletni horyzont emisji sprawia, że obligacje przychodowe mogą zainteresować długoterminowych inwestorów z sektora pozabankowego, Towarzystwa Ubezpieczeniowe oraz Fundusze Emerytalne.

<sup>2</sup> Wg stanu na koniec września 2014r. Obliczenia własne na podstawie danych Fitch Ratings [3].

<sup>3</sup> Jest to istotne tylko w przypadku emisji dokonanej przez JST. Z mocy art. 9 pkt 14 ustawy o finansach publicznych spółki prawa handlowego wyłączone z zakresu sektora finansów publicznych.

<sup>4</sup> Wart. 243 ustawy o finansach publicznych zapisano limit zadłużenia, którym podlegają JST. Począwszy od 2014r. każda JST musi spełnić indywidualny wskaźnik zadłużenia. Sprawadza się on do tego, że budżet JST musi spełnić następującą zależność, aby mógł zostać uchwalony. Wartość planowanej obsługi długu (odsetki i kapitał) w danym roku w relacji do planowanych dochodów ogółem nie może przekraczać średniej z ostatnich trzech lat relacji nadwyżki bieżącej powiększonej o dochody ze sprzedaży majątku do dochodów ogółem.

### 3. Rynek obligacji JST w Polsce

**N**a koniec września 2014r. zadłużenie JST wyniosło 67,6 mld zł (8% zadłużenia sektora finansów publicznych przed konsolidacją) [11, s. 2], dla porównania na koniec 1999r. wynosiło tylko 6,2 mld zł (2%) [12]. Udział zadłużenia JST w państwowym długu publicznym wydawać się może nieznaczny, jednakże kiedy prześledzimy dynamikę zmian, możemy zauważyć, że zadłużenie sektora samorządowego rosło kilkakrotnie szybciej niż zadłużenie całego sektora finansów publicznych [8].

Dominującym źródłem finansowania zewnętrznego inwestycji JST są w dalszym ciągu kredyty i pożyczki, które stanowiły ponad 92% zadłużenia JST. Jednakże, należy przyjąć poprawkę na to, że wg statystyki długu publicznego, która opiera się na definicjach statystyki publicznej zgodnej z Europejskim Systemem Rachunków Narodowych, tzw. ESA2010 (do końca 2013r. ESA95). Według tej metodologii dłużne papiery wartościowe, dla których nie istnieje płynny rynek wtórny klasyfikuje się jako kredyt lub pożyczkę [9, s. 154-155; 10, s. 511], z tego względu, iż z ekonomicznego punktu widzenia mają formę zbliżoną do kredytu. Pod tę definicję podpadają wszelkie emisje obligacji, które były nabywane w ofercie prywatnej przez jeden bank (organizatora emisji) i pozostawały w obrocie niepublicznym. Jest to szczególnie widoczne w strukturze nabywców obligacji JST, gdzie dominującymi inwestorami są banki z udziałem przekraczającym 90%. Według Fitch Ratings wartość wszystkich obligacji JST w obrocie publicznym oraz niepublicznym na koniec 3 kwartału 2014r. wyniosła 18,4 mld zł, czyli ponad 27% łącznego zadłużenia JST.

W 2000r. rynek obligacji JST w Polsce wart był zaledwie 860 mln zł, przy czym emisji dokonało 89 JST. Jak wyżej wspomniano, w 2014 r. wartość emisji w posiadaniu inwestorów przekroczyła 18 mld zł, natomiast liczba emitentów wzrosła do 728. Chociaż zadłużenie JST z tytułu obligacji systematycznie rośnie od 2000r. o około 24% rocznie licząc skumulowanym wskaźnikiem wzrostu (z ang. *compound annual growth rate* – CAGR), to jednak rynek obligacji JST rozwija się wolniej niż zakładano w momencie tworzenia podstaw prawnych [4, s. 87–88].

