

# Dorota Korenik

---

## Uwarunkowania rozwoju obligacji przychodowych w Polsce

---

Problemy Zarządzania, Finansów i Marketingu 13, 189-213

---

2009

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.

*DOROTA KORENIK*

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

## UWARUNKOWANIA ROZWOJU OBLIGACJI PRZYCHODOWYCH W POLSCE

### 1. Nowe rozwiązania prawne sprzyjające emisji obligacji przychodowych

Wprowadzenie do polskiego systemu prawnego instytucji obligacji przychodowych było pierwszym krokiem do popularyzacji tego instrumentu. Jak dotychczas nie są one powszechnie wykorzystywane w sektorze publicznym (samorządu terytorialnego), między innymi z uwagi na różnorodne bariery prawne. Jednakże wraz z upływem czasu pojawiają się nowe regulacje, udoskonalające obowiązujące przepisy prawne. W ten sposób pośrednio mogą się one przyczynić do wzrostu zainteresowania podmiotów finansowaniem za pomocą obligacji przychodowych.

Wzrost zainteresowania obligacjami przychodowymi powinno spowodować wejście w życie ustawy o partnerstwie publiczno-prywatnym<sup>1</sup>, która stworzyła ramy prawne określające zasady współpracy podmiotów publicznych z prywatnymi, w celu realizacji zadania publicznego. Istota tej współpracy polega na tym, iż partner prywatny realizuje za odpowiednim wynagrodzeniem przedsięwzięcie na rzecz podmiotu publicznego<sup>2</sup>. Jednocześnie wiąże się to z korzyścią dla interesu publicznego w postaci oszczędności w wydatkach publicznych, podniesienia standardu świadczonych usług lub obniżenia uciążliwości dla otoczenia<sup>3</sup>. Należy podkreślić, iż każdy z partnerów

<sup>1</sup> Ustawa z dnia 28 lipca 2005 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym, DzU 2005, nr 169, poz. 1420.

<sup>2</sup> Szerzej na temat piszą M. Kulesza, M. Bitner, A. Kozłowska, *Ustawa o partnerstwie publiczno-prywatnym. Komentarz*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2006, s. 27–35.

<sup>3</sup> Ustawa o partnerstwie..., art. 3 ust. 2.

ponosi odpowiedzialność za realizowane zadanie publiczne, większe jednak ryzyko ponosi partner prywatny, ponieważ ma większe doświadczenie w zarządzaniu ryzykiem.

Sens umów publiczno-prawnych opiera się na udostępnianiu przez partnera publicznego rynku z zagwarantowanym popytem podmiotowi prywatnemu. W ten sposób realizowana jest inwestycja o charakterze publicznym, w głównej mierze finansowana ze środków prywatnych. Umożliwia to podmiotom publicznym podejmowanie nowych przedsięwzięć, pomimo niewystarczających środków własnych, bez zaciągania długu. Co więcej, ten sposób współpracy zwiększa efektywność inwestycji, a w konsekwencji także jakość usług publicznych, z uwagi na korzystanie z umiejętności i doświadczenia sektora prywatnego<sup>4</sup>.

Jedną z form realizacji partnerstwa publiczno-prywatnego jest tworzenie spółek celowych na podstawie prawa handlowego przez podmioty publiczne, z udziałem inwestorów prywatnych w kapitale spółki<sup>5</sup>. Spółka celowa zostaje powołana w celu zrealizowania i eksploatacji projektu inwestycyjnego. Występuje jako strona we wszystkich umowach – jest odpowiedzialna za pozyskanie finansowania, wybudowanie obiektu, jego późniejszą eksploatację i utrzymanie, obsługę długu oraz ewentualne przekazanie obiektu odpowiedniemu podmiotowi publicznemu po zakończeniu okresu umowy o współpracę<sup>6</sup>.

Obligacje przychodowe wydają się być instrumentem, który został stworzony do finansowania tych spółek celowych<sup>7</sup>. Przedsięwzięcia realizowane w formie partnerstwa publiczno-prywatnego spełniają wszelkie kryteria narzucone przez ustawodawcę w zakresie korzystania z tego papieru wartościowego. Chodzi tu szczególnie o konieczność finansowania za ich pomocą zadań z zakresu użyteczności publicznej, co skutecznie hamuje szybszy wzrost ich popularności. Dodatkowo realizowany projekt, z uwagi na zapewniony publiczny popyt, najczęściej będzie się charakteryzował wysoką stabilnością osiąganych przychodów, co stwarza niezwykle korzystne warunki do zabezpieczenia, a tym samym i do wykorzystania obligacji przychodowych.

<sup>4</sup> M. Mackiewicz i in., *Budżet i finanse 2006: poradnik dla samorządów*, Municipium, Warszawa 2006, s. 164–165.

<sup>5</sup> Szerzej na temat piszą J. Listkiewicz i in., *Metody realizacji projektów inwestycyjnych: planowanie finansowe, ocena project finance, corporate finance*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2004, s. 95–97.

