

Jolanta Szołno-Koguc

Instrumenty zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego na rynku finansowym

Ekonomiczne Problemy Usług nr 61, 489-502

2010

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

JOLANTA SZOŁNO-KOGUC

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

INSTRUMENTY ZADŁUŻANIA SIĘ JEDNOSTEK SAMORZĄDU TERYTORIALNEGO NA RYNKU FINANSOWYM

Wprowadzenie

Jedną z przyczyn sięgania przez jednostki samorządu terytorialnego (jst) po środki zwrotne jest niewystarczalność dochodów samorządu terytorialnego pozyskiwanych zarówno ze źródeł własnych, jak w postaci transferów z budżetu państwa, w stosunku do skali realizowanych zadań. Postępujący proces decentralizacji zadań publicznych, coraz większy ich zakres przejmowany przez gminy, powiaty czy województwa bez adekwatnego zapewnienia dodatkowych, wystarczająco wydajnych dochodów, nieuchronnie prowadzi do ustawicznych trudności w równoważeniu budżetów jst. Szczególnie podczas realizacji wieloletnich programów o strategicznym znaczeniu dla rozwoju lokalnego i regionalnego jst zmuszane są sięgać po źródła zwrotnego finansowania.

1. Istota i rodzaje instrumentów dłużnych jst

Inwestycje samorządowe w większości przypadków są inwestycjami infrastrukturalnymi, charakteryzującymi się zazwyczaj znaczną kapitałochłonnością, długim okresem realizacji oraz wysokimi kosztami przekraczającymi

możliwości finansowe rocznego budżetu. Wykorzystywane źródła finansowania inwestycji są przy tym zróżnicowane, zależą od uwarunkowań społeczno-gospodarczych danej jednostki samorządu, a także realizowanej polityki finansowej oraz bieżącej gospodarki budżetowej. Dobór odpowiednich źródeł finansowania projektów jest jednym z najważniejszych czynników decydujących o podjęciu i realizacji inwestycji¹. Wielu praktyków samorządowych podziela zdanie, że środki własne samorządów lokalnych stanowią najłatwiejszy, bo najprostszy i najbezpieczniejszy sposób finansowania inwestycji. Doświadczenie jednak pokazuje, że z trudem wystarczają one na pokrycie wydatków działalności bieżącej². W tej sytuacji realizacja wieloletnich projektów inwestycyjnych jest możliwa pod warunkiem pozyskania odpowiednich zewnętrznych źródeł finansowania.

Źródła zwrotnego finansowania, spośród których mogą wybierać władze lokalne, obejmują przede wszystkim kredyty bankowe, pożyczki oraz środki z emisji papierów wartościowych, w tym głównie obligacji. Środki te otrzymywane są na określony czas i na określonych warunkach. Przy ich wykorzystaniu jst muszą uwzględniać regulacje prawne precyzujące zasady konstruowania i wykorzystania instrumentów dłużnych³. Najważniejszymi aktami prawnymi w tym zakresie są: kodeks cywilny⁴, ustawa o finansach publicznych⁵, ustawa o obrocie papierami wartościowymi⁶, prawo bankowe⁷ oraz ustawa o obligacjach⁸.

¹ Cz. Rudzka-Lorentz, J. Sierak, *Zarządzanie finansami jednostek samorządu terytorialnego*, w: A. Zalewski (red.), *Nowe zarządzanie publiczne w polskim samorządzie terytorialnym*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2007, s. 164–165.

² Problem staje się szczególnie istotny wobec przepisów, jakie wprowadziła nowa ustawa o finansach publicznych, mianowicie obliguje jst do bezwzględnego przestrzegania równowagi w tzw. części bieżącej budżetu, zarówno na etapie jego uchwalania, jak i realizacji (art. 242 Ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r., DzU 2009, nr 157, poz. 1240). Przepis będzie miał po raz pierwszy zastosowanie do uchwał budżetowych przyjmowanych na 2011 r.

³ M. Dylewski, B. Filipiak, M. Gorzałczyńska-Koczkodaj, *Finanse samorządowe. Narzędzia, decyzje, procesy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 89.

⁴ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny, DzU 1964, nr 16, poz. 93, z późn. zm.

