

Ekonomiczne Problemy Usług nr 125

ISSN: 1896-382X | www.wnus.edu.pl/epu
DOI: 10.18276/epu.2016.125-23 | strony: 289–298

Maciej Pawłowski

Uniwersytet Szczeciński
Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług
e-mail: maciej.pawlowski@wzieu.pl

Rynek obligacji przychodowych w Polsce

Kody JEL: G12, H27, H54, L32

Słowa kluczowe: obligacje, obligacje przychodowe, finanse jednostek samorządu terytorialnego

Streszczenie. W artykule omówiono podstawowe cechy ustawowo wyróżniające obligacje przychodowe. Na tym tle dokonano oceny dotychczasowego rozwoju rynku tych instrumentów z jednoczesną próbą wskazania przesłanek warunkujących stopień wykorzystania obligacji przychodowych w polityce finansowania jednostek samorządu terytorialnego. W ramach prowadzonych dociekań wyszczególniono istotę obligacji przychodowych, dokonano analizy i oceny mechanizmów służących ochronie interesu nabywców tych instrumentów oraz przybliżono problem obowiązków informacyjnych emitenta obligacji przychodowych.

Wprowadzenie

Obligacje przychodowe, jako odrębna kategoria ekonomiczna i przedmiot regulacji prawnych, pojawiły się w 2000 r. Wprowadzenie tych instrumentów na grunt krajowego systemu finansowego stanowiło pierwszy krok w kierunku popularyzacji wykorzystania obligacji przychodowych w praktyce zarządzania finansami samorządowymi. Pomimo wieloletniej tradycji instrument ten nie zyskał na popularności, bowiem na przestrzeni ostatnich 15 lat jedynie 9 przedsięwzięć zostało sfinansowanych przy wykorzystaniu omawianej konstrukcji. Sytuacja ta jest zaskakująca, zwłaszcza że jednostki samorządu terytorialnego wykazują rosnące zainteresowanie klasycznymi obligacjami komunalnymi, finansując przy ich wykorzystaniu rozmaite przedsięwzięcia.

Celem artykułu jest omówienie podstawowych cech ustawowo wyróżniających obligacje przychodowe wraz z ilustracją dotychczasowych doświadczeń związanych z wykorzystaniem tych instrumentów przez jednostki samorządu terytorialnego w Polsce.

W prowadzonych rozważaniach uwzględniono specyfikę samych instrumentów, jak również dokonano charakterystyki mechanizmów ochrony interesu obligatariuszy oraz przybliżono problem obowiązków informacyjnych ciążyących na osobie emitenta obligacji przychodowych.

1. Obligacje przychodowe – definicja ustawowa

Wedle ustawy o obligacjach (Ustawa, 2015) obligacja stanowi emitowany w serii papier wartościowy, w ramach którego emitent obligacji stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela tego instrumentu (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia.

Uchwycenie istoty stosunków dłużnych zawieranych w ramach emisji obligacji wymaga dookreślenia dwóch elementów występujących w cytowanej definicji. Po pierwsze, poprzez sformułowanie „emitowany w serii” ustawodawca nadaje obligacji formę instrumentu występującego w większej liczbie jednostek niż jedna i jednocześnie – inkorporujących jednakową wiązkę praw majątkowych. Natomiast kwestia deklarowanych przez emitenta świadczeń na rzecz obligatariuszy jest materią nieco bardziej złożoną, gdyż zgodnie z literą prawa mogą one przyjmować formę:

- świadczeń pieniężnych, przejawiających się w przekazaniu z majątku emitenta na rzecz wierzyciela określonej wartości ekonomicznej, obrazowanej nominałem obligacji oraz odsetkami bądź dyskontem (Lipiec-Warzecha, 2010, s. 101); lub
- świadczeń niepieniężnych, w ramach których katalog potencjalnych świadczeń emitenta na rzecz obligatariuszy w obecnym stanie prawnym jest otwarty i właściwie każde zobowiązanie prawnie dopuszczalne może być zaciągnięte w drodze emisji obligacji (Kropiwnicki, 2010, s. 18).