W zakresie obligacji przychodowych statystyki są jeszcze gorsze. Do końca września 2014r. w Polsce w obrocie były obligacje z siedmiu programów emisji obligacji przychodowych o łącznej wartości 885,4 mln zł. Wszystkie emisje były przeprowadzone przez spółki miejskie i ani jedna przez JST. Środki pochodzące z emisji przeznaczone były na finansowanie budowy bądź rozbudowy infrastruktury wodno-kanalizacyjnej (3 programy emisji i 60% wartości nominalnej wszystkich obligacji w posiadaniu inwestorów wg stanu na dzień 30 września 2014r.) lub na zadania z zakresu rozwoju transportu publicznego (4 programy emisji i 40%; patrz: Tabela 1)<sup>5</sup>. Instrumenty te stanowiły zaledwie 4% wartości rynku obligacji JST powiększonego o obligacje korporacyjne wyemitowane przez spółki zależne od JST (3,5 mld zł).

Pierwszą JST w Polsce, która dokonała emisji obligacji przychodowych jest Miasto Lublin, które w 2014r. zawarło z Bankiem Gospodarstwa Krajowego umowę na organizację programu emisji na kwotę do 40 mln zł. Środki pozyskane z emisji obligacji przeznaczone zostaną na sfinansowanie przedsięwzięcia dotyczącego zespołu krytych pływalni, którego celem jest zwiększenie dostępności bazy sportowo-rekreacyjnej dla mieszkańców miasta [19]. Pierwsze serie przedmiotowych obligacji trafią do inwestorów nie wcześniej niż na przełomie roku 2014 i 2015.

### 4. Finansowanie budownictwa komunalnego w drodze emisji obligacji przychodowych

**Z**aspokajanie zbiorowych potrzeb wspólnoty samorządowej m.in. w zakresie gminnego budownictwa mieszkaniowego jest jednym z zadań własnych każdej JST tego szczebla [22, art. 7 ust 1 pkt 7]. Zdecydowaną większość zadań z tego zakresu gminy finansują wykorzystując własne środki budżetowe oraz środki własne gminnych spółek kapitałowych, gdyż na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat udział państwa w dotowaniu gminnych przedsięwzięć mieszkaniowych został znacząco ograniczony [16, s. 256]. Z uwagi na kapitałochłonność oraz długowieczność inwestycji z zakresu budownictwa komunalnego, niejednokrotnie JST posiłkować musiały się kredytem [5, s. 84–85]. Inwestycje te, jednak musiały i w dalszym ciągu muszą konkurować z innymi projektami, zwłaszcza takimi, które pozyskały dofinansowanie ze środków unijnych i z tego względu traktowane priorytetowo przez władze JST – głównie transport publiczny i infrastruktura drogowa, sieć wodno-kanalizacyjna, instytucje kultury oraz obiekty sportowe [13, s. 5].

**Tabela 1**

*Obligacje przychodowe w posiadaniu inwestorów, stan na 30 września 2014r.*

Emitent	Rok emisji	Program emisji w mln zł	Wartość obligacji w posiadaniu inwestorów w mln zł	Obszar działalności
Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy Sp. z o.o.	2005	600,0	466,6	Gospodarka wodno-kanalizacyjna
Miejskie Przedsiębiorstwo Komunikacyjne – Łódź Sp. z o.o.	2007	166,0	115,6	Transport publiczny
Zakład Komunikacji Miejskiej w Gdańsku Sp. z o.o. (2 programy – autobusowy i tramwajowy)	2010	353,0	216,4	Transport publiczny
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji (Gniezno)	2012	28,1	15,8	Gospodarka wodno-kanalizacyjna
Sanockie Przedsiębiorstwo Gospodarki Komunalnej sp. z o.o.	2013	39,0	39,0	Gospodarka wodno-kanalizacyjna
Tramwaj Fordon Sp. z o.o.	2014	145,7	32,0	Transport publiczny
<b>łącznie</b>			<b>885,4</b>	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Fitch Ratings [3].

<sup>5</sup> Obliczenia własne na podstawie danych Fitch Ratings [3].

