

# Maciej Kroczek

---

## Obligacje komunalne w kontekście konsolidacji terytorialnej samorządów

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 100, 117-127

---

2012

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](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MACIEJ KROCZEK  
Uniwersytet Szczeciński

## **OBLIGACJE KOMUNALNE W KONTEKŚCIE KONSOLIDACJI TERYTORYALNEJ SAMORZĄDÓW**

Konsolidacja samorządów staje się zjawiskiem coraz powszechniejszym. Jest to jeden ze sposobów na lepszą realizację coraz to nowych zadań stawianych przed samorządami. To również możliwość wyrównania poziomu pomiędzy poszczególnymi samorządami. Jest to ogólnoeuropejska tendencja. Na przykładzie innych krajów, które przeprowadziły takie konsolidacje, można stwierdzić, że to koncepcja udana, wraz z konsolidacją wzrosła bowiem efektywność wykonywania zadań. Nowe możliwości i wyzwania niosą jednak za sobą konieczność odnalezienia nowych źródeł finansowania. Obligacje komunalne w tym kontekście wydają się być atrakcyjną alternatywą dla kredytów bankowych.

### **1. Zarys obligacji komunalnych**

Rozwój rynku obligacji komunalnych we współczesnej Polsce rozpoczął się właściwie już z chwilą reaktywowania szczebla gminnego w klasyfikacji podziału administracyjnego Polski. W tym momencie można dokonać podziału istnienia takiej formy inwestowania lokalnych i regionalnych inwestycji na dwa etapy:

- przed wprowadzeniem Ustawy o obligacjach z dnia 19 czerwca 1995 roku,
- po wprowadzeniu Ustawy o obligacjach z dnia 19 czerwca 1995 roku<sup>1</sup>.

W pierwszym etapie dokonano jedynie czterech emisji obligacji komunalnych. Niechęć do tego typu pozyskiwania środków na inwestycje wiązała się z brakiem doświadczenia i nieprecyzyjnymi przepisami. W drugim etapie po wprowadzeniu ustawy liczba emisji obligacji samorządowych znacznie wzrosła. Dalszy rozwój inwestycji komunalnych zależy przede wszystkim od stanu finansów publicznych i zainteresowania inwestorów<sup>2</sup>.

Jednostki samorządu terytorialnego (np. powiaty, gminy) mogą emitować papiery wartościowe w formie obligacji. Takie obligacje są papierami wartościowymi emitowanymi w konkretnych seriach. Jak każde inne obligacje tak i obligacje komunalne mają charakter papierów dłużnych. W praktyce oznacza to, iż emitując obligację, dana jednostka samorządu terytorialnego zobowiązuje się do oddania w przyszłości zadeklarowanej kwoty wraz z ustalonymi odsetkami. Wyróżniane są obligacje krótko-, średnio- i długoterminowe. Można również dokonać podziału ze względu na sposób oprocentowania obligacji – indeksowane i zero kuponowe. Ze względu na stopień zabezpieczenia wynikających z obligacji wiarygodności wyróżnia się zaś obligacje zabezpieczone całkowicie, częściowo lub niezabezpieczone<sup>3</sup>.

Dzięki emisji obligacji komunalnych gminy, powiaty oraz województwa mogą pozyskać kapitał wprost z rynku. Środki uzyskane w ten sposób wykorzystywane są przede wszystkim na realizację zadań niezajdujących pokrycia w pozostałych źródłach finansowych. Pozwalają one samorządom na wygenerowanie dodatkowych środków na udział własny w programach realizowanych z dofinansowaniem z funduszy unijnych. Emisja obligacji własnych jednostek samorządu terytorialnego jest więc niewątpliwą szansą na większą absorpcję środków z Unii Europejskiej.

---

<sup>1</sup> A. Babczuk, *Emisje obligacji komunalnych w Polsce pod rządami Ustawy z dnia 19 czerwca 1995 r. o obligacjach*.

<sup>2</sup> *Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych podsumowanie 2001 roku*, praca zbior., Fitch Polska SA Rating & Rynek.

<sup>3</sup> Ł. Sobiech, *Obligacje komunalne samorządu terytorialnego*, „Tygodnik Prawa Administracyjnego”, *Gazeta Prawna* nr 113.

