

## Źródło pozyskiwania kapitału na inwestycje samorządowe

### Obligacje komunalne

*Paweł Śliwiński, Sebastian Huczek*

Samorząd terytorialny wciąż nie może doczekać się stabilnych uregulowań prawnych swoich finansów, a zauważalne negatywne tendencje budżetów samorządowych zmuszają je do poszukiwania na rynku kapitałowym zewnętrznych źródeł finansowania.

### Inwestycje komunalne i źródła ich finansowania

Ustrojodawca nadając podmiotowość społecznościom lokalnym i ustanawiając w art. 163 Konstytucji RP zasadę domniemania zadań publicznych na ich rzecz, określa szczególną w demokratycznym państwie prawa rolę samorządu terytorialnego. Zasada decentralizacji władzy publicznej, będąca jedną z podstawowych zasad konstytucyjnych oznacza nie tylko nałożenie zadań, lecz także przekazanie stosownych kompetencji i środków niezbędnych do ich realizacji<sup>1</sup>. Do istoty samorządu terytorialnego należy jego samodzielność, rozumiana nie tylko jako samodzielność organizacyjna, ale również jako samodzielność ekonomiczna, wyrażająca się w posiadaniu własnych (tzn. nieprzekazywanych przez państwo) źródeł dochodów oraz własnego majątku, którym jednostka samorządu terytorialnego może rozporządzać co do zasady wedle własnego uznania.

Jednostka samorządu terytorialnego (gmina, powiat lub województwo), które pragnie w pełni realizować swe zadania, musi inwestować - w równe drogi, sprawny system komunikacyjny, wodociągi, oczyszczalnie, szkoły itp. Jest to istotne ze względu na mieszkańców i ich zadowolenie wyrażane w wyborach samorządowych, a także jest to niezbędny element trudnego procesu pozyskiwania zewnętrznych inwestorów, którzy byliby gotowi ulokować swoje przedsięwzięcie właśnie w tym, a nie innym miejscu.

Wybór źródła finansowania inwestycji nie jest procesem łatwym, ale jego właściwe przeprowadzenie pozwala na zaoszczędzenie często nawet bardzo znacznych kwot. Jakie są źródła finansowania inwestycji? Jednostka samorządu terytorialnego (JST) może pozyskać brakujące środki albo o charakterze bezzwrotnym (różnego rodzaju subwencje, dotacje, czy to państwowe, czy też z innego źródła - np. PHARE, SAPARD), albo zwrotnym (pożyczki i kredyty, obligacje), przy czym środki zwrotne mogą być przyznane albo na warunkach preferencyjnych (np. z Narodowych i Wojewódzkich Funduszy Ochrony Środowiska), albo komercyjnych, rynkowych (kredyty i obligacje).

Jak wynika z analizy budżetów jednostek samorządu terytorialnego, w większości z nich spada udział środków na inwestycje. Wynika to z faktu, że po przywróceniu w Polsce samorządu terytorialnego w 1990 r. i jego istotnej reformie w roku 1998 na jednostki samorządu terytorialnego nakładane są coraz większe zadania. JST muszą bowiem ponosić coraz większe wydatki związane z ich bieżącą działalnością, co w wypadku chęci realizowania inwestycji wiąże się z koniecznością poszukiwania zewnętrznych źródeł finansowania. Nie zawsze udaje się bowiem zrealizować w miarę szybko określoną dużą inwestycję opierając się tylko na wygospodarowanych środkach własnych i uzyskanych

<sup>1</sup> Z. Niewiadomski, *Samorząd terytorialny w Konstytucji RP*, „Samorząd Terytorialny”, 2002/3, s. 4.

(zwykle z trudem) dotacjach. Konieczne staje się sięgnięcie do instrumentów rynku kapitałowego i znalezienie zewnętrznego źródła finansowania: kredytu, pożyczki lub wyemitowanie obligacji. Zaletą tych źródeł jest możliwość uzyskania dużego kapitału, wadą: konieczność jego zwrotu po pewnym czasie i to prawie zawsze z odsetkami oraz niezbędność przeprowadzenia szczególnej procedury dla ich pozyskania.