⁵ Aktualnie: Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, DzU 2009, nr 157, poz. 1240.

⁶ Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, DzU 1997, nr 118, poz. 754.

⁷ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, DzU 1997, nr 140, poz. 939, z późn. zm.

⁸ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, DzU 1995, nr 83, poz. 420, z późn. zm.

Samorząd terytorialny zaciąga kredyty, pożyczki i emituje obligacje na nieco innych warunkach niż pozostali uczestnicy rynku kapitałowego. Wynika to nie tylko z konieczności przeprowadzania postępowania przetargowego, lecz także z daleko posuniętej regulacji prawnej odnoszącej się do rodzaju wykorzystywanego instrumentu finansowego, jak i rozmiarów łącznego zadłużenia⁹. Jst znacznie różnią się od innych podmiotów występujących na rynku kapitałowym, których celem jest pozyskanie środków zwrotnych. Do najważniejszych różnic można zaliczyć: stałe dochody, których otrzymywanie zapewnione jest zapisami w odpowiednich ustawach, pewność istnienia, wynikająca z niemożności upadłości samorządu terytorialnego, znaczny majątek własny, prowadzenie działalności finansowej w oparciu o budżet, jawność finansów. Wszystkie te czynniki przyczyniają się do tego, że jst są traktowane jako solidni, pewni partnerzy w obrocie gospodarczym. Dotyczy to również sytuacji, gdy jst zaciągają dług¹⁰.

2. Kredyty i pożyczki

Podstawowymi przychodami zwrotnymi wykorzystywanymi przez jst są kredyty i pożyczki. Wymienione źródła zewnętrznego zasilania finansowego, obok wielu cech wspólnych, mają też cechy odrębne. I tak, umowa pożyczki uregulowana jest przepisami kodeksu cywilnego, który stanowi, że „przez umowę pożyczki dający pożyczkę zobowiązuje się przenieść na własność biorącego określoną ilość pieniędzy albo rzeczy oznaczonych tylko co do gatunku, a biorący zobowiązuje się zwrócić tę samą ilość pieniędzy albo tę samą ilość rzeczy tego samego gatunku i tej samej jakości”¹¹. Z kolei warunki zaciągania kredytów określone są w prawie bankowym, zgodnie z którym „przez umowę kredytu bank zobowiązuje się oddać do dyspozycji kredytobiorcy na czas oznaczony w umowie kwotę środków pieniężnych z przeznaczeniem na ustalony cel, a kredytobiorca zobowiązuje się do korzystania z niej na warunkach określonych w umowie, zwrotu kwoty wykorzystanego kredytu wraz z odsetkami w oznaczonych terminach spłaty oraz zapłaty

⁹ W. Gonet, *Kredyty, pożyczki, obligacje w gospodarce finansowej samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2007, s. 82.

¹⁰ Ibidem, s. 41.

¹¹ Art. 720 § 1 Ustawy – Kodeks cywilny.

pro wizji od udzielonego kredytu”¹². Kredytodawcą może być jedynie bank, a umowa powinna mieć formę pisemną.

Do głównych różnic między kredytem a pożyczką zaliczyć można następujące:

- pożyczki może udzielić każdy podmiot prawa cywilnego, kredytu zaś udzielają wyłącznie banki;
- kredyt jest przeznaczony na cele określone w umowie, a bank ma możliwość kontrolowania sposobu jego wykorzystania, przy pożyczce nie ma ograniczeń tego rodzaju;
- przyznanie kredytu wiąże się z naliczaniem odsetek i pobieraniem prowizji, elementy te nie muszą występować w umowie pożyczki;
- umowa kredytowa musi być zawarta na piśmie, a umowa pożyczki tylko wtedy, gdy kwota pożyczki przekracza 500 zł;
- umowa pożyczki przenosi na własność pożyczkobiorcy określone środki pieniężne, umowa kredytu zaś nie przenosi przedmiotu kredytu na kredytobiorcę, ale zostawia do dyspozycji kredytobiorcy, na czas określony w umowie, oznaczoną kwotę środków finansowych.