<sup>6</sup> *Ibidem*, s. 100–101.

<sup>7</sup> Por. K. Brzozowska, *Partnerstwo publiczno-prywatne. Przesłanki, możliwości, bariery*, CeDeWu, Warszawa 2006, s. 38–42.

Jako że lista zalet projektów realizowanych w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego jest znacznie dłuższa niż lista potencjalnych niedostatków<sup>8</sup>, powinno rosnać zainteresowanie przedsięwzięciami tego typu. Stworzone zostały bowiem warunki do wzrostu zaangażowania sektora prywatnego w realizację zadań publicznych, a potrzeby inwestycyjne sektora publicznego wydają się być nieograniczone. Zatem im lepiej będzie się układać współpraca podmiotów publicznych z prywatnymi, tym więcej projektów zostanie realizowanych. To, z kolei, powinno przyspieszyć proces wyrównywania różnic między stopniem zaawansowania rozwoju gospodarki polskiej i krajów wysoko rozwiniętych<sup>9</sup>. Jednocześnie towarzyszyć będzie temu poprawa jakości życia społeczeństwa, a tym samym i zadowolenie społeczne. W celu realizacji nowych inwestycji niezbędne natomiast będzie pozyskiwanie zewnętrznych źródeł finansowania. Stąd też wprowadzona ustawa o partnerstwie publiczno-prywatnym jest szansą wzrostu popularności obligacji przychodowych w Polsce.

Kolejną zmianą prawną, mogącą doprowadzić do wzrostu popularności obligacji przychodowych, jest nowelizacja ustawy o zamówieniach publicznych<sup>10</sup>. Stanowi ona, iż usługi finansowe związane z emisją, sprzedażą, kupnem lub transferem papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych, w szczególności związane z transakcjami mającymi na celu uzyskanie dla zamawiającego środków pieniężnych lub kapitału, zostały wyłączone spod zamówień publicznych<sup>11</sup>. W tej sytuacji jednostka samorządu terytorialnego (JST), chcąc nabyć kredyt bankowy, musi zorganizować czasochłonny przetarg, który na przykład może zostać unieważniony z przyczyn formalnych. Natomiast, gdy zdecyduje się pozyskać kapitał w drodze emisji obligacji przychodowych, nie będzie się to wiązać z wymogiem przetargu. Zatem zainteresowany podmiot ma szeroki wachlarz możliwości wyboru organizatora emisji: może prowadzić rozmowy z kilkoma bankami jednocześnie, może przeprowadzić postępowanie zbli-

<sup>8</sup> Por. O. Braziewicz, *Partnerstwo publiczno-prywatne: korzyści i zagrożenia*, w: *Gospodarka lokalna i regionalna w teorii i praktyce*, red. R. Bról, Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu, Wrocław 2005, s. 642–645; B. Ciupek, *Partnerstwo publiczno-prywatne sposobem na sfinansowanie rozwoju infrastruktury gospodarczej*, w: *Finanse*, red. B. Pietrzak, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2005, s. 595.

<sup>9</sup> A. Cenker, *Próba oceny warunków dla rozwoju partnerstwa publiczno-prywatnego w Polsce*, w: *Studia i prace kolegium zarządzania i finansów*, red. J. Ostaszewski, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2006, s. 90, 92.

<sup>10</sup> Ustawa z dnia 29 stycznia 2004 r. Prawo zamówień publicznych, DzU 2006, nr 164, poz. 1163 z późn. zm.

<sup>11</sup> *Ibidem*, art. 4 pkt 3j.

zione do przetargu lub też może zdecydować się od razu na współpracę z jednym bankiem<sup>12</sup>.

Wprowadzona zmiana w prawie zamówień publicznych sprawia, że procedura przygotowania emisji obligacji przychodowych jest aktualnie krótsza i prostsza. Możliwe jest, iż dzięki niej kolejne samorzady zainteresują się tą formą finansowania zewnętrznego. Widoczna jest także zmiana stanowiska banków, które niechętnie przystępują do kolejnych przetargów na udzielenie kredytu. W zamian za to starają się oferować usługi w zakresie emisji i nabywania dłużnych papierów wartościowych, po części podobnych do kredytów bankowych – ich oprocentowanie oparte jest na stawce WIBOR, a nie jak dotychczas na rentowności bonów skarbowych. Zatem ta zmiana przepisów prawnych może się istotnie przyczynić do substytucji kredytów bankowych przez emisję obligacji.