Od kilku lat systematycznie rośnie zadłużenie JST. W 2001 r. zadłużenie samorządów wyniosło ogółem 12,3 mld zł, wobec 9,4 mld zł w 2000 r. oraz 6,2 mld zł w 1999 r. W kwocie zobowiązań ogółem wykorzystano kredyty i pożyczki (przede wszystkim preferencyjne) w wysokości 5,3 mld zł w gminach, 3,9 mld zł w miastach na prawach powiatu, 0,4 mld zł w powiatach oraz 0,2 mld zł w województwach.

W latach 1999-2001 stosunek zobowiązań gmin do ogólnej kwoty ich dochodów budżetowych wzrósł z 11,5% do 16,8%. Zadłużenie miast na prawach powiatu w latach 1999-2001 wzrosło z 12,3% do 22% dochodów ogółem. W przypadku powiatów i województw samorządowych poziom zadłużenia w 2001 r. wynosił odpowiednio 3,8% i 6,4% dochodów ogółem<sup>2</sup>. Mniejszy poziom zadłużenia powiatów i województw nie wynika z mniejszych potrzeb inwestycyjnych, lecz z mniejszych możliwości zadłużania się tych jednostek wynikających z gorszej struktury dochodów (większy udział dochodów przekazywanych przez państwo, a nie wypracowywanych we własnym zakresie). Podkreślić należy jednak inny istotny fakt – zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego stanowi zaledwie około 3% łącznej kwoty państwowego długu publicznego.

Jeżeli chodzi o emisje obligacji, to w 2001 r. udział ich w całości zobowiązań wyniósł: 7,4% (460 mln zł) w gminach, 20,3% (1058 mln zł) w miastach na prawie powiatu, 19,4% (103 mln zł) w powiatach i w województwach około 3,7% (69 mln zł). Nie jest to dużo, ale należy odnotować znaczny wzrost zainteresowania obligacjami komunalnymi. Do tej pory około 200 jednostek samorządu terytorialnego wyemitowało swoje obligacje, w tym kilkanaście powiatów i cztery województwa. Większość emisji dokonywana jest przez gminy, a przede wszystkim przez gminy miejskie. Średnia wielkość programu emisji nie jest duża - około 5-10 mln zł, ale przeprowadzone zostały również duże, jak na polską skalę, emisje np. Gdyni, Bydgoszczy, Szczecina. Należy dodać, że na tzw. rynkach rozwiniętych, zwłaszcza w USA, finansowanie działalności inwestycyjnej samorządów odbywa się głównie poprzez emisję różnego rodzaju obligacji. W Polsce zmiany legislacyjne wprowadziły nowy instrument - obligacje przychodowe, które najogólniej mówiąc spłacane są z przychodów zrealizowanej dzięki nim inwestycji i które umożliwiają ograniczenie odpowiedzialności emitenta do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia. Innym interesującym aspektem tego nowego instrumentu jest fakt, iż zadłużenie z tego tytułu nie jest uwzględniane przy ustalaniu limitów zadłużenia, o których będzie mowa w niniejszym artykule. Jak dotąd żadna z JST nie wyemitowała obligacji przychodowych.

## **Podstawy prawne i proces emisji obligacji**

Jednostki samorządu terytorialnego posiadają zdolność emitowania obligacji (zdolność obligacyjną), przyznaną w art. 48 ust. 1 ustawy o finansach publicznych, skonkretyzowaną w odpowiednich przepisach ustaw o samorządzie gminnym, powiatowym i województwa i potwierdzoną w art. 2 pkt. 2 ustawy o obligacjach. W ostatnich latach emisje obligacji przez gminy, powiaty i województwa stały się ze względu na swoje zalety w porównaniu do kredytu komercyjnego popularnym sposobem pozyskiwania środków na inwestycje samorządowe. Już prawie dwieście gmin, powiatów i województw przeprowadziło emisje obligacji.