## 2. Przepisy regulujące emisję obligacji samorządowych

Emisja przez jednostki samorządu terytorialnego obligacji w ofercie innej niż giełdowa musi zawierać dane, które pozwalają na ocenę sytuacji finansowej emitenta. Emitent zobowiązany jest do udostępnienia informacji w prospekcie emisyjnym. Informacje te zawierają m.in. następujące dane:

- cele oraz wielkość emisji,
- wartość nominalna i ceny emisyjne obligacji,
- warunki wykupu i wypłaty oprocentowania,
- wysokość i forma zabezpieczenia i oznaczenia podmiotu udzielającego zabezpieczenia,
- wartość zaciągniętych zobowiązań na ostatni dzień kwartału poprzedzającego udostępnienie propozycji nabycia oraz perspektywa kształtowania zobowiązań emitenta do czasu całkowitego wykupu obligacji proponowanych do nabycia,
- dane umożliwiające potencjalnym nabywcom obligacji orientację w efektach przedsięwzięcia, które ma być sfinansowane z emisji obligacji oraz zdolności emitenta do wywiązania się z zobowiązań wynikających z obligacji, jeżeli przedsięwzięcie jest określone<sup>4</sup>.

W przypadku emisji obligacji przez jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki wymagania dotyczące publikacji sprawozdań finansowych i ich opinii o badaniu przez biegłego rewidenta uważa się za spełnione poprzez udostępnianie ostatniego rocznego sprawozdania z wykonania budżetu jednostki samorządu terytorialnego wraz z opinią regionalnej izby obrachunkowej oraz odpowiednio kolejnych rocznych sprawozdań wraz z tymi opiniami.

Kwestią wymagającą rozstrzygnięcia przez emitenta, szczególnie w ofercie publicznej, jest sposób proponowania nabycia obligacji. Wymaga to przyjęcia określonej strategii promocji i dystrybucji obligacji.

Wyróżnia się:

- emisję własną – emitent organizuje emisję we własnym zakresie,
- subemisję – emitent, ze względu na złożoność zagadnień ekonomicznych i prawnych oraz brak doświadczenia i odpowiednio wyszkolonej kadry, powierza odpłatnie organizację emisji pośrednikowi, który pełni rolę agenta emisji<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Ustawa o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 r. Tekst jednolity.

<sup>5</sup> *Ibidem*.

Samorządy terytorialne nie mogą jednak zaciągać zobowiązań w sposób dowolny. Obowiązują je ściśle restrykcje informujące o tym, do jakiej kwoty i na jakich warunkach mogą podejmować zobowiązania, a także ustalające zasadność podejmowania nowych zobowiązań. Najważniejsze ograniczenia to:

1. Suma zaciągniętych kredytów i pożyczek oraz zobowiązań wynikających z wyemitowanych papierów wartościowych nie może przekroczyć kwoty określonej w uchwale budżetowej jednostki samorządu terytorialnego.
2. Papiery wartościowe wyemitowane w celu pokrycia występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego podlegać muszą wykupowi w tym samym roku, w którym zostały wyemitowane.
3. Jednostki samorządu terytorialnego, mogą zaciągać jedynie takie zobowiązania finansowe, których koszty obsługi są ponoszone co najmniej raz do roku. Dyskonto od papierów wartościowych przez jednostki samorządowe nie może przekraczać 5% wartości nominalnej, a kapitalizacja odsetek jest niedopuszczalna.
4. Samorządy terytorialne nie mogą zaciągać zobowiązań finansowych, których wartość nominalna należna w dniu zapłaty, wyrażona w złotych, nie została ustalona w dniu zawierania transakcji. Od tej zasady istnieją jednakże wyjątki szczegółowo określone w rozporządzeniu Rady Ministrów. Uzasadnieniem dla powyższego zakazu jest eliminacja ryzyka kursowego oraz ograniczenie niebezpieczeństwa przekroczenia zaplanowanego deficytu budżetowego.
5. W przypadku zamiaru emisji papierów wartościowych z przeznaczeniem na finansowanie planowanego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów oraz wyprzedzające finansowanie działań finansowanych ze środków pochodzących z budżetu Unii Europejskiej organ wykonawczy danej jednostki samorządu terytorialnego zobowiązany jest do uzyskania opinii Regionalnej Izby Obrachunkowej o możliwości wykupu papierów wartościowych<sup>6</sup>.

Jak więc widać powyżej, główne ograniczenia dotyczące emisji obligacji komunalnych przez jednostki samorządu terytorialnego mają charakter podmio-

---

<sup>6</sup> Ustawa o finansach publicznych z dnia 27 sierpnia 2009 r. Tekst jednolity.

towy i przedmiotowy. Ograniczenia podmiotowe dotyczą samych samorządów terytorialnych. Mówią one o tym, kiedy i w jakich okolicznościach oraz do jakiej kwoty władze samorządowe mogą zaciągać zobowiązania. Ograniczenia przedmiotowe z kolei informują o tym, na jakich zasadach może być przeprowadzona emisja obligacji. Między innymi dotyczy to wielkości i oprocentowania emisji, zapadalności spłaty i terminów wypłacania odsetek.