Infrastruktura drogowa w Polsce wymaga dużych nakładów kapitałowych w celu rozbudowy i unowocześnienia. Jej finansowanie jest tradycyjnie przypisane sektorowi publicznemu, jednakże niedobór publicznych środków finansowych, jak również nieudolność kolejnych urzędników państwowych, wymusza poszukiwanie innych sposobów finansowania działań inwestycyjnych. Dlatego też przedstawiane są kolejne pomysły, mające rozwiązać problem rozwoju krajowej infrastruktury. Najnowszą propozycją jest ustawa o drogowych spółkach specjalnego przeznaczenia<sup>13</sup>, która została wprowadzona w celu stworzenia możliwości powołania tych spółek jako nowego podmiotu uprawnionego do przygotowania i realizacji przedsięwzięć drogowych. Powołanie takich spółek powinno stworzyć przesłanki przyspieszenia budowy autostrad, dróg ekspresowych i innych dróg krajowych<sup>14</sup>.

Aby przygotować lub zrealizować przedsięwzięcie drogowe, spółka będzie mogła zawrzeć z wykonawcą umowę na budowę i eksploatację drogi lub wyłącznie na jej eksploatację<sup>15</sup>. Z uwagi na kapitałochłonność inwestycji drogowych, realizując powierzone zadania, wykonawca będzie zmuszony do pozyskiwania zewnętrznych źródeł finansowania. Biorąc pod uwagę charakter omawianych

<sup>12</sup> M. Świącicki, *Rynek obligacji komunalnych z perspektywy organizatora emisji*, w: *Obligacje komunalne w Polsce*, red. E. Balcerowicz, Zeszyty BRE Bank–CASE, Warszawa 2006, s. 28.

<sup>13</sup> Ustawa z dnia 12 stycznia 2007 r. o drogowych spółkach specjalnego przeznaczenia, DzU 2007, nr 23, poz. 136.

<sup>14</sup> *Ocena skutków regulacji. Rządowy projekt ustawy o drogowych spółkach specjalnego przeznaczenia*, Sejm Rzeczypospolitej Polskiej, <http://orka.sejm.gov.pl/Druki5ka.nsf/wgdruku/856>, s. 1.

<sup>15</sup> *Projekt ustawy o drogowych spółkach specjalnego przeznaczenia, przedłożony przez ministra transportu*, Kancelaria Prezesa Rady Ministrów, [http://www.kprm.gov.pl/3585\\_17725.htm](http://www.kprm.gov.pl/3585_17725.htm).

przedsięwzięć, obligacje przychodowe wydają się być niezwykle interesującym instrumentem. Przede wszystkim wykonawca współpracujący ze spółką, zgodnie z ustawą o obligacjach, może wyemitować ten rodzaj dłużnych papierów wartościowych. Ponadto stosunkowo wysokie i stabilne przychody z wpływów z opłat pobieranych za przejazd autostradą (drogą ekspresową) oraz z opłat za przejazdy przez obiekty mostowe i tunele zlokalizowane w ciągach dróg krajowych<sup>16</sup> wydają się być wystarczająco dobrym zabezpieczeniem dla potencjalnych obligatariuszy. Co więcej, w ten sposób nie obciąża się całego majątku przedsiębiorstwa. Zatem ustawa o drogowych spółkach specjalnego przeznaczenia jest kolejnym przykładem nowych regulacji prawnych, które mogą korzystnie wpłynąć na wzrost liczby inwestycji finansowanych poprzez obligacje przychodowe, stanowiąc szansę dla ich popularyzacji.

Podsumowując, nowe regulacje w polskim systemie prawnym sprzyjają emisji obligacji przychodowych. Jednakże dopiero czas pokaże, czy ostatecznie przyniosą one w praktyce oczekiwane korzyści. Niewątpliwie dla wzrostu popularności dłużnych papierów wartościowych duże znaczenie wydają się mieć zmiany w prawie zamówień publicznych. Zdecydowana większość samorządów zachowuje daleko idącą ostrożność w zakresie współpracy z sektorem prywatnym<sup>17</sup>. Obawiając się ewentualnego łamania prawa, przede wszystkim z uwagi na niejasność przepisów, wiele przetargów jest unieważnianych, dlatego też wydłużał się proces pozyskiwania zewnętrznego źródła finansowania. Zwolnienie wyboru podmiotów wspierających emitenta spod regulacji przetargowych znacznie przyspiesza cały proces emisji obligacji przychodowych, przez co stają się one bardziej konkurencyjnym źródłem finansowania inwestycji. Także wprowadzona ustawa o partnerstwie publiczno-prywatnym powinna spowodować wzrost zainteresowania tym instrumentem. Istnieją jednak poważne obawy, czy w praktyce przyniesie ona oczekiwane ułatwienie i wzrost współpracy sektora publicznego z prywatnym<sup>18</sup>. Podobne wątpliwości towarzyszą ustawie o drogowych spółkach specjalnego przeznaczenia – powstaje pytanie, czy w rzeczywistości przyniesie ona przełom w postaci przyspieszenia inwestycji drogowych w Polsce, a tym sa-

<sup>16</sup> *Uzasadnienie. Rządowy projekt ustawy o drogowych spółkach specjalnego przeznaczenia*, Sejm Rzeczypospolitej Polskiej, <http://orka.sejm.gov.pl/Druki5ka.nsf/wgdruk/856>, s. 11.