Na przestrzeni ostatnich 5 lat, pomimo że wydatki majątkowe JST w Polsce wynosiły średnio powyżej 20% wydatków ogółem, to jednak udział nowych inwestycji związanych z realizacją polityki mieszkaniowej był niski – niecałe 6% (patrz Tabela 2.). W ostatnich JST koncentrowały się przede wszystkim na infrastrukturze drogowej oraz transporcie publicznym (głównie zakup taboru autobusowego oraz tramwajowego) – prawie 40% wydatków majątkowych. Gospodarka komunalna pochłonęła ponad 15% wydatków inwestycyjnych z lat 2010–2014.

Jednym z charakterystycznych zjawisk obrazujących sytuację mieszkaniową w Polsce jest występowanie statystycznego deficytu mieszkaniowego mierzonego różnicą pomiędzy liczbą zamieszkałych mieszkań a liczbą gospodarstw domowych. Minister właściwy do spraw działu administracji rządowej – budownictwo, gospodarka przestrzenna i mieszkaniowa, w odpowiedzi na interpelację poselską szacuje, że deficyt ten w 2013r. wynosił 735 tys. Mieszkań [14]. Za najważniejszy czynnik, który może doprowadzić do redukcji tego deficytu to przyspieszenie inwestycji mieszkaniowych [16, s. 249]. Pomimo pozytywnego trendu w sektorze budownictwa w ciągu ostatnich lat (około 1,1% CAGR w latach 2008–2013), należy brać pod uwagę możliwość zaspokajania potrzeb mieszkaniowych osób, których sytuacja materialna, nie tylko uniemożliwia zakup mieszkania,

ale także jego wynajem po stawkach rynkowych. Wzmocnienie oraz rozwój sektora mieszkalnictwa komunalnego jest jednym z kluczowych wyzwań, z którym polityka mieszkaniowa w Polsce powinna się zmierzyć.

Emisja obligacji przychodowych z uwagi na cechy charakterystyki opisane wcześniej wydaje się być dobrym instrumentem na finansowanie inwestycji powiększających zasoby mieszkaniowe JST. Chociaż emisja obligacji przychodowych może być przeprowadzona przez JST to jednak, zdaniem autora, dla przejrzystości przepływow finansowych oraz w celu wyodrębnienia majątku, którego przychody stanowiąc źródło spłaty zobowiązań wynikających z emisji, emisja taka powinna zostać przeprowadzona przez spółkę specjalnego przeznaczenia (ang. *Special Purpose Vehicle* – SPV), istniejącą lub powołaną wyłącznie do zrealizowania inwestycji z zakresu mieszkalnictwa. JST w celu dokapitalizowania spółki może wnieść aportem grunt, na którym miałyby być zrealizowane inwestycje oraz w razie konieczności wkład pieniężny, w celu zabezpieczenia wkładu własnego SPV. Następnie, na wydzielonym w ten sposób majątku z pochodzących z emisji środków, powstałby budynek lub budynki mieszkalne. Emisja obligacji odbywałaby się w seriach w ramach programu emisji obligacji przychodowych, które dopasowane byłyby do realizowanego przedsięwzięcia. Po zakończeniu budowy SPV odpowiedzialna byłaby za zarządzanie objektem oraz za pobór czynszu.

Przychodami z przedsięwzięcia byłyby czynsze pobierane od lokatorów. Środki wpływałyby na rachunek przedsięwzięcia i z pierwszeństwem przeznaczenia na spłatę zobowiązań wobec obligatariuszy a dopiero w następnej kolejności na pokrycie kosztów eksploatacji, remontów itp. Z uwagi na niekomercyjny charakter przedsięwzięcia, gdyż w ramach budownictwa komunalnego oferowane są lokale o czynszu średnio poniżej 15% czynszu rynkowego [15, s. 11], oznacza to, że niezbędne jest drugie źródło przychodów SPV, które umożliwiłoby obsługę zobowiązań, jak również utrzymywać majątek przedsięwzięcia w dobrym stanie. Tym drugim przychodem mogłoby być wynagrodzenie dla SPV za realizowanie zadania z zakresu polityki mieszkaniowej JST.