### **3. Różnice pomiędzy obligacjami a kredytem**

O sposobie zaciągania zobowiązań przez samorzady terytorialne powinna decydować konkretna potrzeba. Nie istnieje bowiem jedna niezawodna receptura mówiąca o zasadności i opłacalności podejmowania zobowiązania danego rodzaju. Dla bezpieczeństwa samych samorządów celowe jest, aby ich dług był zdywersyfikowany.

Kredyty i obligacje należą do najczęściej wykorzystywanych przez samorzady instrumentów dłużnych. Poza tym pozostałymi możliwymi zwrotnymi źródłami finansowania inwestycji są depozyty i wymagalne zobowiązania. W wielu przypadkach obligacje są lepszym instrumentem dłużnym od kredytów i pożyczek. Nie jest to jednak reguła, a daną sytuację należy za każdym razem przeliczyć. Najważniejsze aspekty, jakie powinno się brać pod uwagę, to:

- oprocentowanie i inne koszty pozyskania kapitału,
- okres zapadalności zobowiązań,
- szybkość pozyskania finansowania,
- transze, w jakich można spodziewać się przychodów z pozyskanych źródeł finansowania.

O koszcie środka zwrotnego decyduje jego oprocentowanie oraz opłaty dodatkowe. Wpływ na koszt ma również częstotliwość spłaty kapitału. Oprocentowanie obligacji komunalnych zwykle jest oparte na rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych, do której dolicza się marżę. Oprocentowanie kredytów i pożyczek dla jednostek samorządów terytorialnego opiera się zaś zwykle na stawce WIBOR. Aby obligacje komunalne były atrakcyjne dla inwestorów i samych samorządów, ich oprocentowanie powinno być większe od oprocentowania lokat, a mniejsze od oprocentowania kredytów.

Opłaty dodatkowe w przypadku kredytów i pożyczek zaciąganych przez samorzady sprowadzają się przede wszystkim do prowizji instytucji udzielają-

cych kredytów. Jednostki samorządy terytorialnego mogą zastrzec w warunkach przetargu opłaty, jakie są skłonne ponieść.

W przypadku emisji niepublicznej obligacji komunalnych zwykle agent emisji otrzymuje prowizję za organizację i gwarancję nabycia. W emisji publicznej obligacji komunalnych dodatkowe koszty występują pod postacią:

- ratingu,
- doradztwa finansowego,
- wejścia na GPW (w tym np. koszty związane z przygotowaniem prospektu emisyjnego, opłaty administracyjne związane z procedurą dopuszczenia obligacji do publicznego obrotu, publikowanie okresowych sprawozdań finansowych, koszty wynagrodzenia dla subemitenta usługowego, ewentualnie koszty promocji oferty),
- w przypadku niepublicznej emisji obligacji dla agenta emisji występują dwie opłaty: za organizację (w wysokości około 0,05% od wartości emisji) i gwarancję nabycia obligacji (w takiej samej wysokości)<sup>7</sup>.

Częstotliwość spłaty pożyczonego kapitału decyduje o wielkości salda, od którego nalicza się odsetki. Im rzadsze spłaty kapitału lub wykupu serii obligacji, tym większe koszty odsetkowe płaci samorząd od udostępnionych środków zwrotnych.

Do przykładowego rozeznania: na dzień 1.04.2012 roku oprocentowanie obligacji komunalnych wahało się w przedziale 5,82%–7,13%, podczas gdy oprocentowanie kredytów inwestycyjnych waha się w granicy 10%<sup>8</sup>.

#### **4. Zasadność emisji obligacji w celu finansowania inwestycji**

Warunki, na jakich możliwe jest pozyskanie finansowania zewnętrznego, podlegają określonym i jasnym regułom. Jeżeli chodzi o warunki pozyskania kredytu i szczegóły jego późniejszej obsługi przez bank, wynika to z regulacji prawa bankowego. Ponadto zastosowanie mają indywidualne akty prawne konkretnych instytucji (jednostki samorządu terytorialnego, instytucje finansowe, regionalne izby obrachunkowe). Są to m.in. regulaminy decydujące o sposobie podejmowania decyzji wewnątrz danego banku, w tym w zakresie zasad i wa-

---

<sup>7</sup> [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl).