<sup>17</sup> L. Kostrzewski, P. Miączyński, *Publiczno-prywatne partnerstwo już możliwe*, „Gazeta Wyborcza” z 27 czerwca 2006.

<sup>18</sup> Szerzej na temat pisze A. Cenker, *Próba oceny warunków dla rozwoju partnerstwa publiczno-prywatnego w Polsce*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy 65, SGH, Warszawa 2006, s. 85–86.

mym, czy wystąpi konieczność poszukiwania dla tych przedsięwzięć zewnętrznych źródeł finansowania. Zatem wydaje się, iż najlepszym rozwiązaniem dla popularyzacji obligacji przychodowych w Polsce, z uwagi na ich stosunkowo skomplikowany i nowatorski charakter, byłoby raczej upraszczanie obowiązujących przepisów, a nie dodawanie kolejnych, czasami wadliwych, które są umieszczane w wielu różnych ustawach.

## 2. Aspekt popytu na rynku obligacji przychodowych

Warunkiem powodzenia każdej emisji papierów wartościowych jest wysoki poziom zainteresowania inwestorów i chęć ich nabycia. Bez tego emisja nie dochodzi do skutku, emitent nie pozyskuje oczekiwanej wielkości kapitału. Dlatego też niezwykle istotnym elementem rozwoju nowych rodzajów papierów wartościowych jest znalezienie dla nich odpowiedniego popytu. Wzrost liczby instrumentów na rynku finansowym przyczynia się do jego rozwoju, jednocześnie rozwój rynków finansowych ułatwia pozyskiwanie kapitału.

Analizując potencjalny popyt na rynku obligacji, należy wziąć pod uwagę kilka czynników ograniczających możliwości lokowania środków przez inwestorów. Wśród nich, co jest charakterystyczne dla polskiego rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych, wymienia się przede wszystkim:

- stosunkowo niewielką liczbę inwestorów, będących jednocześnie zainteresowanych i w stanie nabywać duże emisje,
- wysoką koncentrację aktywów w ramach poszczególnych grup inwestorów,
- małą liczbę publicznych emisji nieskarbowych papierów dłużnych,
- stosunkowo niską płynność rynku,
- ścisłe regulacje prawne w zakresie alokacji aktywów dotyczące najważniejszych inwestorów<sup>19</sup>.

W roku 2006 najbardziej aktywnym inwestorem na rynku nieskarbowych papierów dłużnych były banki. Nabyły one ponad 33% wszystkich wyemitowanych obligacji. Drugim, największym graczem na rynku okazały się przedsiębiorstwa, które miały w swoich portfelach inwestycyjnych 25% wszystkich wyemitowanych pozaskarbowych papierów dłużnych. Zwraca uwagę bardzo niewielkie zainteresowanie tym rynkiem funduszy emerytalnych i towarzystw ubezpieczeniowych. W sumie należą do nich niecałe 5% rynku. Dzieje się tak

---

<sup>19</sup> M. Lewandowski, *Finansowanie inwestycji poprzez emisję obligacji*, Citybank Handlowy, Warszawa 2005, s. 7, 10.

przede wszystkim z uwagi na fakt, iż inwestorzy rzadko dokonują inwestycji w papiery niepubliczne, ze względu na brak ratingu i płynności, niesatysfakcjonującą rentowność, jak również niskie rozpoznawanie ryzyka kredytowego emitenta oraz brak atrakcyjnych zabezpieczeń emisji. Ponadto określone przepisami prawa limity inwestycyjne sprawiają, że inwestorzy instytucjonalni chętniej inwestują w publiczne papiery wartościowe<sup>20</sup>. Należy także zauważyć niewielką rolę inwestorów indywidualnych. Główną przyczyną tego zjawiska jest dominująca liczba emisji niepublicznych, do których inwestorzy ci nie mają dostępu<sup>21</sup>.

Potencjalnymi nabywcami obligacji przychodowych mogą być zarówno inwestorzy instytucjonalni, jak i indywidualni. Inwestorzy indywidualni nie mają żadnych ograniczeń co do ich nabywania. Sytuacja inwestorów instytucjonalnych wygląda nieco inaczej. Istnieje bowiem wśród nich grupa z limitami inwestycyjnymi. Są to:

- fundusze emerytalne (20% wartości aktywów dla lokat w obligacje przychodowe oraz 5% wartości aktywów jednego emitenta lub grupy podmiotów powiązanych)<sup>22</sup>,
- towarzystwa ubezpieczeniowe (limit na obligacje przychodowe zawiera się w limicie dla wszystkich obligacji, czyli od 5 do 10% emisji w zależności od jej konstrukcji)<sup>23</sup>,
- fundusze inwestycyjne (limity zależne są od rodzaju i statutu funduszu oraz struktury emisji)<sup>24</sup>.

