

Agnieszka Wojtasiak

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

FINANSOWANIE INWESTYCJI POPRZEZ EMISJĘ OBLIGACJI PRZYCHODOWYCH – DOŚWIADCZENIA AMERYKAŃSKIE A RYNEK POLSKI

1. Wstęp

Celem referatu jest przedstawienie możliwości finansowania inwestycji poprzez emisję obligacji przychodowych. W związku z faktem, iż najbardziej rozwiniętym rynkiem tych obligacji jest rynek amerykański, w opracowaniu zostaną wyodrębnione rodzaje przedsięwzięć, które w Stanach Zjednoczonych są finansowane środkami pozyskiwanymi w wyniku ich emisji. Autorka zwróci również uwagę na doświadczenia polskie w zakresie pozyskiwania kapitału za pomocą obligacji przychodowych oraz przedstawi główne przyczyny braku upowszechnienia się tego instrumentu na naszym rynku.

2. Podstawowe charakterystyki obligacji przychodowych

Obligacje przychodowe są dłużnymi papierami wartościowymi emitowanymi w celu finansowania określonego przedsięwzięcia. Ich emitentami mogą być jednostki samorządu terytorialnego, podmioty z nimi powiązane lub przedsiębiorstwa świadczące usługi w zakresie zaspokajania potrzeb społeczności lokalnych. Roszczenia obligatariuszy mogą być zaspokajane z całości albo z części przychodów lub z całości albo części majątku przedsięwzięć, w związku z realizacją których obligacje zostały wyemitowane, lub z innych przychodów określonych przez emitenta. Posiadacze obligacji przychodowych mają pierwszeństwo w zaspokajaniu roszczeń przed innymi wierzycielami emitenta. Odpowiedzialność emitenta wobec obligatariuszy jest ograniczona do kwoty przychodów lub wartości majątku przed-

siewzięcia, finansowanego w wyniku emisji obligacji [15, s. 85]¹. Obligacje przychodowe to instrumenty długoterminowe o terminie zapadalności przynajmniej 10 lat. Dobrze nadają się one do pokrycia kosztów projektów w obszarze infrastruktury technicznej i społecznej, o długim okresie eksploatacji, przez co pozwalają zachować zasadę międzypokoleniowej sprawiedliwości ponoszenia kosztów realizowanych inwestycji, sprzyjają zdynamizowaniu rozwoju gospodarczego regionu i poprawieniu jego atrakcyjności inwestycyjnej dla sektora prywatnego oraz bezpośrednio i pośrednio przyczyniają się do powstawania miejsc pracy [10, s. 489]. Inne charakterystyki tego instrumentu to niskie oprocentowanie, możliwość pozyskania stosunkowo dużych środków finansowych oraz, przy większości emisji, zwolnienie obligatariuszy z podatków od dochodów uzyskiwanych z obligacji. Czynnikiem, który wpływa na poszerzenie potencjalnego grona nabywców obligacji przychodowych, jest uzyskanie oceny wiarygodności kredytowej emitenta na poziomie inwestycyjnym. Ocena ta jest dokonywana przez niezależną agencję ratingową i stanowi niezbędny elementem procesu emisji.

3. Rodzaje obligacji przychodowych na rynku amerykańskim

Amerykański rynek obligacji przychodowych z ponad 100-letnią tradycją jest najlepiej rozwiniętym rynkiem tych instrumentów na świecie. Ich emitentami są m.in. stany, miasta, okręgi, uczelnie, porty lotnicze. Nabywcami natomiast są głównie osoby fizyczne. Dochody od obligacji przychodowych są zazwyczaj zwolnione z podatku.

Podział obligacji przychodowych zostanie przeprowadzony na podstawie kryterium rodzaju projektów finansowanych w wyniku ich emisji. Możemy zgodnie z nim wyróżnić następujące główne rodzaje obligacji przychodowych [4, s. 240]:

- użyteczności publicznej,
- transportowe,
- mieszkaniowe,
- edukacji wyższej,
- służby zdrowia,
- rozwoju przemysłu.

3.1. Obligacje przychodowe użyteczności publicznej

Do obligacji przychodowych użyteczności publicznej zaliczamy obligacje emitowane na finansowanie takich przedsięwzięć, jak np.: budowa wodociągów, kanalizacji, elektrowni, przedsiębiorstw przetwarzania odpadów. W przypadku obligacji wyemitowanych na budowę wodociągów, kanalizacji i elektrowni przychody obligatariuszy pochodzą z opłat wnoszonych przez użytkowników, natomiast w odnie-

¹ Zob. też: DzU 1995 nr 83, poz. 420, tekst jednolity: DzU 2001 nr 120, poz. 1300, art. 23 a,b,c.

sieniu do przedsiębiorstw przetwarzania odpadów przychody mogą być związane z opłatami tych, którzy dostarczają odpadów do przetworzenia, przychodami ze sprzedaży materiałów, które mogą być ponownie zużyte (np.: stal, aluminium), produkcją nowych wyrobów finalnych wytworzonych na bazie surowców wtórnych, dochodów ze sprzedaży odpadów przedsiębiorstwom, które zajmują się bezpośrednim odzyskiwaniem energii z odpadów.