<sup>8</sup> [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl), [www.money.pl](http://www.money.pl).

runków przyznawania kredytów. Regulacje te sprawiają, iż możliwość negocjacji indywidualnych warunków kredytowania określonego przedsięwzięcia inwestycyjnego ma sporo ograniczeń. W zależności od indywidualnej sytuacji danego samorządu terytorialnego alternatywą jest emisja obligacji.

Zalety procesu emisji obligacji to m.in.:

- możliwość określenia okresu zapadalności obligacji, co ma istotne znaczenie w przypadku już zadłużonych jednostek albo jednostek posiadających długoterminowe plany inwestycyjne;
- brak obowiązku stosowania czasochłonnej procedury z ustawy Prawo zamówień publicznych. Emisja obligacji pozwala szybko i sprawnie pozyskać pieniądze na dowolny cel; nie wyklucza to skorzystania przez samorząd z własnego przetargu z elementami negocjacji w celu uzyskania jak najniższych kosztów kapitału;
- niższe koszty zadłużenia (tj. marż i prowizji) w związku z szerokim gronem podmiotów zainteresowanych nabyciem obligacji; zainteresowanie obligacjami komunalnymi ze strony Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych, Otwartych Funduszy Emerytalnych, domów maklerskich, banków, przedsiębiorstw, jak i osób fizycznych pozwala często uzyskać niższe oprocentowanie niż w przypadku kredytu udzielanego przez banki;
- możliwość prefinansowania inwestycji finansowanych środkami z Uni Europejskiej, zwłaszcza w sytuacji, gdy nie wiadomo, kiedy dokładnie wpłynie dofinansowanie z UE;
- nadzwyczajna promocja samorządu; emisja obligacji komunalnych, dodatkowo w połączeniu z autoryzacją na Gieldzie Papierów Wartościowych lub wprowadzeniem obligacji do obrotu giełdowego stawia w gronie nowoczesnych samorządów, zapewnia prezentację przed profesjonalnymi inwestorami krajowymi i zagranicznymi oraz zwiększa wiarygodność finansową<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> [www.bonmanagement.pl](http://www.bonmanagement.pl).



## 5. Wpływ obligacji komunalnych na konsolidację terytorialną samorządów

W ostatnich latach zauważono tendencję do konsolidacji terytorialnej samorządów. Ma to miejsce szczególnie intensywnie na poziomie gmin. Zjawisko to nie występuje jeszcze powszechnie w Polsce, jest już jednak rozpowszechnione w innych krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Jednym z powodów jest zbyt szybka i nieprzemyślana decentralizacja po zmianie ustroju. Przesłanki, które płyną za konsolidacją niektórych samorządów terytorialnych, są następujące:

- Większe jednostki samorządowe mają większe możliwości, by podejmować się wykonywania szerszego zakresu zadań. Konsolidacja terytorialna umożliwi zatem głębszą decentralizację.
- Zjawisko ekonomii skali występuje także w przypadku wielu usług świadczonych przez samorządy (najbardziej bezpośrednie dowody dotyczą wydatków na administrację samorządową). Dzięki temu wykonywanie niektórych zadań jest w dużych gminach tańsze.
- Skoro większe samorządy mogą wykonywać więcej funkcji, można się spodziewać, że zainteresowanie mieszkańców polityką lokalną będzie większe. W tym ujęciu konsolidacja terytorialna pełni funkcję promotora demokracji lokalnej.
- Organizacja terytorialna, w której podstawowe jednostki są duże, prowadzi do mniejszych różnicowań poziomu rozwoju i wielkości dochodów budżetowych pomiędzy jednostkami samorządowymi. W związku z tym mniejsze są potrzeby w zakresie wyrównywania poziomu, które jest zarówno kosztowne dla budżetu państwa, jak i zazwyczaj kontrowersyjne politycznie.
- Duże samorządy mogą być bardziej efektywne w planowaniu przestrzennym i gospodarczym.
- W systemach z dużymi jednostkami samorządowymi łatwiej jest ograniczyć zjawisko „gapowicza” (sytuacji, w której z usług wytwarzanych lokalnie korzystają mieszkańcy/podatnicy z innych gmin). Innymi słowy, konsolidacja terytorialna pomaga zmniejszyć rozbieżności między granicami jednostek administracyjnych i zasięgiem przestrzennym usług świadczonych przez samorządy.

Według powyższego zestawienia konsolidacja terytorialna jest zazwyczaj kojarzona ze wzrostem efektywności w wykonywaniu różnych zadań. W najbardziej rozpowszechnionym ujęciu istnieje zatem alternatywa: albo więcej efektywności, albo więcej demokracji lokalnej<sup>10</sup>.