Należy podkreślić, iż limity są bardziej rygorystyczne w stosunku do emisji niepublicznych. Ustawodawca, z uwagi na wyższy stopień bezpieczeństwa inwestycji w papiery wartościowe na rynku publicznym, pozwala wymienionym inwestorom instytucjonalnym na większe zaangażowanie środków w obligacje przychodowe, będące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym.

<sup>20</sup> *Ibidem*, s. 9.

<sup>21</sup> Por. *Podsumowanie IV kwartału 2006 i roku 2006 na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, Fitch Polska, [http://www.fitchpolska.com.pl/shared/Q4\\_2006\\_pol.pdf](http://www.fitchpolska.com.pl/shared/Q4_2006_pol.pdf), s. 6.

<sup>22</sup> Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, DzU 2004, nr 159, poz. 1667 z późn. zm., art. 142; rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 3 lutego 2004 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne, DzU 2004, nr 32, poz. 276 z późn. zm.

<sup>23</sup> Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej, DzU 2003, nr 124, poz. 1151 z późn. zm., art. 155.

<sup>24</sup> M. Lewandowski, *op.cit.*, s. 22.



Jak dotychczas w Polsce dominującą rolę w nabywaniu obligacji przychodowych odgrywają inwestorzy instytucjonalni, ponieważ dotąd emisje były przeprowadzane w trybie niepublicznym, który wiąże się z niższymi kosztami, wysoką wartością nominalną papieru oraz łatwym dotarciem do grona potencjalnych inwestorów. Jednocześnie trzeba zauważyć, iż organizując emisję dłużnych papierów wartościowych w trybie niepublicznym, emitenci istotnie zawężają grono potencjalnych inwestorów. Przede wszystkim skutecznie eliminuje się z tego rynku inwestorów indywidualnych. Poza tym ogranicza się dostęp innym podmiotom, których potrzeby inwestycyjne znacznie różnią się od ceny emisyjnej obligacji. Wysoka wartość nominalna takich papierów wartościowych sprawia, że z reguły są one oferowane tym samym, dużym inwestorom instytucjonalnym. Co więcej, sytuacja ta przyczynia się do stosunkowo niskiej płynności tego instrumentu.

Mała popularność publicznych emisji pozaskarbowych papierów dłużnych wynika przede wszystkim ze słabo rozwiniętego rynku obligacji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz z wysokiej liczby i wartości emisji skarbowych papierów wartościowych. Historia warszawskiej giełdy jest niedługa, stąd nie wszystkie rynki zdążyły się już w dostatecznym stopniu rozwinąć. Jednakże w momencie zahamowania rozwoju rynku akcji przewiduje się, że rynek papierów dłużnych powinien zacząć zyskiwać na znaczeniu. Obecnie rynkowa oferta obligacji korporacyjnych czy krótkoterminowych papierów komercyjnych jest znikoma. Stały się one przez to wyłączną domeną banków-organizatorów emisji. Tymczasem dla wielu firm możliwość inwestowania na tym rynku stanowi ciekawą alternatywę. Dodatkowo zarówno publiczny, jak i niepubliczny rynek dłużnych papierów wartościowych jest zdominowany przez obligacje skarbowe. Jako że są one postrzegane jako bardzo bezpieczne instrumenty, cieszą się znacznie większym zainteresowaniem ze strony inwestorów niż pozostałe rodzaje obligacji. W ten sposób państwo wypycha z rynku emitentów prywatnych, w dużym stopniu przyczyniając się do jego słabego rozwoju.

Jako szansę dla rozwoju rynku pozaskarbowych papierów dłużnych wskazuje się realizowanie emisji w trybie publicznym i wprowadzanie tych papierów wartościowych do obrotu wtórnego na rynku regulowanym. Jednakże warunkiem powodzenia tego procesu jest wzrost płynności rynku papierów dłużnych. W ten sposób przyniesie to korzyści zarówno emitentom, jak i inwestorom. Dla emitentów wiąże się to z możliwością łatwiejszej i z czasem tańszej drogi pozyskania kapitału, ponieważ większa płynność instrumentu sprawia, że inwestorzy są w stanie zaakcep-

tować niższe oprocentowanie papierów na rynku publicznym. Dodatkowo inwestorzy, poprawiając płynność swojego portfela, zwiększają bezpieczeństwo takiej inwestycji. Dzieje się tak, ponieważ pojedyncze transakcje są wówczas zbyt małe w stosunku do ogólnej skali obrotów, by mogły wywołać znaczącą zmianę ceny. Inwestor może w dowolnym momencie wycofać się z tego rynku i w ten sposób nie musi obawiać się strat spowodowanych nagłym spadkiem cen w wyniku sprzedaży papierów<sup>25</sup>.

Dodatkowo należy zauważyć, iż poprawa płynności rynku papierów dłużnych sprzyja powstawaniu nowych rynków, szczególnie instrumentów pochodnych. W ten sposób inwestor ma możliwość zabezpieczenia się przed ryzykiem zmian cen instrumentów bazowych, co sprawia, że inwestycja w dłużne papiery wartościowe byłaby jeszcze bardziej atrakcyjna<sup>26</sup>.