---

<sup>2</sup> T. Dobek, *Zaciąganie zobowiązań przez jednostki samorządu terytorialnego w latach 1999-2001*, „Finanse Komunalne”, 2002/5, ss. 61 i nast.

W procesie przygotowania emisji obligacji komunalnych, powiatowych czy wojewódzkich kluczową rolę odgrywa uchwała rady gminy (powiatu lub sejmiku) w sprawie emisji obligacji. Akt ten jest niezbędny w procesie emisji, a obligatoryjność uchwały wynika wprost z przepisów prawa.

Przytoczone na wstępie przepisy stanowią podstawę prawną emisji obligacji przez JST w ogólności. Natomiast podstawę prawną konkretnej emisji będzie stanowiła zawsze uchwała rady gminy, powiatu lub sejmiku województwa. Uchwała w sprawie emisji obligacji stanowi formalny początek i podstawę prawną procedury uruchamiania emisji obligacji komunalnych, jednak należy podkreślić, że sama przez się nie kreuje zobowiązania. Należy odróżnić podjęcie uchwały o zaciągnięciu zobowiązania od samego zaciągnięcia zobowiązania na gruncie prawa cywilnego. W sferze stosunków zobowiązaniowych, związanych z emisją obligacji, prawa i obowiązki stron powstają albo z momentem przyjęcia propozycji nabycia przez podmiot, do którego została skierowana, albo dokonanie przydziału obligacji lub też dopiero wystawienie dokumentu (zapis w rejestrze) – co do konkretnego momentu istnieje spór w literaturze.

Uchwała powinna zawierać podstawowe elementy charakteryzujące emisję obligacji:

- wielkość emisji,
- określenie wartości nominalnej obligacji,
- termin i warunki wykupu obligacji,
- warunki dotyczące wysokości oprocentowania,
- informację o zabezpieczeniu obligacji lub jego braku,
- określenie celu emisji,
- określenie trybu emisji,
- wskazanie źródła dochodów, z których zostaną spełnione świadczenia wynikające z emisji,

W praktyce jednostki samorządu terytorialnego nie emitują całej potrzebnej kwoty na raz, lecz dzielą ją na transze (emitowane w poszczególnych latach: np. 5 mln zł w dwóch transzach: 2,5 mln zł w 2002 r. i 2,5 mln zł w 2003 r.) i - w ramach danej transzy - serie o zróżnicowanym terminie wykupu. Taka rozbudowana strukturyzacja emisji pozwala na lepsze dostosowanie jej kształtu do potrzeb emitenta, a przede wszystkim ułatwia spłatę tego zobowiązania.

Nigdzie - ani w ustawie o finansach publicznych, ani w ustawie o obligacjach - nie jest powiedziane, jak ma być określony cel emisji. Jest to istotne zagadnienie, gdyż ustawa o obligacjach w art. 28 zakazuje przeznaczania środków z emisji obligacji na inny niż oznaczony cel. O ile zakres przedmiotowy nie budzi wątpliwości - można w zasadzie finansować z obligacji wszystkie cele należące do zadań danej jednostki samorządu terytorialnego, o tyle powstaje pytanie, z jaką szczegółowością ma być on oznaczony - czy wystarczy stwierdzenie, że środki z emisji zostaną przeznaczone na remont dróg gminnych, czy też trzeba określić, że zostanie wyremontowana np. ulica Kwiatowa i Dąbrowskiego. Jak wspomniano, w przepisach prawa nie znajdzie się na to pytanie bezpośredniej odpowiedzi, należy zatem odwołać się do dotychczasowej praktyki postępowania. Cel emisji powinien być na tyle precyzyjnie określony, aby pozwalał obligatariuszom zorientować się, jaki rodzaj inwestycji zostanie zrealizowany ze środków pochodzących z obligacji, natomiast nie jest istotne, jaka to będzie konkretna inwestycja (np. która ze szkół zostanie wyremontowana). W praktyce jednostki samorządu terytorialnego niekiedy określają precyzyjnie konkretny cel (np. remont szkoły podstawowej nr 2 - 2,5 mln zł) niekiedy poprzestają na oznaczeniu celu jako np. *modernizacja obiektów oświatowych*.