Tak zredagowana i stosunkowo pojemna definicja obligacji stanowi podstawę dla wyodrębnienia szerokiej i zróżnicowanej grupy instrumentów finansowych, dla których wspólnym mianownikiem pozostaje stosunek dłużny ucieleśniony w postaci papieru wartościowego. Nie wnikając w pogłębioną analizę kryteriów klasyfikacji obligacji (szerzej: Pawłowski, 2015, s. 28–38), które obecne są zarówno w literaturze przedmiotu, jak i praktyce gospodarczej, spostrzec należy, że na gruncie prawa dochodzi jedynie do egzemplifikacji konstrukcji możliwych do wykorzystania. W oparciu o kryterium normatywne wyróżnia się obligacje: partycypacyjne, zamienne, z prawem pierwszeństwa, wieczyste oraz przychodowe. Pozostałe kategorie długu – ujęte w ramach definicji obligacji – rodzą się na gruncie swobody kształtowania stosunków prawnych i przy zachowaniu rygору ustawy o obligacjach.

Ustawowe wyodrębnienie obligacji przychodowych z ogólnej definicji obligacji następuje poprzez nadanie obligatariuszowi prawa do zaspokojenia swoich roszczeń w pierwszeństwie przed pozostałymi wierzycielami, przy czym wskazanym przez emitenta długiem źródłem zaspokojenia interesu obligatariuszy może być (Ustawa, 2015):

- całość albo część przychodów lub całość albo część majątku przedsięwzięć, które zostały sfinansowane w całości albo części kapitałem zgromadzonym w ramach emisji długu;
- całość albo część przychodów z innych przedsięwzięć określonych przez emitenta.

W związku z powyższym w przypadku obligacji przychodowych obsługa zobowiązań względem grona inwestorów przebiega w oparciu o przychody z określonego źródła, które co do zasady zostało sfinansowane (w całości lub w części) w oparciu o kapitał zgromadzony w ramach emisji tych instrumentów. Specyfika obligacji przychodowych przejawia się więc w odejściu od ogólnej zasady, wedle której za zobowiązania wynikające z emisji długu emitent odpowiada całym swoim majątkiem – zarówno obecnym, jak i przyszłym (Kłupczyński, 2015, s. 79).

2. Specyfika obligacji przychodowych – wybrane aspekty

2.1. Mechanizmy ochrony inwestorów na rynku obligacji przychodowych

Spostrzec należy, że natura analizowanych instrumentów – przejawiająca się w możliwości ograniczenia odpowiedzialności emitenta za zobowiązania zaciągnięte na rynku obligacji przychodowych – rodzi zwiększone ryzyko po stronie obligatariuszy (Fabozzi, Feldstein, 2008, s. 63). Okazać się bowiem może, że realizowane przedsięwzięcie nie generuje przychodów umożliwiających pełną obsługę zadłużenia, a zgromadzony majątek jest niewystarczający dla zaspokojenia interesu obligatariuszy. Wówczas, przy założeniu braku dodatkowych zabezpieczeń, negatywne skutki tej sytuacji obciążają stronę inwestorów, a nie emitenta (Poniatowicz, 2005, s. 22). Celem zapobieżenia analogicznym sytuacjom, eksponującym inwestorów na ryzyko, ustawodawca wprowadza stosowne obostrzenia. Przejawiają się one w konieczności prowadzenia przez emitenta odrębnego rachunku bankowego służącego ewidencjonowaniu przychodów wynikających z realizowanego przedsięwzięcia. Zdeponowane na tym rachunku kwoty środków pieniężnych służyć mogą wyłącznie do obsługi zobowiązań względem nabywców obligacji przychodowych. Ustawowym odstępstwem od tej reguły jest sytuacja, w której identyfikuje się nadwyżkę osiągniętych wpływów ponad wartość roszczeń obligatariuszy oszacowanych w perspektywie najbliższych 12 miesięcy. Wówczas – o ile warunki emisji określają taką sytuację – emitent obligacji przychodowych może zachować swobodę dysponowania kwotą stanowiącą nadwyżkę.