Jako czynnik umożliwiający wzrost płynności rynku wymienia się pojawianie się na nim nowych inwestorów. Wraz z nimi zwiększa się liczba zawieranych transakcji, rośnie skala obrotów, co bezdyskusyjnie wiąże się z poprawą płynności. W tym miejscu dużą rolę mogą odegrać inwestorzy indywidualni. Jako że udział obligacji w obrocie instrumentami na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie jest znikomy (1% w 2005 roku<sup>27</sup>), koncentrują się oni na pozostałych rynkach. Ich udział w obrocie akcjami wynosi około jednej trzeciej rynku, a w obrocie instrumentami pochodnymi zajmują dominującą pozycję<sup>28</sup>. Dlatego też można przypuszczać, iż w sytuacji wzrostu popularności rynku dłużnych papierów dłużnych, zwiększenie liczby publicznych emisji obligacji pozaskarbowych powinno również spotkać się z szerszym zainteresowaniem inwestorów indywidualnych. Część z nich zacznie poszukiwać bezpieczniejszej lokaty kapitału niż akcje czy tym bardziej instrumenty pochodne, o z góry określonej wielkości świadczeń. Istnieniu sprawnego, wtórnego rynku papierów dłużnych z pewnością będzie towarzyszyć poprawa płynności tych instrumentów, czyli jednocześnie powinien wzrosnąć na nie popyt. Zatem umożliwienie inwestorom indywidualnym szerszego lokowania kapitału na regulowanym rynku papierów dłużnych powinno się przyczynić do jego rozwoju.

<sup>25</sup> A. Sławiński, *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju światowego rynku finansowego*, „Biuletyn Bankowy” 2006, nr 12, s. 84–85.

<sup>26</sup> *Ibidem*, s. 85.

<sup>27</sup> *Raport roczny 2005*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, <http://www.gpw.com.pl/zrodla/gpw/pdf/annual/raport2005/annualreport2005.pdf>, s. 20.

<sup>28</sup> *Inwestorzy w obrotach giełdowych (II połowa 2006 roku)*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, <http://www.gpw.com.pl/zrodla/gpw/prezentacje/Inwestorzy2006.ppt>.

Podsumowując, można oczekiwać, iż w przyszłości rozwój rynku nieskarbowych papierów dłużnych, a zarazem wzrost popytu na nim, będzie możliwy poprzez rosnący obrót tymi instrumentami na wtórnym rynku regulowanym. Będzie to możliwe poprzez zwiększenie liczby ofert publicznych, a przez to i szersze dopuszczenie do rynku inwestorów indywidualnych. Dzięki temu wzrośnie znaczenie finansowania za pomocą obligacji. Dodatkowo zmiany te będą wspierane przez instytucje finansowe, głównie banki, z uwagi na rolę, jaką aktualnie odgrywają na rynku papierów dłużnych, gdyż to one są najczęściej organizatorami takich emisji i głównymi nabywcami tych instrumentów. Dobrze funkcjonujący rynek wtórny zwiększa szansę na uplasowanie papierów wartościowych oraz poprawia płynność portfela inwestycyjnego zaangażowanego w obligacje. Niewątpliwie może się to również przyczynić do wzrostu zainteresowania obligacjami przychodowymi, zarówno przez emitentów, jak i inwestorów<sup>29</sup>.

### 3. Aspekt ryzyka inwestycji w obligacje przychodowe

Nieodłącznym elementem każdego projektu inwestycyjnego jest ryzyko. Przez pojęcie ryzyko należy rozumieć prawdopodobieństwo wystąpienia odchyleń (dodatnich lub ujemnych) od oczekiwanego rezultatu<sup>30</sup>. Pojęcia tego nie należy utożsamiać z niepewnością, ponieważ ryzyko jest kategorią wymiarną, ilościową, obiektywną. Można je ograniczać, w szczególnych przypadkach nawet wyeliminować, niepewności jednak nigdy – jest ona niemożliwa do oszacowania metodami statystycznymi<sup>31</sup>. Dlatego też ryzyko powinno być precyzyjnie zidentyfikowane, tak aby uczestnicy inwestycji byli jego świadomi. Tylko w ten sposób będą w stanie odpowiednio nim zarządzać. Ponadto wszechstronna analiza ryzyka pozwala wyeliminować niewiarygodne pod względem finansowym projekty oraz przezwyciężyć nieprzewidywalne trudności techniczne, powstające w trakcie re-

<sup>29</sup> Por. W. Misterek, *Emisja obligacji komunalnych jako przykład współpracy pomiędzy instytucjami finansowymi a jednostkami samorządu terytorialnego*, w: *Rynek finansowy. Instytucje, strategie, instrumenty*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, UMCS w Lublinie, Lublin 2003, s. 443–444.