Obligacje komunalne emitowane w Polsce są w absolutnej większości obligacjami o zmiennym kuponie odsetkowym (oprocentowaniu). Dochód dla obligatariusza określany jest w stosunku do innego instrumentu finansowego, jakim jest rentowność bonów skarbowych.

Oprocentowanie obligacji jest najczęściej każdorazowo ustalane przed rozpoczęciem rocznego okresu odsetkowego, przy czym nie może ono przekroczyć średniej arytmetycznej z opublikowanych średnich ważonych stóp rentowności 52-tyg. bonów skarbowych oferowanych na czterech (rzadziej na dwóch) ostatnich przetargach poprzedzających datę ustalenia oprocentowania na kolejny okres odsetkowy, powiększonej o marżę dla inwestorów. Marże ponad rentowność bonów skarbowych w 2002 r. wahają się od 0,3% do 1,5%. Oparcie oprocentowania na rentowności 52-tyg. bonów skarbowych jest w zasadzie regułą na polskim rynku obligacji komunalnych. Nielicznymi odstępstwami od reguły były m.in. obligacje Szczecina oprocentowane według stałej stopy procentowej oraz obligacje Mściwojowa oprocentowane na bazie średnich ważonych stóp rentowności 13-tyg. bonów skarbowych.

Bardzo ważnym z punktu widzenia każdego papieru dłużnego, w tym również obligacji, jest problem zabezpieczenia, mającego wpływ na ocenę stopnia bezpieczeństwa inwestycji w konkretne obligacje. W ostatniej nowelizacji ustawy o obligacjach dokonano zmiany polegającej na rezygnacji z zamkniętego katalogu zabezpieczeń obligacji. Zniesienie katalogu zabezpieczeń obligacji umożliwia ustanowienie dowolnych zabezpieczeń dopuszczalnych przez przepisy prawa – może być to np. poręczenie lub gwarancja innej JST albo hipoteka na nieruchomościach JST.

W praktyce obligacje komunalne nie są zabezpieczone - podmiotem uwiarygodniającym emisję jest sam emitent (JST). Jednostka samorządu terytorialnego odpowiada za zobowiązania wynikające z obligacji całym swoim majątkiem, za wyjątkiem emisji obligacji przychodowych. W przypadku obligacji przychodowych JST może ograniczyć w treści obligacji swoją odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z tych obligacji do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszowi służy prawo pierwszeństwa na zasadach określonych w art. 23a ustawy o obligacjach. Natomiast podmiot udzielający zabezpieczenia odpowiada do wysokości tego zabezpieczenia.

Po podjęciu uchwały w sprawie emisji obligacji gmina, powiat czy województwo może przystąpić do kolejnego etapu procesu emisyjnego, tj. do ogłoszenia przetargu na wybór agenta emisji, czyli podmiotu (zwykle banku) organizującego emisję pod względem technicznym (m.in. obsługa rozliczeń finansowych związanych z emisją, depozyt obligacji albo prowadzenie rejestru obligacji zdematerializowanych, prowadzenie rynku wtórnego) a zwykle równocześnie nabywającego na rynku pierwotnym całą emisję na własny rachunek.

Jednak na etapie przetargu, a z całą pewnością przed podpisaniem umowy z agentem emisji, jednostka samorządu terytorialnego powinna posiadać pozytywną opinię Regionalnej Izby Obrachunkowej o możliwości wykupu obligacji, wydawaną na podstawie art. 49 ust. 2 ustawy o finansach publicznych.

Opinia, o której mowa, jest wydawana przez RIO na wniosek jednostki samorządu terytorialnego w wypadku zamiaru emisji papierów wartościowych. W opinii tej RIO stwierdza, czy JST ma (bądź nie ma) zdolności do spłaty zaciągniętego zobowiązania, tj. zapłaty odsetek obligatariuszom oraz wykupu obligacji.