Dodatkowym zapisem stanowiącym element ochrony pozycji prawnej obligatariusza jest zakaz zbywania oraz obciążania składników stanowiących majątek przedsięwzięcia, z wyjątkiem sytuacji, gdy sprzedaży dokonuje się w ramach prawidłowej gospodarki i bez istotnego wpływu na wartość realizowanego przedsięwzięcia. Wzmocnienia ochrony interesu inwestorów ustawodawca dokonał także poprzez stwierdzenie, iż wierzytelności tworzące

przychody ukierunkowane na obsługę zadłużenia wynikającego z emisji obligacji przychodowych nie mogą stanowić przedmiotu zabezpieczenia dla innych zobowiązań zaciąganych przez emitenta, jak również – nie mogą stanowić przedmiotu cesji na osoby trzecie.

Kontynuując wątek ochrony prawnej obligatariuszy na rynku obligacji przychodowych, wskazać także należy, iż wedle reżimu ustawy o obligacjach wspomniany uprzednio rachunek bankowy, jak również majątek przedsięwzięcia finansowanego przy wykorzystaniu obligacji przychodowych nie stanowią przedmiotu postępowania egzekucyjnego prowadzonego wobec emitenta tych instrumentów. Zasada ta jest jednak zachowana wyłącznie do kwoty zapewniającej pełną i prawidłową obsługę zobowiązań wobec podmiotów uprawnionych z tytułu nabycia obligacji przychodowych. Podobna sytuacja dotyczy upadłości emitenta długu. W takiej sytuacji zobowiązania wynikające z emisji obligacji przychodowych stają się wymagalne w trybie natychmiastowym, a podstawowym źródłem zaspokojenia interesu obligatariuszy staje się majątek przedsięwzięcia oraz kwota środków pieniężnych zgromadzonych na odrębnym rachunku bankowym, który z natury prawa wyłączony jest z masy upadłościowej.

2.2. Zakres i charakter obowiązków informacyjnych emitenta obligacji przychodowych¹

Analogicznie względem klasycznych obligacji, celem skutecznej emisji długu podmiot zainteresowany finansowaniem na rynku obligacji przychodowych zobowiązany jest podjąć stosowną uchwałę oraz przygotować warunki emisji. Szczególny charakter powyższych czynności w odniesieniu do obligacji przychodowych wiąże się z zakresem prezentowanych informacji, który wymusza na emitencie konieczność przeprowadzenia studium wykonalności podejmowanego przedsięwzięcia wraz z identyfikacją jego parametrów ekonomiczno-finansowych (Jastrzębska, 2009, s. 61). Uchwała o emisji obligacji przychodowych powinna bowiem w swej treści nie tylko określać rodzaj podejmowanego przedsięwzięcia, ale co równie istotne – ujmować sposób ustalenia wielkości przychodów osiągniętych z tytułu jego realizacji. Ponadto w treści uchwały emitent obligacji przychodowych zobowiązany jest do wskazania części przychodów lub majątku przedsięwzięcia, do jakiej obligatariuszom przysługiwać będzie prawo pierwszeństwa w zaspokajaniu swoich roszczeń. Podniesiony problem jest niezwykle istotny, gdyż zgodnie z dyspozycją ustawy o obligacjach informacje ujawnione w warunkach emisji długu powinny umożliwiać potencjalnym inwestorom zapoznanie się z efektami przedsięwzięcia finansowanego przy wykorzystaniu obligacji przychodowych.

Fakt emisji obligacji przychodowych sprawia, że ich emitent zobowiązany jest ogłosić na swojej stronie internetowej łączną wielkość powstałego zadłużenia z jednoczesnym

¹ W tej części artykułu podniesiono wyłącznie kwestię tych obowiązków informacyjnych emitenta obligacji, które stanowią wyróżnik obligacji przychodowych względem pozostałych kategorii długu emitowanych pod rygorem ustawy z dn. 15 stycznia 2015 r. o obligacjach.

wskazaniem kierunku alokacji zgromadzonych funduszy. Zapis ten stanowi nowe podejście w materii publikowania informacji o zaciąganiu zobowiązań na rynku obligacji przychodowych. Wprawdzie pod rządami poprzedniej wersji ustawy o obligacjach (Ustawa, 1995) na emitencie spoczywał analogiczny obowiązek, jednak informacja o kwocie zobowiązań obligacyjnych oraz podejmowanym przedsięwzięciu winna być przekazana do publicznej wiadomości za pośrednictwem dwóch dzienników, w tym co najmniej jednym o zakresie ogólnopolskim.