Pomimo tych różnic, cele zaciągania kredytów i pożyczek przez jst są zbliżone. Najważniejszym celem zaciągania krótkoterminowych kredytów i pożyczek jest pokrycie przejściowego deficytu budżetu danej jst, występującego w trakcie roku budżetowego. Z kolei kredyty i pożyczki długoterminowe przeznaczane są zazwyczaj na finansowanie planowanego w uchwale budżetowej deficytu gminy, powiatu i województwa¹³, w szczególności na spłatę wcześniejszych zobowiązań, a także na finansowanie inwestycji¹⁴.

Przed podjęciem decyzji o zaciągnięciu kredytu (pożyczki) organy jst powinny przeprowadzić wnikliwą analizę wpływu tych przychodów na przyszły poziom wydatków danej jst. Taką analizę bez wątplenia ułatwiać ma wprowadzona przepisami nowej ustawy o finansach publicznych instytucja wieloletniej prognozy finansowej jst¹⁵.

¹² Art. 69 ust. 1 Ustawy – Prawo bankowe.

¹³ Art. 217 ust. 2 dotyczący źródeł finansowania deficytu budżetu jst.

¹⁴ L. Patrzalek, *Finanse samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 2004, s. 140.

¹⁵ Art. 226–231 Ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r.

Inwestycje realizowane przez gminy mogą być także sfinansowane z preferencyjnych kredytów oferowanych przez unijne instytucje finansowe, w szczególności Europejski Bank Inwestycyjny (EBI) oraz Bank Rozwoju Rady Europy (CEB). Kredyty te są obecnie dostępne w czterech polskich bankach: Banku Gospodarstwa Krajowego, Banku Ochrony Środowiska, Banku Inicjatyw Społeczno-Ekonomicznych i Banku BPH. Ich preferencyjność polega głównie na długim okresie finansowania – do 15 lat, a w niektórych bankach nawet do 20 lat. Korzystne jest również oprocentowanie. Może ono kształtować się w granicach 5% w skali roku. W przypadku linii kredytowej Europejskiego Banku Inwestycyjnego minimalna wartość projektu wynosi 40 tys. euro, natomiast maksymalna 25 mln euro. Dla projektów inwestycyjnych finansowanych z linii kredytowej Banku Rozwoju Rady Europy odpowiednie wartości wynoszą 5 i 20 mln euro. Wysokość dofinansowania z każdego z tych banków nie może przekroczyć 50% kosztów projektu inwestycyjnego¹⁶.

3. Emisja obligacji

Kolejnym źródłem przychodów zwrotnych jest emisja dłużnych papierów wartościowych. Zalicza się do nich: obligacje, czek, weksle, bony komunalne. Największe znaczenie mają obligacje. Nie są one zbyt popularną formą finansowania zwrotnego wśród jst w Europie, natomiast od ponad 100 lat są powszechnie wykorzystywane w Stanach Zjednoczonych¹⁷.

Obligacja to instrument dłużny, którego emitent zobowiązuje się wobec wierzyciela do zwrócenia pożyczonej kwoty razem z odsetkami w wyznaczonym terminie¹⁸. Można powiedzieć, że nabywca obligacji udziela w ten sposób kredytu jej emitentowi.

Obligacje komunalne emitowane są w różnych celach. Dzięki środkom ze sprzedaży papierów krótkoterminowych władze lokalne mogą pokryć przejściowe różnice między wydatkami bieżącymi a wpływami z podatków. Naj-

¹⁶ P. Jakubowski, *Kredyty dla gmin*, „Skarbnik i Finanse Publiczne” styczeń/luty 2010, nr 1, s. 25.

¹⁷ Na temat doświadczeń amerykańskich pisze m.in. G. Kozuń-Cieślak, *Obligacje komunalne – instrument dłużny dla jednostek samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, rozdz. 7.

¹⁸ F.J. Fabozzi, *Rynki obligacji. Analiza i strategia*, WIG-PRESS, Warszawa 2000, s. 1.

częściej jednak obligacje długoterminowe emitowane są w celu sfinansowania wieloletnich projektów wymagających znacznych nakładów, związanych zazwyczaj z budową dróg, remontami i rozbudową placówek oświatowych oraz budową oczyszczalni ścieków i kanalizacji itp.