W myśl art. 49 ust. 3 ustawy o finansach publicznych opinia jest przedstawiana podmiotom, do których kierowana jest propozycja nabycia obligacji. Podmiotami tymi są w praktyce banki, a precyzyjniej mówiąc bank - agent emisji, który zazwyczaj oprócz pełnienia funkcji agenta emisji nabywa także obligacje na własny rachunek, jako jedyny obligatariusz na rynku pierwotnym. Rynek kapitałowy zweryfikował prawnie niewiążący i fakultatywny charakter przedmiotowych opinii (zgodnie z art. 49 ust. 2 wydawane są one na wniosek zainteresowanej jednostki samorządu terytorialnego), doprowadzając do sytuacji, w której opinia RIO stanowi warunek *sine qua non* zakupu od JST obligacji. Oczywiście, należy pamiętać, że ten rzeczywisty wzrost znaczenia opinii RIO nie zmienia ich charakteru

prawnego - są one wciąż niewiążące i nie są żadną gwarancją ani dla JST, ani dla banku, iż zobowiązanie zostanie wypełnione.

Z emisją obligacji komunalnych wiąże się przygotowanie memorandum informacyjnego (prospekt emisyjny), który jest dokumentem opisującym sytuację finansową i prawną JST. Formalnie sporządzenie prospektu emisyjnego jest wymagane w publicznym obrocie papierami. W rzeczywistości dokument zwany memorandum informacyjnym (prospekt emisyjny) przygotowujący jest przy większości emisji obligacji komunalnych w Polsce dokonywanych w trybie niepublicznym. Memorandum informacyjne (prospekt emisyjny) spełnia bowiem dwie ważne role. Po pierwsze, umożliwia atrakcyjne sprzedanie obligacji. Jeżeli inwestorzy otrzymają rzetelne informacje na temat emitenta, będą mogli lepiej określić jego sytuację finansową i prawną. Po drugie, obraz JST przedstawiony w memorandum ma dodatkowy wymiar promocyjny. Dokument ten czytany jest przez potencjalnych inwestorów, w tym przez instytucje finansowe. Stanowi doskonały obraz JST, będący jednocześnie zaproszeniem do inwestycji.

Treść prospektu emisyjnego sporządzanego w trybie oferty publicznej określa rozporządzenie Rady Ministrów. W obrocie niepublicznym treść memorandum informacyjnego nie jest definiowana żadnymi przepisami prawa. W wielu przypadkach emitenci decydują się je przygotować według standardów obowiązujących na rynku publicznym. Przesyłają w ten sposób na rynek kapitałowy ważną informację, iż są w stanie pracować zgodnie z najwyższymi wymaganiami rynku, nie mają nic do ukrycia i są solidnymi partnerami na rynku kapitałowym.

Niektóre JST podczas procesu emisyjnego ubiegają się o nadanie ratingu. Wymóg posiadania ratingu nie jest wymagany przez polskie przepisy, za wyjątkiem emisji skierowanej na rynek zagraniczny. W tym przypadku rating dokonany przez renomowaną agencję ratingową jest warunkiem koniecznym do jej przeprowadzenia. Dzięki uzyskanemu ratingowi zarówno inwestorzy, jak i partnerzy JST otrzymują niezbędne informacje na temat jego wiarygodności kredytowej. Rating podnosi prestiż i umacnia pozycję danego podmiotu na rynku, przez co wyróżnia go spośród konkurentów stając się jednocześnie narzędziem promocyjnym i powodując wzrost zaufania inwestorów. Ocena ratingowa może być o tyle istotna dla jednostki samorządu terytorialnego, że może wpłynąć na obniżenie kosztów finansowania długu.