Na emitencie obligacji przychodowych spoczywa także obowiązek udostępniania sprawozdania informującego inwestorów o sumie przychodów, jakie wpłynęły na rachunek bankowy służący finansowej obsłudze realizowanego przedsięwzięcia, oraz kwotach, które zostały wypłacone na rzecz emitenta i posiadaczy obligacji przychodowych. Wymiar czasowy tego sprawozdania obejmuje pełny okres odsetkowy, a jego dodatkowym elementem jest zestawienie obrazujące strukturę osiągniętych przychodów oraz ponoszonych kosztów w związku z realizowanym przedsięwzięciem. Dokument ten powinien zostać przekazany do informacji obligatariuszy na co najmniej 14 dni przed każdym terminem wypłaty świadczeń, jednakże nie rzadziej niż raz w roku.

2.3. Emitenci obligacji przychodowych

Czynnikiem wyróżniającym obligacje przychodowe jest także katalog podmiotów uprawnionych do emisji instrumentów tej klasy. Z mocy prawa emisje obligacji przychodowych mogą stanowić instrument finansowania działalności:

- a) jednostek samorządu terytorialnego oraz związków tych jednostek;
- b) Banku Gospodarstwa Krajowego;
- c) Krajowego Funduszu Kapitałowego S.A. w celu realizacji wsparcia finansowego funduszy kapitałowych finansujących przedsiębiorstwa innowacyjne oraz tych, które prowadzą działalność badawczo-rozwojową;
- d) spółek kapitałowych, których głównym przedmiotem działalności jest:
 - zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej pod warunkiem, że Skarb Państwa, jednostka samorządu terytorialnego lub związek jednostek samorządu terytorialnego posiadają same lub wspólnie z inną jednostką samorządu terytorialnego lub innym związkiem tych jednostek akcje albo udziały w liczbie, która zapewnia im więcej niż 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub zgromadzeniu wspólników;
 - wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej na podstawie umowy zawartej ze Skarbem Państwa, jednostką samorządu terytorialnego lub związkiem tych jednostek, o ile umowa została zawarta na okres co najmniej równy okresowi zapadalności obligacji;
- e) spółek akcyjnych, które na podstawie upoważnienia ustawowego lub koncesji albo zezwolenia będą wykonywać zadania z zakresu użyteczności publicznej

albo świadczyć usługi w zakresie transportu lub komunikacji oraz utrzymania i rozwoju infrastruktury komunikacyjnej lub transportowej co najmniej przez okres równy okresowi zapadalności obligacji;

- f) podmiotów, z którymi zawarto umowę o budowę i eksploatację albo wyłącznie eksploatację autostrady płatnej pod warunkiem, że są to osoby prawne, które prowadzą działalność gospodarczą lub powołane zostały dla celów emisji obligacji, lub ewentualnie – spółki komandytowo-akcyjne i inne osoby prawne, którym zdolność do emisji obligacji przychodowych nadaje odrębna ustawa.

Zdefiniowany na zasadzie enumeratywnego wyliczenia katalog podmiotów wyposażeń w zdolność emisyjną obligacji przychodowych pozwala na sformułowanie dwóch zasadniczych wniosków.

Po pierwsze, emisję obligacji przychodowych w finansowaniu swej działalności wykorzystywać może podmiot, który realizuje zadania o charakterze użyteczności publicznej. Ujęty w ten sposób przedmiot prowadzonej działalności, i jednocześnie – źródło zaspokojenia roszczeń obligatariuszy, ma na celu wzmocnienie ochrony interesu inwestorów. Przesłanką powyższego jest fakt, iż projekty służące zabezpieczeniu potrzeb społeczności lokalnej, podejmowane lub współrealizowane przez jednostki samorządu terytorialnego, charakteryzują się zdecydowanie niższym ryzykiem powodzenia niż przedsięwzięcia komercyjne.

Po drugie, wspomniany katalog emitentów długu na rynku obligacji przychodowych ma charakter otwarty. Ustawodawca stwierdza bowiem, iż wspomniana uprzednio realizacja zadań o charakterze użyteczności publicznej winna być głównym przedmiotem działalności, a nie jedynym. Zabieg ten stwarza stosunkowo szerokie możliwości aplikowania obligacji przychodowych w struktury finansowania inwestycji zaspokajających potrzeby społeczności lokalnych podejmowanych przez stosunkowo szeroką grupę podmiotów.