Do najważniejszych funkcji pełnionych przez obligacje komunalne należą¹⁹:

- 1) funkcja kredytowa (emisja obligacji jest sposobem na względnie mniej kosztowne pozyskanie kapitału),
- 2) funkcja lokacyjna (dla ich nabywców stanowią jedną z form lokowania wolnych środków finansowych),
- 3) funkcja obiegowa (związana z możliwością dokonywania obrotu wtórnego papierami wartościowymi),
- 4) funkcja gwarancyjna (posiadacz obligacji ma możliwość wyegzekwowania przysługujących mu świadczeń należnych od emitenta),
- 5) funkcja rozwojowa (środki pozyskane poprzez emisję obligacji są najczęściej przeznaczane na inwestycje, a zatem rozwój jst),
- 6) funkcja promocyjna (informacje o emisji obligacji są publikowane, w rezultacie oznacza to promocję gminy czy powiatu),
- 7) funkcja skarbowa (emisja obligacji nie tylko pozwala na sfinansowanie deficytu budżetowego, lecz także stanowi źródło zasilenia skarbu).

Zgodnie z ustawą o obligacjach, gmina emitująca obligacje komunalne ma obowiązek oznaczyć cel ich emisji i nie może przeznaczyć środków finansowych uzyskanych z emisji obligacji na inne cele²⁰. Ustawodawca określił także szczegółowo zasady emisji, zbywania, nabywania i wykupu obligacji.

W perspektywie atrakcyjną formą pozyskiwania środków finansowych z pewnością mogą stać się obligacje przychodowe. Ich specyficzną cechą jest ograniczenie odpowiedzialności emitenta do wysokości przychodów uzyskiwanych z przedsięwzięcia finansowanego z emisji. Spłata zadłużenia następuje z przychodów generowanych przez powstałą inwestycję²¹. Obligacje przychodowe są szeroko rozpowszechnione w Stanach Zjednoczonych, gdzie stanowią

¹⁹ B. Guziejewska, *Zewnętrzne źródła finansowania samorządu terytorialnego. Teoria a praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 142 i n.

²⁰ P. Wajda, *Prawne i ekonomiczne aspekty obligacji komunalnych emitowanych przez gminy w drodze oferty publicznej na rynek regulowany*, „Finanse Komunalne” 2009, nr 5, s. 16.

²¹ Cz. Rudzka-Lorentz, J. Sierak, op.cit., s. 172.

ponad 60% rynku obligacji²². Mogą one być korzystnym instrumentem finansowania przez jst usług z zakresu użyteczności publicznej, które charakteryzują się przewidywalnością strumienia przychodów oraz niskim ryzykiem biznesowym (np. transport publiczny, odprowadzanie ścieków)²³. Obligacje przychodowe nie są jednak rozpowszechnione w Polsce, choć można zauważyć, że od kilku lat następuje wyraźny rozwój rynku obligacji komunalnych. Coraz więcej jst dostrzega korzyści płynące z tego sposobu pozyskiwania funduszy. Pomimo powiększającej się liczby emitentów, środki z emisji obligacji komunalnych stanowią ciągle znikomą część przychodów zwrotnych gmin²⁴.

Analizując polski rynek obligacji komunalnych, można zauważyć, że rynek ten znajduje się nadal w początkowej fazie rozwoju, choć wykazuje dość duży potencjał wzrostowy. W ostatnich latach emisje obligacji są coraz częściej wykorzystywanym źródłem finansowania podmiotów z sektora samorządowego. Należy jednak zauważyć relatywnie niskie wielkości nominalne poszczególnych emisji, a także dość krótki okres zapadalności emitowanych papierów wartościowych. Nie wszystkie samorządy wykorzystują ten instrument w zarządzaniu finansami jednostki. Dla niektórych podmiotów z sektora samorządowego barierą stanowi skala emisji czy też brak odpowiedniej wiedzy fachowej z zakresu emisji papierów wartościowych i funkcjonowania rynków finansowych²⁵.

Jedną z przyczyn niewielkiego zaangażowania się jst w emisję obligacji komunalnych jest też fakt, że czteroletnia kadencja jest zbyt krótka, by uzyskać wiedzę dotyczącą emisji obligacji i funkcjonowania rynków kapitałowych. Z kadencyjnością władzy lokalnej związany jest też wzrost zadłużenia przed końcem kadencji, wynikający z sięgania po środki na realizację inwestycji i zdobycia tym poparcia w następnych wyborach. Jeżeli zaś wynik wybo-

²² L. Jędrzejowski, *Gospodarka finansowa samorządu terytorialnego w Polsce – wybrane zagadnienia*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz–Gdańsk 2007, s. 189.