## **Ograniczenia dostępu JST do instrumentów rynku kapitałowego**

Ograniczenia dostępu do instrumentów rynku kapitałowego dla JST wiążą się przede wszystkim z ograniczeniami zaciągania zobowiązań finansowych. W ustawie z dnia 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych przewidziano mechanizmy mające zapobiec nadmiernemu zadłużaniu się JST. Najważniejszymi z nich są artykuły 113 i 114 ustawy. Według art. 113 ustawy o finansach publicznych łączna kwota przypadających do spłaty w danym roku budżetowym rat kredytów (pożyczek) i potencjalnych wypłat z tytułu udzielonych przez jednostkę samorządu terytorialnego poręczeń wraz przypadającymi odsetkami od tych kredytów (pożyczek) oraz wymaganych odsetek od dyskont od wyemitowanych przez jednostkę papierów wartościowych, a także przypadających w danym roku budżetowym rozchodów z tytułu wykupu wyemitowanych uprzednio papierów wartościowych nie może przekroczyć 15% planowanych na dany rok budżetowy dochodów jednostki samorządu terytorialnego. Natomiast w przypadku gdyby globalna relacja kwoty ogólnokrajowego długu publicznego, powiększonej o sumę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych, do produktu krajowego brutto przekroczyła 55%, to łączna kwota powyżej wymienionych obciążeń kredytowych indywidualnej jednostki samorządu terytorialnego nie może przekroczyć 12%

planowanych jej dochodów, chyba że obciążenia te w całości wynikają z zobowiązań zaciągniętych przed datą ogłoszenia przez Ministra Finansów tej relacji. Z kolei art. 114 ustawy o finansach publicznych stanowi, że łączna kwota długu jednostki samorządu terytorialnego na koniec roku budżetowego nie może przekroczyć 60% dochodów jednostki w tym roku budżetowym. W 2001 r. stosunek zobowiązań JST do ogólnej kwoty ich dochodów wyniósł 16,8%, przy czym 21 gmin przekroczyło 60% - ustawowy poziom zadłużenia.

Należy wspomnieć, że w praktyce nawet przestrzeganie limitów art. 113 i 114 ustawy o finansach publicznych i tak czasami pozwala na zaciąganie zobowiązań przez te jednostki samorządu terytorialnego, które - stosując kryteria ekonomiczne - nie posiadają zdolności kredytowej.

Konieczność istnienia limitów obsługi zadłużenia nie powinna budzić wątpliwości<sup>3</sup>. Więcej kontrowersji pojawia się przy rozpatrywaniu przepisów art. 50 i 51 ustawy o finansach publicznych. Artykuł 50 ust. 1 stanowi, że JST mogą zaciągać jedynie takie zobowiązania, których koszty obsługi są ponoszone co najmniej raz do roku, przy czym dyskonto od papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej, a kapitalizacja odsetek jest niedopuszczalna.

Wątpliwości budzi przede wszystkim kwestia *kosztów obsługi* ponoszonych co najmniej raz w roku w wypadku papierów wartościowych emitowanych z dyskontem. Dotychczas problem obligacji z dyskontem nie pojawiał się, gdyż 5% limit wielkości dyskonta przy znacznie większej inflacji wyłączał w praktyce problem emisji obligacji zerokuponowych.

Inne ograniczenia zaciągania zobowiązań na rynku kapitałowym związane są z zakazem kapitalizacji odsetek, co jednak nie jest związane z przeciwdziałaniem kumulacji płatności, lecz stanowi obowiązek stosowania zasady zgodności okresów kapitalizacji i płatności odsetkowych, co ma znaczenie w zasadzie tylko jako swoiste uproszczenie obliczania efektywnej stopy procentowej

W praktyce, większe znaczenie ma zakaz zaciągania długów w walutach obcych (art. 51 ust.1 ustawy o finansach publicznych) oraz zaciągania kredytów na sfinansowanie deficytu w bankach zagranicznych (art. 112 ust.2 pkt. 2 ustawy o finansach publicznych)<sup>4</sup>. Wspomnieć należy o tym, że *de lege lata* zasada określona w art. 51 ust. 1 nie ma charakteru bezwzględnie obowiązującego, gdyż Rada Ministrów skorzystała z upoważnienia wynikającego z art. 51 ust. 2 ustawy o finansach publicznych i wydała rozporządzenie umożliwiające zaciąganie zobowiązań również w walucie zagranicznej, o ile zostały one udzielone przez instytucje międzynarodowe lub przez pożyczkodawców rządowych.