3. Praktyka wykorzystania obligacji przychodowych w Polsce

Emisja obligacji przychodowych w Polsce ma charakter incydentalny i według szacunków sporządzonych na koniec 2015 r. instrumenty te stanowiły około 4% wartości obligacji komunalnych (Wiśniewski, 2016, s. 192). Na przestrzeni 15 lat funkcjonowania tego instrumentu w krajowym systemie prawnym w praktyce gospodarczej doszło do 9 programów emisji obligacji przychodowych o łącznej wartości nieprzekraczającej 1,4 mld zł (tabela 1).

Przedstawione dane wskazują, że rynek obligacji przychodowych zdominowany jest przez emitentów reprezentujących spółki komunalne. Celem ich aktywności emisyjnej było zgromadzenie funduszy na realizację inwestycji w infrastrukturę transportową (emisje: 2, 3, 4, 6) oraz inwestycji w infrastrukturę wodociągową i kanalizacyjną (emisje: 1, 5).

Tabela 1. Emisje obligacji przychodowych w Polsce w latach 2000–2015

Lp.	Emitent	Kwota emisji (w mln zł)	Data emisji
1.	Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy sp. z o.o.	600	2005
2.	Miejskie Przedsiębiorstwo Komunikacyjne – Łódź sp. z o.o.	166	2006
3.	Zakład Komunikacji Miejskiej w Gdańsku sp. z o.o.	60	2010
4.	Zakład Komunikacji Miejskiej w Gdańsku sp. z o.o.	220	2010
5.	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gnieźnie	28	2012
6.	Tramwaj Fordon sp. z o.o.	145	2014
7.	Miasto Lublin	40	2014
8.	Miasto Nysa	21	2015
9.	Miasto Wałbrzych	38	2015

Źródło: Wiśniewski (2016), s. 192; <http://urząd.um.walbrzych.pl>.

Od 2014 r. aktywność w obszarze rynku obligacji przychodowych zaczęły przejawiać jednostki samorządu terytorialnego. W ich przypadku celem emisji było sfinansowanie nakładów w infrastrukturę sportową i rekreacyjną (Lublin), zgromadzenie funduszy na nabycie prawa użytkowania wieczystego gruntów (Nysa), pozyskanie kapitału na modernizację i budowę budynków komunalnych oraz finansowanie inwestycji drogowych (Wałbrzych).

Podjmując próbę ustalenia przyczyn nikłego zaangażowania potencjalnych emitentów na rynku obligacji przychodowych, zwrócić należy uwagę na skomplikowaną naturę tych instrumentów. Na podstawie doświadczeń praktyki życia gospodarczego stwierdzić można, że konstrukcja obligacji przychodowych oraz formalnoprawne uwarunkowania ich emisji stwarzają barierę w uzyskaniu aprobaty organów uchwałodawczych oraz kontrolno-nadzorczych. Dobitym tego przykładem jest sytuacja, jaka miała miejsce w przypadku emisji przygotowanej przez miasto Lublin. Wedle założeń przyjętych w uchwale o emisji obligacji przychodowych odpowiedzialność miasta za zobowiązania obligacyjne nie została ograniczona do określonych przychodów i majątku, ale spoczywała na ogólnej sytuacji majątkowo-finansowej emitenta. Rozwiązanie to zostało zakwestionowane przez Regionalną Izbę Obrachunkową (RIO), która orzekła nieważność tej części podjętej uchwały. Miasto Lublin zaskarżyło rozstrzygnięcie RIO, które w toku dalszych wydarzeń zostało uchylone wyrokiem WSA w Lublinie z dnia 23 lipca 2014 r. Sąd podtrzymał stanowisko i uznał emisję obligacji przychodowych bez ograniczenia odpowiedzialności za zgodną z obowiązującym stanem prawnym (Weber, 2015).