W przypadku zaś nie ogólnych korzyści a powiązania z emisją obligacji komunalnych bardzo wyraźne stają się trzy korzyści z konsolidacji samorządów. Są to:

- korzyści skali,
- większa wiarygodność finansowa,
- zrównoważenie rozwoju społecznego i gospodarczego.

## **Podsumowanie**

Inwestowanie jest nieodłącznym elementem rozwoju regionalnego, gdyż przyczynia się do zwiększenia przychodów w gminie. Wpływa również na wzrost poziomu życia mieszkańców. Inwestycje infrastrukturalne mają zaś nieodzowny wpływ na poprawę warunków społecznych na terenie danego samorządu. Środki z różnych programów Unii Europejskiej wspomagają proces inwestowania, nie są jednak jego jedynym elementem. Działa tutaj zasada współdzielenia kosztów. Oznacza to, że część środków na inwestycje musi być przeznaczona z kasy gminy. Dodając do tego zasadę prefinansowania, jednostka samorządu terytorialnego ma do czynienia z sytuacją, gdzie musi najpierw ponieść całość kosztów inwestycji, a dopiero później część z nich zostanie samorządowi zrefinansowana.

W takich okolicznościach gmina musi na inwestowanie pozyskać fundusze. Przychody samorządu zwykle pokrywają realizację jego statusowych zadań. Nadwyżka finansowa jednak albo nie występuje, albo jest tak znikoma, że nie zapewnia możliwości finansowania dużych inwestycji. Jedynym sposobem w tym wypadku jest pozyskanie kapitału z zewnętrznego źródła finansowania. Odbyna się to na zasadzie odpłatnego przekazania środków finansowych. Pozyczony kapitał w późniejszym terminie jest oddawany wraz z odsetkami.

Jednostki samorządu terytorialnego stają więc przed wyborem najlepszej formy finansowania. Emisja obligacji komunalnych jest coraz częstszym rozwiązaniem na pozyskiwanie źródła finansowania inwestycji. W wielu przypadkach jest ono tańsze od kredytu czy pożyczki udzielanej przez instytucje finan-

---

<sup>10</sup> [www.samorzad.pap.pl](http://www.samorzad.pap.pl).

sowe. Ponadto dodatkowymi zaletami są szybka i nieskomplikowana procedura oraz możliwość wyboru wpływu kolejnych transz (poprzez wypuszczanie kolejnych serii emisji) oraz spłaty całego kapitału (poprzez ustalenie odpowiednich terminów zapadalności).

Następnym istotnym elementem jest efekt skali. Skonsolidowane terytorialnie jednostki samorządowe będą miały ułatwiony dostęp do źródeł finansowania dzięki zwiększonej wiarygodności kredytowej. Zwiększeniu ulegnie również suma możliwych do zaciągnięcia zobowiązań. Obniżą się za to koszty samej inwestycji. Dzięki konsolidacji ulegną zmniejszeniu niektóre koszty inwestycyjne, zwiększy się również pozycja negocjacyjna nowo powstałego „konsorcjum terytorialnego”. Skonsolidowany samorząd może wynegocjować korzystniejsze warunki cenowe nie tylko na uzyskanie kapitału, ale również na zakup elementów niezbędnych do przeprowadzenia inwestycji.

Ponieważ inwestycje będą przeprowadzone na terenie całego skonsolidowanego samorządu, nastąpi wyrównanie społeczne. Przed konsolidacją samorządy o większej wiarygodności kredytowej rozwijałyby się w większym tempie niż te o mniejszej. Zwiększałyby to tylko dysproporcje między nimi. Dzięki konsolidacji terytorialnej na inwestycjach skorzysta większa społeczność, a ich przeprowadzenie będzie bardziej efektywne dla całego regionu.

---

**MUNICIPAL BONDS IN THE CONTEXT OF THE CONSOLIDATION OF  
TERRITORIAL SELF-GOVERNMENT**

**Summary**

The consolidation of local governments is becoming increasingly common. This is one of the ways to better carry out the growing number of new tasks facing local governments. It is also the opportunity to level these governments. This is an all-European trend. On the example of other countries that have carried out such consolidations, it can be concluded that the concept is successful as the efficiency of task execution has increased. However, new opportunities and challenges carry the necessity of finding new sources of funding. In this context, municipal bonds seem to be an attractive alternative to bank loans.

*Translated by Kamil Rybarczyk*