3.2. Transportowe obligacje przychodowe

Do tej kategorii obligacji przychodowych zaliczymy trzy typy obligacji. Pierwszy rodzaj obligacji w ramach omawianej kategorii to emisje mające na celu finansowanie: budowy stanowisk do pobierania opłat za przejazdy przez płatne odcinki dróg, budowy mostów i tuneli. Obligacje te są zabezpieczone przychodami w postaci opłat pobieranych za korzystanie z wymienionych elementów infrastruktury drogowej. Drugi typ transportowych obligacji przychodowych to obligacje finansujące rozbudowę dróg. Dochody dla obligatariuszy pochodzą z podatków drogowych, opłat rejestracyjnych, opłat za uzyskanie prawa jazdy. Ostatnią grupą transportowych obligacji przychodowych są instrumenty będące źródłem finansowania infrastruktury portów lotniczych. Zabezpieczeniem przychodów obligatariuszy są opłaty lotniskowe, opłaty za koncesje, paliwo [4, s. 241].

3.3. Mieszkaniowe obligacje przychodowe

Obligacje te są emitowane przez regionalne agencje mieszkaniowe (HFA). Wy różniamy dwa typy mieszkaniowych obligacji przychodowych: hipoteczne obligacje przychodowe oraz obligacje na finansowanie mieszkalnictwa wielorodzinnego. Fundusze pozyskane w wyniku emisji pierwszego rodzaju obligacji są następnie odpożyczane w postaci kredytów hipotecznych. Pożyczkobiorca jest odpowiedzialny za wybór nieruchomości i złożenie wniosku kredytowego w instytucji kredytowej. Następnie instytucja ta pośredniczy w uzyskaniu preferencyjnego kredytu finansowanego ze środków pochodzących z emisji obligacji. Dzięki zwolnieniu obligatariuszy z podatku od dochodów z obligacji ich oprocentowanie jest niskie, co skutkuje niskim oprocentowaniem udzielanych kredytów hipotecznych (oprocentowanie kredytu wynosi ok. 1% poniżej oprocentowania rynkowego). Kredyty te są przeznaczone dla rodzin kupujących dom po raz pierwszy, jednocześnie o dochodach nieprzekraczających średnich dochodów ustalonych dla danego regionu. Przychody ze sprzedaży obligacji na finansowanie mieszkalnictwa wielorodzinnego służą finansowaniu budowy i remontów mieszkań przeznaczonych na wynajem oraz dofinansowaniu kosztów czynszu. Beneficjentami tej formy finansowania są starsi mieszkańcy oraz rodziny o niskich dochodach [12].

3.4. Obligacje przychodowe edukacji wyższej

Wśród obligacji przychodowych edukacji wyższej możemy wyróżnić dwa rodzaje: obligacje przychodowe szkół wyższych i obligacje przychodowe kredytów studenckich. Pierwszy z wymienionych typów obligacji służy finansowaniu rozbudowy i modernizacji infrastruktury danej uczelni, np.: nabywaniu, budowie, renowacji nieruchomości, zakupowi sprzętu. Przychody dla obligatariuszy pochodzą najczęściej z opłat czesnego, płatności za akademiki, dotacji ze środków publicznych, darowizn oraz innych dochodów uczelni. Obligacje przychodowe kredytów studenckich są emitowane przez stowarzyszenia finansowe zajmujące się udzielaniem kredytów studenckich. Dochody obligatariuszy pochodzą z płatności odsetkowych dokonywanych przez kredytobiorców [20].

3.5. Obligacje służby zdrowia

Obligacje te są emitowane przez prywatne, nienastawione na zys szpitale oraz innych dostawców usług medycznych. Ich emitentami mogą być także agencje finansowe świadczące usługi na rzecz służby zdrowia. Emisja obligacji służby zdrowia służy m.in. finansowaniu zakupu obiektów na potrzeby medyczne, ich budowę lub modernizację, udzielanie kredytów hipotecznych. Przychody obligatariuszy pochodzą z dotacji ze środków publicznych, z opłat za usługi medyczne ponoszonych przez pacjentów, ze spłat kredytów hipotecznych.