Brak tradycji wykorzystania obligacji przychodowych w kształtowaniu źródeł finansowania zadań z zakresu użyteczności publicznej może również wynikać z ograniczonego zainteresowania ze strony sektora bankowego. Procedura emisyjna obligacji przychodowych jest skomplikowana i czasochłonna, a obsługa emisji uplasowanej na rynku wiąże się z wysokimi nakładami pracy i prowadzeniem stałego nadzoru i kontroli majątku finansowanego przedsięwzięcia oraz przepływów pieniężnych zabezpieczających interesy obligatariuszy (Cichy, 2013, s. 209–210). Już w 2002 r. miasto Tychy – jako pierwsze w historii – podjęło

próbę wykorzystania obligacji przychodowych w systemie finansowania realizowanych zadań. Inicjatywa ta spotkała się z brakiem zainteresowania i wsparcia ze strony sektora bankowego (Swianiewicz, 2004, s. 137). U podstaw tej sytuacji upatruje się obaw sektora bankowego związanych z barierą popytową na rynku obligacji przychodowych (trudności ze zbyciem wyemitowanego portfela papierów wartościowych) oraz kwestią wielkości nakładów wynikających z kontroli inwestycji (Maciejasz-Świątkiewicz, 2005, s. 141).

Przeciwwagą dla wyróżnionych niedogodności związanych z procesem finansowania na rynku obligacji przychodowych stanowią niewątpliwe zalety tej metody gromadzenia funduszy. Przede wszystkim spostrzec należy, że zobowiązania z tytułu emisji obligacji przychodowych nie obciążają ustawowego limitu zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego. Jest to szczególnie ważne z uwagi na dotychczasowy poziom zadłużenia wielu jednostek samorządowych i szeroko rozumiane rosnące potrzeby lokalnych społeczności.

Identyfikację cech przemawiających za wykorzystaniem obligacji przychodowych w polityce finansowania JST oraz negatywnych aspektów tej strategii ujęto w tabeli 2.

Tabela 2. Zalety i wady obligacji przychodowych

Zalety	Wady
<ul style="list-style-type: none"> – nie wpływają na limity zadłużenia JST określone w ustawie o finansach publicznych – istnieje możliwość łączenia kilku JST przy jednym wspólnym projekcie – zapewniają możliwość dywersyfikacji źródeł finansowania oraz optymalizacji zdolności kredytowej emitenta – ograniczają odpowiedzialność emitenta do kwoty określonych przychodów lub zdefiniowanego majątku – finansowanie odbywa się bez obciążania całości majątku lub budżetu, co w konsekwencji zmniejsza ryzyko odmowy udzielenia kredytu bankowego – przychody wpływające na specjalny rachunek wyłączone są z masy upadłościowej – jednostka samorządowa jest emitentem (lub jest powiązana z emitentem), co przyczynia się do większego zainteresowania inwestorów 	<ul style="list-style-type: none"> – występuje relatywnie wysokie ryzyko braku zainteresowania nabywcą m.in. ze względu na znikomy poziom wiedzy na temat konstrukcji obligacji przychodowych oraz niewielki stopień dojrzałości rynku tych instrumentów – możliwa jest konieczność utworzenia funduszu rezerwowego w wysokości zapewniającej pojedynczą płatność odsetek na rzecz obligatariuszy (na wypadek zmniejszenia dochodów z danego przedsięwzięcia) – istnieje prawny wymóg regulowania odsetek co najmniej raz w roku – niewielkie zainteresowanie banków organizacją emisji ze względu na skomplikowaną procedurę – obowiązki informacyjne emitenta – koszty związane z analizą wykonalności projektu, usługami konsultantów: prawników, inżynierów, ekonomistów, których zadaniem jest ustalenie struktury i warunków emisji oraz powiązanie jej z określonymi zamierzeniami

Źródło: Cichy (2013).

Podsumowanie

Pomimo wieloletniej historii funkcjonowania rynek obligacji przychodowych w Polsce znajduje się na wczesnym etapie rozwoju. Charakterystyka tych instrumentów sprawia, że mają one szanse na szersze zastosowanie gospodarcze, a za formułowanym wnioskiem przemawiają zarówno walory obligacji przychodowych odnotowane po stronie emitenta, jak również aspekty odnoszące się do osoby inwestora i poziomu ochrony jego interesu.