Na podstawie kontraktu wieloletniego, o czasie trwania nie krótszym niż zapadalność obligacji przychodowych, JST zobowiązałoby się do przekazywania na rachunek przedsięwzięcia SPV kwot stanowiących różnicę pomiędzy czynszem rynkowym, a czynszami pobieranymi przez lokatorów w ramach prowadzonej przez JST programu gospodarowania gminnym zasobem mieszkaniowym (patrz Rysunek 1.). W razie konieczności JST, w ramach zawartej umowy wsparcia mogłoby dokonywać podwyższenia kapitału SPV, co dodatkowo gwarantowało stabilność wpływów i pokrycie zobowiązań finansowych wynikających z emisji obligacji przepływów.

**Tabela 2**

Wydatki majątkowe gmin oraz miast na prawach powiatu

Rok	2010	2011	2012	2013	2014*	łącznie 2010-2014	
Dział budżetu	w mln zł					mln zł	udział (%)
Wydatki majątkowe	33 105,7	31 319,9	26 861,4	25 588,2	38 689,1	155 564,3	100,0
w tym:							
Transport i łączność	11 293,9	12 305,0	10 653,7	10 170,0	16 191,5	60 614,1	39,0
Gospodarka komunalna	5 129,7	4 589,0	4 052,0	3 819,6	6 070,5	23 660,9	15,2
Kultura fizyczna	4 005,9	2 944,7	2 106,5	1 608,8	2 541,7	13 207,5	8,5
Kultura i dziedzictwo narodowe	1 946,8	1 590,4	1 633,1	1 680,4	2 578,1	9 428,8	6,1
Gospodarka mieszkaniowa	1 843,4	1 830,8	1 780,4	1 639,3	1 961,7	9 055,6	5,8
% wydatków ogółem	23,9	22,2	18,9	17,8	23,4	21,3	-

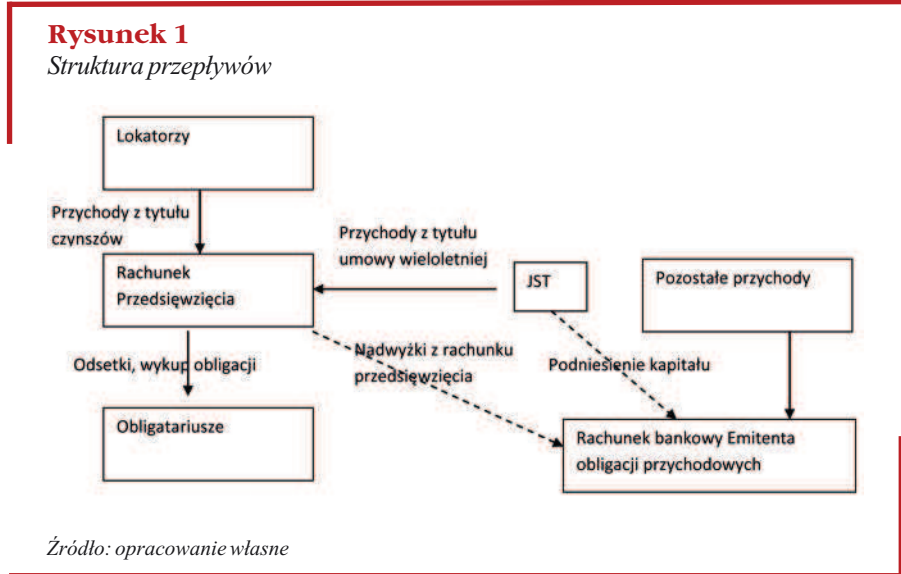
\* Plan po zmianach – czerwiec 2014r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów

Konstrukcja przepływów związanych z przedsięwzięciem powinna przyczynić się do tego, że generować ono będzie dodatkowo przepływy finansowe w okresie życia obligacji przychodowych, co oznaczałoby że obligacje przychodowe z powodzeniem mogłyby posłużyć na finansowanie zadań związanych z powiększaniem zasobów mieszkaniowych JST.