3.6. Obligacje przychodowe rozwoju przemysłu

Obligacje przychodowe rozwoju przemysłu są emitowane przez stany lub lokalne władze, natomiast wpływy z nich są przeznaczone na finansowanie działalności prywatnych przedsiębiorstw. Celem emisji tych obligacji jest wspieranie przez władze lokalne powstawania i rozwoju przemysłu w regionie. Rozwój ten przyczyni się bowiem do wzrostu zatrudnienia w regionie, co w konsekwencji spowoduje wzrost wpływów podatkowych. Fundusze uzyskane w wyniku emisji mogą być wykorzystane przez przedsiębiorstwa do modernizacji i rozbudowy obiektów przemysłowych, zakupu nieruchomości, nabycia maszyn, urządzeń. W okresie, na jaki zostały wyemitowane obligacje, tytuł prawny do inwestycji finansowanej z obligacji zachowują jednostki samorządu terytorialnego. Przedsiębiorstwo jest natomiast leasingobiorcą. W momencie wykupu obligacji przedsiębiorstwo przejmuje prawa do przedmiotu leasingu. Przedsiębiorstwo, na którego działalność będą przeznaczone środki uzyskane ze sprzedaży obligacji, jest odpowiedzialne za znalezienie subskrybentów obligacji oraz zazwyczaj spoczywa na nim obowiązek wykupu obligacji. Zabezpieczeniem dla obligatariuszy, poza przychodami generowanymi przez przedsięwzięcie, może być akredytywa bankowa, poręczenie innej spółki lub polisa ubezpieczeniowa [2; 13].

Tabela 1. Wybrane rodzaje obligacji przychodowych na rynku amerykańskim

Rodzaj obligacji	Emitent	Cel emisji	Data emisji	Rating	Wartość emisji (w mln dolarów)
Użyteczności publicznej – energia	California Consumer Power and Conservation Financing Authority	budowa urządzeń pozwalających na oszczędne gospodarowanie energią	2003	Seria 2003A Moody's Aa3	30
Użyteczności publicznej – wodociągi	Dallas City	wykup obligacji wcześniejszych emisji, przebudowa systemu obsługi klientów, budowa systemu automatycznego odczytu poboru wody	2006	S&P AA+ Moody's Aa2	265
Transportowe	State of Kansas Department of Transportation	budowa, poprawa stanu nawierzchni i utrzymanie dróg szybkiego ruchu	2004	Seria A Fitch AA	250
Kredytów hipotecznych	Florida Housing Finance Corporation's	wykup wcześniejszych emitowanych przychodowych obligacji hipotecznych	2004	Seria 3,4 Fitch AA	47
Szkół wyższych	Pennsylvania Economic Development Financing Authority	Inwestycje na rzecz Lincoln University: prace remontowo-budowlane, zakup nowych nieruchomości	2005	Moody's Aaa S&P AAA	40.1
Kredytów studenckich	Kentucky Higher Education Student Loan Corporation	kredyty studenckie	2005	Seria 2005A-1 Fitch AAA	80
Służby zdrowia	The New York State Medical Care Facilities Finance Agency	prace remontowo-budowlane w Buffalo Hospital	1988	S&P AA	170

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [3; 5; 6; 11; 16; 17; 19].

4. Emisja obligacji przychodowych – doświadczenia polskie

4.1. Regulacje prawne

Podstawę prawną do emisji obligacji przychodowych w Polsce stanowi ustawa o obligacjach². Określa ona szczegółowo podmioty uprawnione do emisji obligacji przychodowych (art. 23a, ust. 2). W ustawie zapisano obowiązki informacyjne emitenta, które dotyczą, obok standardowych informacji wymaganych przy emisji każdego rodzaju obligacji, także ujawniania danych związanych z: przychodami z przedsięwzięcia finansowanego z emisji obligacji, wartościami wypłat dla obligatariuszy i emitenta, kosztami ponoszonymi przez emitenta w celu utrzymania przedsięwzięcia, zadłużeniem z tytułu emisji obligacji przychodowych (art. 23a, ust. 3, 4, 5, 6). Zadłużenie z tytułu obligacji przychodowych nie jest brane pod

² DzU 1995 nr 83, poz. 420, tekst jednolity: DzU 2001 nr 120, poz. 1300.

uwagę przy wyliczaniu wskaźników zadłużenia zgodnie z ustawą o finansach publicznych³. Ustawa o obligacjach określa ograniczenia emitenta dotyczące dysponowania majątkiem przedsięwzięcia oraz gromadzonymi na wyodrębnionym koncie, przychodami z niego (art. 23a, ust. 7, 8; art. 23b, ust. 1, 2, 3). Ochronie inwestorów służy również zapis, iż przychody z przedsięwzięcia oraz składniki majątku przedsięwzięcia nie podlegają egzekucji do wysokości kwoty niezbędnej do zaspokojenia roszczeń obligatariuszy (art. 23b, ust. 4, 5). Ponadto przychody z przedsięwzięcia są wyłączone z masy upadłościowej emitenta (art. 23c, ust. 1, 2).