Przesłanek przyszłego wzrostu zainteresowania jednostek samorządu terytorialnego emisją obligacji przychodowych upatrywać można w rosnącej skali zadłużenia JST oraz bezpośrednio z nią związaną kwestią malejących wpływów budżetowych i rosnącymi potrzebami w zakresie źródeł finansowania rozwoju, zarówno w skali lokalnej, jak i regionalnej. Jak podkreślono, obligacje przychodowe, wyposażając samorządy w kapitał służący realizacji działalności inwestycyjnej, pozostają bez wpływu na ustawowe limity zadłużenia i co istotne – umożliwiają ograniczenie odpowiedzialności emitenta za zobowiązania zaciągane w ramach emisji długu. W konsekwencji powyższego obligacje przychodowe znajdują szczególne uzasadnienie w odniesieniu do projektów, w stosunku do których relatywnie łatwo wyodrębnić można strumienie środków pieniężnych służących obsłudze zobowiązań emitenta względem grona obligatariuszy. Na bazie doświadczeń zagranicznych wskazać można co najmniej kilka obszarów, w jakich analizowana grupa instrumentów mogłaby znaleźć szerokie zastosowanie – m.in. finansowanie infrastruktury wodno-kanalizacyjnej, finansowanie infrastruktury transportowej czy finansowanie budownictwa komunalnego (Fabozzi, 2008, s. 254).

Bibliografia

- Cichy, J. (2013). Emisja obligacji przychodowych – niewykorzystany obszar aktywności banku. W: I. Pyka, J. Cichy (red.), *Innowacje w bankowości i finansach. Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Wydziałowe*, 171. Katowice: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach.
- Fabozzi, F.J. (2008). *The Handbook of Finance. Volume 1 – Financial Markets and Institutions*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Fabozzi, F.J., Feldstein, S.G. (2008). *The Handbook of Municipal Bonds*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Jastrzębska, M. (2009). *Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego*. Warszawa–Kraków: Wolters Kluwer Polska.
- Kłupczyński, M. (2015). Obligacje przychodowe a indywidualny wskaźnik spłaty zobowiązań. *Prawo Budżetowe Państwa i Samorządu*, 1 (3), 77–91.
- Kropiwnicki, J. (2010). *Ustawa o obligacjach: komentarz*. Warszawa: LexisNexis.

- Lipiec-Warzecha, L. (2010). *Ustawa o obligacjach: komentarz*. Warszawa–Kraków: Wolters Kluwer Polska.
- Maciejasz-Świątkiewicz, M. (2005). Obligacje komunalne. W: D. Korenik (red.), *Perspektywy współpracy banku z samorządem terytorialnym w Polsce*. Wrocław: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.
- Pawłowski, M. (2015). *Rynek obligacji korporacyjnych w Polsce. Uwarunkowania i perspektywy rozwoju*. Warszawa: CeDeWu.
- Poniatowicz, M. (2005). Obligacje przychodowe i sekurytyzacyjne jako innowacyjne instrumenty na polskim rynku komunalnych papierów wartościowych. *Finanse Komunalne*, 3, 20–29.
- Swianiewicz, P. (2004). *Finanse lokalne – teoria i praktyka*. Warszawa: Municipium.
- Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach. DzU 2015, poz. 238.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach. DzU 2014, poz. 730, 913, z późn. zm.
- Weber, M. (2015). Pierwsze gminne obligacje przychodowe. *Rzeczpospolita*, 17 lipca 2015 r. Pobrane z: www.rp.pl.
- Wiśniewski, M. (2016). Obligacje podporządkowane, wieczyste i przychodowe w Polsce – próba oceny ekonomicznych skutków nowelizacji ustawy o obligacjach. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 1 (78), 181–195.
- <http://urząd.um.walbrzych.pl>, dostęp 1.07.2016.

REVENUE BOND MARKET IN POLAND

Keywords: bonds, revenue bonds, finances of local government units

Summary. The article discusses the basic features of a revenue bonds which are established in polish law system. Against such a backdrop, a development of the polish revenue bond market is characterized with an attempt to identify the conditions determining the degree of utilization of revenue bonds in the policy of financing local government units. The paper also includes the analysis and evaluation of the protection mechanisms of bondholders and brings more detailed information about the problem of disclosure obligations of the revenue bond issuer.

Translated by Maciej Pawłowski

Cytowanie

Pawłowski, M. (2016). Rynek obligacji przychodowych w Polsce. *Ekonomiczne Problemy Usług*, 125, 289–298.