²³ D.A. Hałaburda, *Obligacje komunalne jako źródło finansowania jednostek samorządu terytorialnego*, w: B. Filipiak, A. Szewczuk (red.), *Samorząd terytorialny w zintegrowanej Europie: V Forum Samorządowe*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2009, s. 180.

²⁴ M. Al-Kaber, *Obligacje komunalne jako forma zasilania budżetu gminy*, „Samorząd Terytorialny” 2000, nr 12, s. 31.

²⁵ J. Czarzasty, *Publiczna emisja obligacji instrumentem finansowania potrzeb samorządów*, w: B. Filipiak, A. Szewczuk (red.), op.cit., s. 91.

rów nie będzie zgodny z oczekiwaniami dotychczasowej władzy, to spłata długów przechodzi na ich następców²⁶. Z drugiej jednak strony radni mogą się obawiać utraty poparcia w kolejnych wyborach w wyniku rozpowszechnienia informacji o zadłużeniu, co niekiedy jest przez wyborców negatywnie postrzegane. Przyczynia się to do niechęci w stosunku do obligacji. Dbając o swój dobry wizerunek przed nowymi wyborami, władze lokalne realizują inwestycje za środki pochodzące z kredytu czy też pożyczki, które są dyskretniejszą formą zaciągania długu niż obligacje. O kredycie wie bowiem bank lub konsorcjum banków, zobligowane jednakże prawem bankowym do zachowania tajemnicy.

Kolejną przyczyną małej popularności obligacji komunalnych jest niestabilność stóp procentowych. Ze względu na to, że obligacje te mają zmienne oprocentowanie, trudno jest przewidzieć, w jakich warunkach trzeba będzie spłacać zobowiązania wynikające z obsługi długu.

Następnym problemem utrudniającym publiczną emisję obligacji są wysokie koszty i długi okres przygotowania emisji obligacji. Upublicznienie obligacji opłaca się jedynie przy dużych emisjach.

Mimo przedstawionych barier, obligacje komunalne są coraz ważniejszym źródłem finansowania gmin. Wydaje się, że jst będą zmuszone do szerszego wykorzystania tej formy finansowania, ze względu na coraz trudniejszą sytuację finansową i permanentne zwiększanie zadań, za którymi nie idzie zwiększenie w zakresie nowych, własnych źródeł finansowania.

4. Przesłanki wyboru źródeł finansowania zwrotnego

Podjmując decyzję o zaciągnięciu kredytu, pożyczki czy emisji obligacji, organy samorządu terytorialnego powinni wziąć pod uwagę różne aspekty, nie tylko finansowe, lecz także prawne i organizacyjne. Wśród rozważanych przesłanek wyboru źródeł zwrotnego finansowania najczęściej pojawia się cena. Uwzględniając nominalną cenę pieniądza na rynku, premię za ryzyko oraz koszty banku, za najdroższe źródło uznawany jest kredyt bankowy. W tym ujęciu obligacje uważa się za tańsze, ponieważ są obciążone jedynie kosztem pozyskania kapitału z rynku i przygotowania emisji.

²⁶ W. Gonet, op.cit., s. 151.