4.2. Emisje obligacji przychodowych na rynku polskim

Obligacje przychodowe nie są powszechnie wykorzystywane na rynku polskim jako dłużny instrument finansowania inwestycji. Do tej pory umowę programu emisji tych obligacji podpisały zaledwie dwa podmioty: Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji sp. z o.o. w Bydgoszczy oraz Miejskie Przedsiębiorstwo Komunikacyjne (MPK) w Łodzi.

MPWiK w Bydgoszczy było pierwszą firmą w Europie Środkowej, która sfinalizowała prace nad programem emisji obligacji przychodowych. Emisja została przygotowana i przeprowadzona przez konsorcjum Banku Pekao SA oraz Citibanku Handlowego. Środki pozyskane z emisji pozwolą spółce na sfinansowanie części zadań w obrębie czterech podstawowych obszarów: zabezpieczenia ujęć wody oraz zasobów wód podziemnych i powierzchniowych, ochrony wody pitnej przed wtórnym zanieczyszczeniem, sprawnej i efektywnej gospodarki ściekowej oraz renowacji i budowy nowej infrastruktury wodociągowej. Zadania te realizowane są w ramach Bydgoskiego programu renowacji i rekultywacji istniejącego systemu wodociągowego i kanalizacyjnego. Obligacje są emitowane w trybie niepublicznym, w transzach, w latach 2005-2007, wartość programu to 600 mln zł, z czego wartość pierwszej serii to 400 mln zł. Oprocentowanie naliczane jest w okresach półrocznych, według stopy WIBOR6M powiększonej o marżę. Planowany termin spłaty długu przypada na rok 2024 [1]. Wśród nabywców pierwszej transzy znalazły się fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe, a także banki, pełniące w tej transakcji funkcję inwestorów stabilizacyjnych.

W grudniu 2006 r. MPK w Łodzi podpisało umowę programu emisji obligacji przychodowych. Emisja ma zostać dokonana w pierwszym kwartale 2007 r. Środki finansowe uzyskane z emisji obligacji przeznaczone zostaną na realizację projektu „Łódzki tramwaj regionalny”. Umowa podpisana przez MPK Łódź była pierwszą w Europie Środkowej i drugą w tej części świata umową, którą zawarło przedsiębiorstwo komunikacji publicznej. Organizatorem i agentem emisji jest Bank BPH. Łączna wartość programu to 166 mln zł. Obligacje będą emitowane w transzach o wartości nie mniejszej niż 20 mln zł. Termin wykupu wynosi 25 lat. Emisja w pierwszej kolejności będzie kierowana do instytucjonalnych nabywców, m.in. międzynarodowych instytucji finansowych, np. Europejskiego Banku Inwestycyjnego [14].

³ DzU 2005 nr 249, poz. 2104, art. 169.

4.3. Przyczyny niskiego udziału obligacji przychodowych w finansowaniu przedsięwzięć na rynku polskim

Przyczyny niewielkiego upowszechnienia się obligacji przychodowych na rynku polskim możemy podzielić na dwie grupy. Pierwsza z tych grup odnosi się do niewielkiego udziału obligacji komunalnych w dźwignym podmiotów je emitujących, druga natomiast dotyczy samych obligacji przychodowych. Według W. Goneta [7, s. 152] do pierwszej grupy przyczyn możemy zaliczyć m.in.:

- brak wiedzy na temat obligacji,
- brak opracowanej i przyjętej przez organ stanowiący jst strategii rozwoju,
- brak tradycji na kontynencie europejskim w zdobywaniu kapitału poprzez emisję obligacji, koszty emisji, brak doświadczeń i umiejętności w długofalowym planowaniu budżetów, wielkości dźwigni i środków na jego spłatę,
- obawę radnych i członków zarządu jst przed utratą poparcia w kolejnych wyborach na skutek rozpowszechnienia informacji o zadłużeniu.