Ograniczeniem dostępu JST do obligacji komunalnych emitowanych na rynku niepublicznym z pewnością nie są koszty emisji. Przykładowe koszty, jakie poniosły jednostki samorządu terytorialnego związane z przeprowadzeniem niepublicznych (skierowanych przede wszystkim do instytucji finansowych w liczbie nie większej niż 300) emisji obligacji, obejmujące łączne koszty doradztwa oraz agenta emisji, wynoszą w zależności od wielkości emisji od około 0,1% do 1% wartości emisji.

---

<sup>3</sup> zgodnie z ustawą z 1923 r. o tymczasowym uregulowaniu finansów komunalnych nie istniały limity zadłużania i samorządy mogły zadłużać się tak długo, dopóki ktokolwiek im kredytu udzielił. Spowodowało to - w połączeniu z wielkimi potrzebami finansowymi - lawinowy wzrost zadłużenia i kryzys finansów samorządowych na początku lat 30.

<sup>4</sup> Ustanawiając ograniczenia dotyczące długu *zagranicznego* pamiętano chyba o kryzysie finansów samorządowych w latach 20. i 30., do którego przyczyniło się także niefrasobliwe zaciąganie pożyczek za granicą. Jedną z nich była pożyczka zaciągnięta w 1925 i 1926 r. przez 10 polskich miast na 12,5 mln USD w firmie nowojorskiej Ulen Co. Miasta korzystające z I transzy tej pożyczki musiały ponieść koszty załamania się kursu złotego, co spowodowało zwiększenie się sumy pożyczki, liczonej w złotych, aż o 72%!

W przypadku emisji publicznej (skierowanej do więcej niż 300 podmiotów) do kosztów emisji niepublicznej należy doliczyć opłaty urzędowe związane z rynkiem publicznym obejmujące:

- koszty KDPW (za nadanie kodu, za rejestrację papierów w depozycie, z tytułu obsługi wykupu i pożytków, za uczestnictwo w KDPW),
- koszty Centralnej Tabeli Ofert lub Giełdy Papierów Wartościowych (za rozpatrzenie wniosku o dopuszczenie do obrotu, za rozpatrzenie wniosku o wprowadzenie do obrotu, za wprowadzenie papierów na rynek),
- koszty Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (za wpis papierów wartościowych do ewidencji).

Wysokość kosztów przeprowadzenia emisji publicznej powoduje, iż w praktyce tylko duże emisje obligacji mają szansę znaleźć się w obrocie publicznym.

### **Zakończenie**

Samorząd terytorialny wciąż nie może doczekać się stabilnych uregulowań prawnych swoich finansów, a zauważalne negatywne tendencje budżetów samorządowych – spadek dochodów własnych, zmniejszanie subwencji i dotacji połączone z faktycznym wzrostem ilości zadań – mogą w następnych latach pogłębiać się. W takiej sytuacji jednostki samorządu terytorialnego poszukiwać muszą zewnętrznych źródeł finansowania na rynku kapitałowym. Obligacje komunalne z uwagi na swoje zalety będą stanowiły coraz poważniejsze źródło finansowania deficytu budżetowego przez jednostki samorządu terytorialnego. Należy jednak pamiętać, iż wyemitowanie obligacji i pokrycie deficytu w danym roku budżetowym to nawet nie połowa sukcesu – sukcesem jest takie zadłużenie, które nie spowoduje zaburzeń w funkcjonowaniu samorządu w przyszłości.

Paweł Śliwiński  
Wiceprezes INWEST Consulting SA,  
Licencja doradcy w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi nr 111.  
Sebastian Huczek  
INWEST Consulting SA

*Wszelkie prawa autorskie zastrzeżone.*