Zdecydowanie najkorzystniejsze pod względem ceny są natomiast pożyczki z funduszy celowych (np. funduszy ochrony środowiska i gospodarki wodnej) oraz kredyty preferencyjne, o oprocentowaniu niższym od stopy rynkowej, dopłaca do nich bowiem państwo (poprzez budżet lub agendy rządowe), możliwe jest też umorzenie zobowiązania. Natomiast relatywnie niższy koszt obligacji w stosunku do kredytu wynika z dwóch podstawowych przyczyn: niższego oprocentowania oraz częstotliwości spłaty odsetek. Za podstawę oprocentowania obligacji przyjmuje się zwykle rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych, powiększoną o marżę. W przypadku kredytu liczy się najczęściej stawkę WIBOR i dodaje do niej marżę. Wiadomo, że koszt pozyskania pieniądza na rynku międzybankowym jest przeważnie wyższy od oprocentowania 52-tygodniowych bonów skarbowych. Drugim z czynników przemawiających za niższym kosztem obsługi obligacji samorządowych jest to, że odsetki płaci się tu najczęściej raz do roku, podczas gdy w przypadku kredytu, co miesiąc albo co kwartał. Im częściej płacone odsetki, tym wyższe koszty. Należy jednakże zauważyć, że to, czy obligacja jest ostatecznie bardziej korzystna z punktu widzenia ceny niż kredyt, zależy od rozmiarów i warunków emisji obligacji. Przed decyzją o emisji jst powinna przeprowadzić analizę opłacalności, uwzględniając makroekonomiczne prognozy zmian rynkowych stóp procentowych, wysokość innych kosztów niż prowizja i odsetki itp.²⁷ Warto pamiętać, że pozyskiwanie środków finansowych poprzez emisję obligacji ma też swoje wady. Jedną z nich jest możliwość poniesienia kosztów przygotowania emisji, a nie dojścia jej do skutku ze względu na brak zainteresowania ofertą, lub tylko częściowy jej wykup. Kolejną jest to, że zwrot długu najczęściej występuje jednorazowo na koniec emisji, co zmusza jst do gromadzenia środków na spłatę. Nie ma możliwości wcześniejszego wykupu bez zgody wierzyciela²⁸. Kredyty i pożyczki można zaś wcześniej spłacić, nierzadko bez ponoszenia dodatkowych kosztów.

Drugim ważnym kryterium wyboru danego instrumentu jest procedura związana z jego pozyskaniem. Bez wątpienia najmniej problemów proceduralnych związanych jest zarówno z kredytami bankowymi, jak i pożyczkami

²⁷ M. Jastrzębska, *Polityka budżetowa jednostek samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2005, s. 122.

²⁸ W. Gonet, *Zaangażowanie jednostek samorządu terytorialnego w emisję papierów wartościowych*, „Finanse Komunalne” 2004, nr 11, s. 28.

z funduszu celowego. Sprowadza się ona praktycznie do sporządzenia wniosku kredytowego i biznesplanu inwestycji (ewentualnie wraz ze studium wykonalności). Wadą obu wymienionych form jest to, że podmioty oferujące środki, zwłaszcza w przypadku kredytu, często żądają ustanowienia zabezpieczenia spłaty. W przypadku obligacji takie zabezpieczenie nie jest wymagane, ale procedura pozyskiwania środków finansowych przez emisję papierów wartościowych jest o wiele bardziej skomplikowana, szczególnie jeżeli emisja ta ma być przeprowadzona przez rynek publiczny. Na początku, podobnie jak w przypadku kredytu, należy zanalizować potrzeby finansowe, zbadać sytuację finansową gminy i wybrać podmiot, który emisję zorganizuje. Dodatkowo gmina wraz z organizatorem emisji ma za zadanie opracować konstrukcję obligacji, zainteresować nimi rynek, znaleźć chętnych do nabycia i rozprowadzić je, nierzadko wymagana jest zgoda odpowiedniego organu (np. w przypadku emisji giełdowej). Wszystkie te procedury wymagają czasu, większego nakładu pracy i zdecydowanie podnoszą koszty pozyskania kapitału. Przebieg tych procedur wiąże się również z możliwością ich zmiany w trakcie trwania kontraktu. Im prostsza procedura, mniej podmiotów w niej uczestniczących, tym łatwiej dokonać zmian²⁹. W przypadku obligacji nie ma możliwości renegotjowania warunków emisji. Warunki spłaty kredytu i pożyczki można natomiast stosunkowo łatwo zmienić, dostosowując do nowych uwarunkowań rynkowych.