<sup>30</sup> Por. D. Dziawgo, *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 13–15; J. Listkiewicz i in: *op.cit.*, s. 181–182; B. Ritchie, D. Marshall, *Business Risk Management*, Chapman & Hall, London 1993, s. 113–115; E.J. Vaughan, T.M. Vaughan, *Fundamentals of risk and insurance*, John Wiley & Sons, New York 1999, s. 3.

<sup>31</sup> Por. F.H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit*, w: *Entrepreneurship*, red. M. Casson, An Elgar Reference Collection, Aldershot 1990, s. 11–12; J. Dubisz, Z. Olejniczak, *Inwestycje kapitałowe. Ryzyko, wycena i dywersyfikacja portfeli inwestycyjnych*, Wyższa Szkoła Zarządzania i Bankowości w Poznaniu, Poznań 2003, s. 103–104; E.J. Vaughan, T.M. Vaughan, *op.cit.*, s. 8–10.

alizacji inwestycji. Analizując obligacje przychodowe, należy wziąć pod uwagę trzy aspekty ryzyka: projektu inwestycyjnego, inwestora oraz państwa.

Problematyka ryzyka projektu inwestycyjnego jest złożona i rozległa, ponieważ obejmuje zarówno rachunek ekonomicznej opłacalności inwestycji, jak i wybór najbardziej korzystnego wariantu oraz okresu rozpoczęcia jej realizacji. Należy podkreślić, iż projekty inwestycyjne finansowane za pomocą obligacji przychodowych są bardziej złożone, a dodatkowo szybsze tempo zmian w otoczeniu powoduje, że ryzyko takich inwestycji jest coraz większe. Dlatego też ryzyko projektu inwestycyjnego można rozpatrywać w różnych kategoriach i płaszczyznach, najbardziej jednak kompleksowym podejściem wydaje się być kryterium przedmiotowe, według którego wyróżniamy rodzaje ryzyka.

Ryzyko inicjatora (sponsora) – podmiotu odpowiedzialnego za projekt – wiąże się przede wszystkim z kategorią wiarygodności, zarówno wśród potencjalnych pożyczkodawców, jak i potencjalnych kontrahentów. Bez odpowiedniego jej poziomu, realizacja inwestycji może okazać się niemożliwa. Dodatkowo w tego typu przedsięwzięciach wymagany jest wkład własny inicjatora, zatem w tej sytuacji istotna okazuje się zdolność do wygenerowania środków stanowiących o udziale własnym w inwestycji<sup>32</sup>.

Ryzyko źródeł finansowania obejmuje zagrożenie niezgromadzenia w pożądanym czasie odpowiedniego poziomu środków finansowych, niezbędnych do ukończenia projektu. Może także wystąpić sytuacja, iż część inwestorów będzie chciała wycofać zainwestowany kapitał przed terminem lub też wstrzyma się z finansowaniem kolejnych etapów przedsięwzięcia. Należy podkreślić, że ryzyko to dotyczy również inicjatorów, którzy nie będą w stanie zapewnić udziału środków własnych w wysokości wymaganej przez inwestorów zewnętrznych<sup>33</sup>.

Ryzyko nakładów inwestycyjnych związane jest z rzeczywistym, całkowitym kosztem realizacji przedsięwzięcia. Ewentualny wzrost kosztów powyżej zakładanej wartości może doprowadzić do opóźnień w pracach, błędów konstrukcyjnych. Główną przyczyną tego zjawiska jest nieuwzględnienie w szacunkach wszystkich, koniecznych nakładów inwestycyjnych czy też brak generalnego wykonawcy inwestycji, który określa łączną wysokość koniecznych nakładów. Zatem jest to ściśle powiązane z ryzykiem właściwej specyfikacji założeń projekcji finansowych<sup>34</sup>. Wiarygodny biznesplan pozwoli uniknąć tego typu niebezpieczeństw.

<sup>32</sup> J. Listkiewicz i in., *op.cit.*, s. 184–185.

<sup>33</sup> *Ibidem*, s. 185.

<sup>34</sup> *Ibidem*, s. 185–186.

Ryzyko wydłużenia okresu realizacji inwestycji skutkuje wzrostem kosztów realizacji i opóźnionym przejściem przedsięwzięcia do fazy operacyjnej, co wiąże się głównie z niższymi przychodami ze sprzedaży, ale również karami i wypowiedzeniem umów zawartymi z odbiorcami<sup>35</sup>. W przypadku obligacji przychodowych ryzyko to jest szczególnie istotne, z uwagi na konieczność wywiązywania się ze świadczeń przez emitenta wobec obligatariuszy, które są pokrywane z generowanych przychodów. Jednocześnie należy zauważyć, iż szybsza realizacja inwestycji znacznie poprawia sytuację finansową emitenta.

Ryzyko wadliwego wykonania związane jest z prawidłowością realizacji przedsięwzięcia pod względem technicznym. Jest to ściśle powiązane z ryzykiem konstrukcyjnym. Wysoka awaryjność prowadzonej działalności prowadzi do niezadowolenia kontrahentów i możliwości zerwania umów handlowych. Dodatkowo konieczność usuwania usterek podwyższa pierwotnie planowane niezbędne nakłady inwestycyjne<sup>36</sup>.