## 5. Podsumowanie

Obligacje przychodowe, które są specyficzną odmianą obligacji, z uwagi na swoją konstrukcję oraz wynikającą z niej elastyczność, wydają się być instrumentem, który JST mogłyby, a nawet powinny rozważyć przy finansowaniu budowy nowego zasobu mieszkaniowego. Zapadalność powyżej 20, na jaką mogą te obligacje zostać wyemitowane, sprawia że z jednej strony spłata kapitału nie stanowi znaczącego obciążenia dla budżetu JST czy zależnej SPV. Z drugiej strony, z uwagi na fakt, że majątek przedsięwzię-



cia służyć ma kilku pokoleniom mieszkańców danej JST, odciążenie obecnych podatników z ponoszenie całego ciężaru budowy wydaje się być sprawiedliwe. Właściwe skonstruowanie przepływów, które zagwarantuje dodatni bilans przedsięwzięcia w okresie życia obli-

gacji, może przyczynić się do zainteresowania emisją obligacji długofalowych inwestorów, a to dodatkowo umożliwiłoby powiększenie grona potencjalnych inwestorów, co mogłoby przyczynić się do zmniejszenia kosztów obsługi wynikających z obligacji przychodowych.

## Literatura

- 1) Bień, W., *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 1996.
- 2) Faerber, E., *All about Bonds and Bond Mutual Funds, and Bond ETFs*, McGraw-Hill, Nowy Jork 2009.
- 3) Fitch Polska S.A., *Rating & Rynek, PRZEGLĄD RYNKU NIESKARBOWYCH INSTRUMENTÓW DŁUŻNYCH*, 30.09.2014 9 (325), Warszawa, 2014.
- 4) Główna, G., *Obligacje jako instrument finansowania projektów inwestycyjnych polskich samorządów*, „Acta Scientiarum Polonorum. Oeconomia, (9 (2))”, 83-90, SGGW, Warszawa 2010.
- 5) Główna, G., *Finansowanie inwestycji jednostek samorządu terytorialnego kredytem bankowym*, „EKONOMIKA i ORGANIZACJA GOSPODARKI ŻYWNOŚCIOWEJ (80)”, SGGW, 83-95. Warszawa 2010.
- 6) Lemon, J.J. *Way Back in 1897 – City Pioneered Revenue Bond Financing*, /W:/ *Spokane Daily Chronicle* – 26 grudnia 1955r., Spokane 1955.
- 7) Markowski, K., *Obligacje komunalne jako instrument koncentrowania kapitału w celu finansowania inwestycji komunalnych*, /W:/ *Zarządzanie finansami. Klasyczne zasady – nowoczesne narzędzia*, Red. naukowy D. Zarzecki, t. II, Szczecin 2002.
- 8) Michalski, M., *Granice zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego*, [dostęp dnia 14.05.2014r.], <<http://www.ekspertbeck.pl/granice-zadluzania-sie-jednostek-samorzadu-terytorialnego/>>.
- 9) Michalski, M., *Państwowy dług publiczny, ze szczególnym uwzględnieniem zadłużenia Skarbu Państwa*, /W:/ *Finanse Publiczne*, red. Lachiewicz W., Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2010.
- 10) Michalski, M., *Sprawozdania w zakresie operacji finansowych*, /W:/ *Sprawozdawczość Budżetowa 2014. Sprawozdania budżetowe i sprawozdania z zakresu operacji finansowych*, Wyd. C.H. Beck, Warszawa 2014.
- 11) Ministerstwo Finansów, *Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych II kw/2014, 10 września 2014r.*, Warszawa 2014, [dostęp dnia 10.09.2014r.], <[http://www.finanse.mf.gov.pl/documents/766655/1170490/zsfp\\_2014\\_06.pdf](http://www.finanse.mf.gov.pl/documents/766655/1170490/zsfp_2014_06.pdf)>.
- 12) Ministerstwo Finansów, *Kwartalne dane o zadłużeniu sektora finansów publicznych (sfp) w postaci szeregów czasowych w formacie pliku MS Excel*, [dostęp dnia 4.11.2014r.], <<http://www.finanse.mf.gov.pl/documents/766655/1170492/Zadluzenie+SFP.xls>>.
- 13) Ministerstwo Rozwoju Regionalnego i Infrastruktury, *Monitor Regionalny 30.06.2014r.* Warszawa 2014.
- 14) Ministerstwo Transportu, Budownictwa i Gospodarki Morskiej, *Odpowiedź podsekretarza stanu w Ministerstwie Transportu, Budownictwa i Gospodarki Morskiej - z upoważnienia ministra - na interpelację nr 18797 w sprawie dramatycznego stanu mieszkalniczego w Polsce*, [dostęp dnia 4.11.2014r.], <<http://www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/InterpelacjaTresc.xsp?key=7BCDD19A>>