Natomiast bariery dotyczące emisji samych obligacji przychodowych to m.in. [10, s. 490; 18, s. 103]:

- konieczność płacenia przez jst odsetek od obligacji co najmniej raz w roku, co może być istotnym ograniczeniem, jeżeli przedsięwzięcie przynosi przychody dopiero po kilku latach,
- niejasność pojęć dotyczących obligacji przychodowych, np. brak jednoznacznego rozumienia terminu przedsięwzięcie, majątek przedsięwzięcia,
- liczne formalności prawne i techniczne związane z poszczególnymi etapami emisji, np. wydzieleniem majątku przedsięwzięcia, otwarciem odrębnego rachunku i dysponowaniem gromadzonymi środkami z przedsięwzięcia, obsługą zobowiązań,
- dodatkowe, w stosunku do tradycyjnych obligacji, wymogi dotyczące sprawozdawczości i monitorowania wiarygodności kredytowej emitenta,
- brak pozytywnych doświadczeń wśród emitentów obligacji przychodowych i organizatorów emisji.

Literatura

- [1] Bożym B., *Prezentacja pierwszego programu emisji obligacji przychodowych w Polsce zorganizowanego dla Miejskich Wodociągów i Kanalizacji w Bydgoszczy Sp z o.o. przy wsparciu Miasta Bydgoszcz*, Konferencja prasowa, 21.11.2005.
- [2] Baran T., Smardzewski K., Zawila-Niedźwiecki J., *Obligacje komunalne w USA i krajach europejskich*, „Samorząd Terytorialny” 1998 nr 7/8.
- [3] Dallas City, *Dallas Water Utilities Revenue Bond Sale and Underwriter Syndicates, Finance, Audit & Accountability*, February 2007.
- [4] Fabozzi F.J., *Municipal Securities*, [w:] *The Handbook of Financial Instruments*, red. F.J. Fabozzi, J. Wiley&Sons, New Jersey 2002.

- [5] Fitch, *Fitch Rates Florida HFC's \$47MM Mortgage Revenue Bonds 'AA'*, Business Wire, August 2004.
- [6] Fitch, *Fitch Rates Kentucky Higher Education Student Loan Corp. Revenue Bonds*, Business Wire, September 2005.
- [7] Gonet W., *Kredyty, pożyczki, obligacje w gospodarce finansowej samorządu terytorialnego*, Monografie i Opracowania nr 543, Wydawnictwo SGH w Warszawie, Warszawa 2006.
- [8] Jankowski W., *Skok na głęboką wodę*, „Wspólnota” 2005 nr 24.
- [9] Kozuń-Cieślak G., *Spiętrzenie barier*, „Wspólnota” 2005 nr 24.
- [10] Kozuń-Cieślak G., *Obligacje przychodowe – niewykorzystany instrument dłużny*, [w:] *Gospodarka lokalna i regionalna w teorii i praktyce*, red. D. Strahl, Prace Naukowe AE we Wrocławiu nr 1124, AE, Wrocław 2006.
- [11] Lincoln University, *Lincoln Completes Sale of \$40.1 Million in Revenue Bonds to Finance Construction of 400-Bed Residence Hall and Refinance Graduate Center*, July 2004.
- [12] National Council of State Housing Agencies, www.ncha.org.
- [13] North Carolina Commerce Finance Center, www.nccommerce.com.
- [14] Polska Agencja Prasowa, *Łódź: obligacje MPK na modernizację linii tramwajowych*, portal internetowy: Wirtualny Nowy Przemysł, www.wnp.pl, 18.12.2006.
- [15] Reilly F.K., *Investments*, The Dryden Press, 1992.
- [16] State of California, California Consumer Power and Conservation Financing Authority, Energy Resources Conservation and Development Commission, *High Rating Bodes Well for First Issue of Power Authority Revenue Bonds for Energy Commission Loan Program*, March 2003.
- [17] State of Kansas, Department of Transportation, *Official Statement*, November 2004.
- [18] Śliwiński P., Ostrowski J., Stępniewski M., *Obligacje komunalne i ich rola w finansowaniu inwestycji*, TWIGGER, Warszawa 2005.
- [19] The New York Times, *Buffalo Hospital Revenue Bonds*, October 1988.
- [20] Washington Student Loan Finance Association, *Official Statement*, March 2004.

REVENUE BONDS ISSUANCE AS A METHOD OF INVESTMENT FINANCING – AMERICAN EXPERIENCES AND POLISH MARKET

Summary

Revenue bonds are issued for enterprise financing that are secured by the revenues generated by the completed projects themselves. The paper presents revenue bonds classification according the type of financing. These include utility revenue bonds, transportation revenue bonds, housing revenue bonds, higher education revenue bonds, health care revenue bonds, industrial development revenue bonds. As a model American bonds market is used. Attention is paid as well on the Polish revenue bonds market, which is in the early stage of development.