Kolejnym problemem do rozważenia przy wyborze sposobu finansowania jest jego dopasowanie, czy adekwatność do określonej inwestycji. Dla inwestycji budowlanych pożądanym źródłem są instrumenty elastyczne: krótkoterminowe i średnioterminowe kredyty i emisje papierów wartościowych. W trakcie prac budowlanych mogą wystąpić nieoczekiwane sytuacje, a w ich rezultacie przesunięcia czasowe. Wykorzystanie w finansowaniu inwestycji elastycznego instrumentu daje możliwość uniknięcia nieplanowanych, dodatkowych kosztów wynikających np. z bezzasadnego przetrzymywania środków na początku inwestycji. Z tej perspektywy zaciągnięcie kredytu w jednym banku powoduje, że łatwiej jest renegotjować z nim warunki. Kredyt jako instrument finansowy jest bardziej elastyczny w stosunku do potrzeb inwestycyjnych – pozwala na uruchomienie transz zgodnie z realnymi potrzebami w danym momencie. Instrumenty sztywne, takie jak np. obligacje, można

²⁹ B. Guziejewska, op.cit., s. 155.

zastosować w przypadku inwestycji z grupy dostaw lub usług, w zakresie dostarczania których nierzadko zawierane są wstępne umowy, wskazujące czas i warunki realizacji transakcji.

W ciągu ostatnich lat obserwujemy, że coraz więcej podejmowanych przez samorządy emisji obligacji komunalnych służy finansowaniu wkładu własnego do inwestycji współfinansowanych ze środków z Unii Europejskiej. Samorządy muszą zwykle wyłożyć 15–25% wartości inwestycji finansowanej z unijnych funduszy strukturalnych jako tzw. wkład własny. Nie są one w stanie zgromadzić takiej kwoty z bieżących dochodów, dlatego muszą szukać pieniędzy w bankach lub właśnie bezpośrednio na rynkach finansowych.

Kolejnym kryterium wyboru źródła finansowania jest wielkość środków i czas, na jaki możemy je pozyskać. Pod względem rozmiarów najbardziej wydajnym źródłem są dłużne papiery wartościowe, dzięki możliwości pozyskania znacznej liczby pożyczkodawców, związane z emisją ryzyko ulega rozłożeniu. Ponadto zaletą obligacji jest możliwość ustanowienia kilkuletniego okresu, w którym będą pozyskiwane fundusze. Dzięki temu samorząd ma gwarancję stabilnego źródła finansowania projektów inwestycyjnych zapisanych w wieloletnim planie inwestycyjnym³⁰. W przypadku kredytów i pożyczek jest jeden kredytodawca/pożyczkodawca, który ze względu na ryzyko kredytowe udziela zazwyczaj kredytu lub pożyczki do określonego limitu i na niezbyt długi okres.

W kontekście przedstawionego kryterium jawi się kolejny problem – dostępności danego źródła kapitału. Dla wszystkich jest dostęp do omawianych instrumentów finansowych jest w zasadzie równy. Indywidualna sytuacja podmiotu w niektórych przypadkach może jednak ograniczać osiągalność poszczególnych źródeł. Przykładem może być zła kondycja finansowa, a tym samym brak zdolności kredytowej. W takiej sytuacji jest nie mogą skorzystać z usług banków komercyjnych i muszą szukać alternatywnych rozwiązań. Także charakter inwestycji ma wpływ na wybór źródła. Najkorzystniejsze preferencyjne instrumenty dedykowane są wyłącznie dla projektów z wybranych i wspieranych przez państwo dziedzin, takich jak ochrona środowiska, budownictwo mieszkaniowe czy infrastruktura drogowa. Oznacza

³⁰ P. Jakubowski, *Obligacje komunalne i ich rola w finansowaniu inwestycji*, „Skarbnik i Finanse Publiczne” listopad/grudzień 2009, nr 6 (52), s. 26.

to, że chcąc realizować projekty w innym zakresie, trzeba skorzystać z instrumentów komercyjnych, czyli obligacji komunalnych lub kredytu bankowego³¹.

Wśród dodatkowych przesłanek wyboru sposobu zaciągania długu przez samorządy nierzadko wskazywana jest możliwość realizacji funkcji pozafinansowych. Zwłaszcza emisja papierów wartościowych stwarza szansę dla promocji, przyczynia się także do zwiększenia zainteresowania mieszkańców sprawami gminy, kształtuje wizerunek wspólnoty samorządowej jako podmiotu innowacyjnego i aktywnie zarządzanego. Im większe znaczenie mają te funkcje dodatkowe dla władzy samorządowej, tym z pewnością większe prawdopodobieństwo wyboru właśnie obligacji komunalnych³².