- 15) *Ministerstwo Transportu, Budownictwa i Gospodarki Morskiej, Podsumowanie Ankiety dotyczącej mieszkaniowego zasobu gminy, Departament Mieszkalnictwa, Warszawa 2012.*
- 16) *Polak, A., Rola samorządów gminnych w prowadzeniu polityki mieszkaniowej w okresie transformacji ustrojowej. Rocznik Żyrardowski, 2010, VIII: 245-273.*
- 17) *Śliwiński, P., Ostrowski, J., Stępniewski, M., Obligacje komunalne i ich rola w finansowaniu inwestycji, Wyd. Twigger, Warszawa 2005.*
- 18) *Temel J.W., The fundamentals of municipal bonds, The Bond Market Association USA, Wyd. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken NJ 2001.*
- 19) *Uchwała Nr 1000/XXXIX/2014 Rady Miasta Lublin z dnia 13 marca 2014r. w sprawie emisji obligacji przychodowych Gminy Lublin oraz określenia zasad ich zbywania, nabywania i wykupu.*
- 20) *Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009r. o finansach publicznych (Dz.U. z 2009 roku, nr 157, poz. 1240, z późn. zm.).*
- 21) *Ustawa z dnia 29 czerwca 1995r. o obligacjach (Dz.U. z 1995 roku, nr 83, poz. 430, z późn. zm.).*
- 22) *Ustawa z dnia 8 marca 1990r. o samorządzie gminnym (Dz.U. z 1990 roku, Nr 142, poz. 1591, z późn. zm.).*

## Summary

### REVENUE BONDS, AS AN ALTERNATIVE SOURCE OF MUNICIPAL HOUSING FUNDING

The aim of this paper is to analyse and evaluate the role of revenue bonds in financing investments in the field of municipal housing. The conducted examination shows that revenue bonds, thanks to their characteristics could provide flexible and very long-term funding for investments. However, for over 14 years their role in financing investments related to satisfying the needs of local communities remains marginal.

## PODZIĘKOWANIA

### Biuletyn wydano dzięki pomocy

1. **CENTRUM WYCENY MIENIA SP. Z O.O.**  
*Adam Futro, Grzegorz Szczurek*
2. **KANCELARIA RZECZOZNAWCÓW MAJĄTKOWYCH**  
*Tomasz Lis, Maciej Mizera*
3. **POZ-BUD**  
*Jerzy Mikołajczak*
4. **PROJNORM**  
*Andrzej Jakubowski*
5. **ANWO NIERUCHOMOŚCI**  
*Andrzej Woźniak, Łukasz Woźniak*
6. **LESZCZYŃSKIE BIURO WYCN I OBROTU NIERUCHOMOŚCIAMI**  
*Marian Witczak*
7. **WYCENA-EKSPERT s.c.**  
*Banaś-Poszyler*
8. **Kancelaria Rzecznawców Majątkowych REMIN**  
*Janusz Walczak*
9. **KANCELARIA RZECZOZNAWCY MAJĄTKOWEGO**  
*Robert Dobrzyński*
10. **BZM**

## OD REDAKCJI