Konkluzja

Podsumowując, trudno jest jednoznacznie stwierdzić, który z instrumentów pozyskania zwrotnych środków jest najlepszy. Bezdyskusyjna, wobec mizernych własnych zasobów finansowych, zdaje się jedynie konieczność sięgania przez jst po dodatkowe źródła finansowania zadań, w tym wymagające zadłużenia. Każda inwestycja czy inne wieloletnie przedsięwzięcie muszą być rozpatrzone i przeanalizowane indywidualnie. Konsekwencje wyboru są poważne i długoterminowe, bo mają wpływ nie tylko na realizację danego projektu, lecz także na perspektywiczną sytuację finansową jednostki samorządu. To konkretna potrzeba, cel i możliwości spłaty zadłużenia, co jest dla danej jst wygodniejsze – spłata w ratach czy jednorazowo – decyduje o tym, w jakiej formie jst powinna zaciągnąć dług.

Literatura

- Dylewski M., Filipiak B., Gorzałczyńska-Koczkodaj M., *Finanse samorządowe. Narzędzia, decyzje, procesy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
Fabozzi F.J., *Rynki obligacji. Analiza i strategia*, WIG-PRESS, Warszawa 2000.

³¹ W. Misterek, *Zewnętrzne źródła finansowania działalności inwestycyjnej jednostek samorządu terytorialnego*, Difin, Warszawa 2008, s. 134.

³² Ibidem, s. 138.

- Filipiak B., Szewczuk A. (red.), *Samorząd terytorialny w zintegrowanej Europie: V Forum Samorządowe*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2009.
- Gonet W., *Kredyty, pożyczki, obligacje w gospodarce finansowej samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2007.
- Gonet W., *Zaangażowanie jednostek samorządu terytorialnego w emisję papierów wartościowych*, „Finanse Komunalne” 2004, nr 11.
- Guziejewska B., *Zewnętrzne źródła finansowania samorządu terytorialnego. Teoria a praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
- Jakubowski P., *Kredyty dla gmin*, „Skarbnik i Finanse Publiczne” styczeń/luty 2010, nr 1.
- Jakubowski P., *Obligacje komunalne i ich rola w finansowaniu inwestycji*, „Skarbnik i Finanse Publiczne” listopad/grudzień 2009, nr 6 (52).
- Jastrzębska M., *Polityka budżetowa jednostek samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2005.
- Jędrzejowski L., *Gospodarka finansowa samorządu terytorialnego w Polsce – wybrane zagadnienia*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz–Gdańsk 2007.
- Kaber M.A., *Obligacje komunalne jako forma zasilania budżetu gminy*, „Samorząd Terytorialny” 2000, nr 12.
- Kozuń-Cieślak G., *Obligacje komunalne – instrument dłużny dla jednostek samorządu terytorialnego*, PWN, Warszawa 2008.
- Misterec W., *Zewnętrzne źródła finansowania działalności inwestycyjnej jednostek samorządu terytorialnego*, Difin, Warszawa 2008.
- Patrzalek L., *Finanse samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego, Wrocław 2004.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny, DzU 1964, nr 16, poz. 93, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, DzU 1995, nr 83, poz. 420, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, DzU 1997, nr 118, poz. 754.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, DzU 1997, nr 140, poz. 939, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, DzU 2009, nr 157, poz. 1240.
- Wajda P., *Prawne i ekonomiczne aspekty obligacji komunalnych emitowanych przez gminy w drodze oferty publicznej na rynek regulowany*, „Finanse Komunalne” 2009, nr 5.
- Zalewski A. (red.), *Nowe zarządzanie publiczne w polskim samorządzie terytorialnym*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2007.

**FINANCIAL MARKET DEBT INSTRUMENTS
AND THEIR IMPLEMENTATION IN SELF-GOVERNMENT ENTITIES**

Summary

The article considers problems regarding to financial gap and debt instruments for self – government entities. The main attention has been paid to the traditional ways of financing of local and regional capital needs such as credits, loans and bonds. The determinants of selecting the foreign financial sources have also been presented.

Translated by Magdalena Ziolo