Ryzyko kontrahentów obejmuje jakość współpracy z dostawcami i odbiorcami. Główne obszary niebezpieczeństwa związane są z niewywiązaniem się z terminowych dostaw, brakiem dostatecznych kwalifikacji wykonawców, niewykonaniem w zaplanowanych terminach określonych zadań, niską jakością robót oraz – co niezwykle istotne – nieregularne płatności odbiorców za nabywane usługi lub towary<sup>37</sup>.

Ryzyko prawne dotyczy niestabilności przepisów prawnych, co może doprowadzić do nieopłacalności inwestycji<sup>38</sup>. Co więcej, rozpoczęcie projektu inwestycyjnego wiąże się z koniecznością uzyskania wymaganych prawem zezwoleń, koncesji i licencji, co jest procesem trudnym i długotrwałym, głównie z uwagi na rozbudowaną biurokrację. Dodatkowo trzeba zaznaczyć, iż ryzyko to jest obecne również przy zawieraniu wielu umów z kontrahentami, które mogą mieć wady prawne, skutkujące ich nieważnością.

Ryzyko popytu obejmuje potencjalną konkurencję i właściwie oszacowaną cenę, jak również kwestię zapewnienia odpowiedniego popytu na usługi lub towary wytwarzane w ramach przedsięwzięcia inwestycyjnego. Źle oszacowane rozmiary popytu stanowią najczęstsze źródło niepowodze-

<sup>35</sup> W. Rogowski, A. Michalczewski, *Ryzyko walutowe i ryzyko stopy procentowej*, Oficyna Wydawnicza, Kraków 2005, s. 32.

<sup>36</sup> J. Listkiewicz i in., *op.cit.*, s. 187.

<sup>37</sup> A. Zachorowska, *Ryzyko działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2006, s. 68–69.

<sup>38</sup> W. Rogowski, A. Michalczewski, *op.cit.*, s. 30.

nia projektu<sup>39</sup>. Dodatkowo przedsięwzięcie nie będzie w stanie generować prognozowanych przychodów. Dlatego też istotna jest szczegółowa analiza popytu, jednak nie tylko aktualnej sytuacji rynkowej, ale przede wszystkim przyszłej.

Ryzyko makroekonomiczne związane jest z otoczeniem makroekonomicznym projektu, które może istotnie wpłynąć na opłacalności inwestycji. Takie czynniki, jak zmiany kursu waluty krajowej czy też zmiany stóp procentowych banku centralnego mogą spowodować znaczące przychody lub też dodatkowe koszty realizacji przedsięwzięcia. Ryzyko to może się ujawnić dopiero po oddaniu inwestycji, dlatego też wszelkie prognozy finansowe muszą opierać się na wiarygodnych przesłankach co do przyszłych warunków gospodarowania<sup>40</sup>.

Ryzyko środowiska dotyczy niebezpieczeństwa wystąpienia zjawisk przyrodniczych mogących zagrozić powodzeniu projektu. Dodatkowo trzeba mieć na uwadze fakt, iż przyjęcie niewłaściwych rozwiązań technicznych, mających negatywny wpływ na środowisko lub też lekceważenie prawa z zakresu ochrony środowiska, może doprowadzić do protestów organizacji ekologicznych, co w konsekwencji – w najlepszym wypadku – opóźni oddanie inwestycji do eksploatacji<sup>41</sup>.

Z punktu widzenia inwestora, nabywanie obligacji przychodowych związane jest oczekiwaniem osiągnięcia zysku wyższego niż przy lokowaniu wolnych środków na przykład w produkty bankowe. Szansie osiągnięcia atrakcyjniejszego zysku nieodłącznie towarzyszy konieczność podejmowania większego ryzyka. Inwestycja w dłużne papiery wartościowe naraża inwestora na co najmniej jedno z następujących rodzajów ryzyka: ryzyko stopy procentowej, ryzyko reinwestycji, ryzyko przedterminowego wykupu, ryzyko niedotrzymania zobowiązań (kredytowe), ryzyko inflacji, ryzyko walutowe, ryzyko płynności, ryzyko zmienności oraz ryzyko ryzyka<sup>42</sup>. Przedstawiona kwalifikacja wydaje się precyzyjnie i w sposób uporządkowany oddawać problem ryzyka inwestycyjnego obligacji przychodowych.

Ryzyko stopy procentowej, zwane też ryzykiem rynkowym, stanowi podstawowy rodzaj ryzyka na całym rynku obligacji. Występuje ono w związku ze zmianami rynkowych stóp procentowych. Polega to na tym, iż występuje od-

---

<sup>39</sup> K. Marcinek, *Ryzyko projektów inwestycyjnych*, Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Katowice 2001, s. 61.

<sup>40</sup> J. Listkiewicz i in., *op.cit.*, s. 187–188.

<sup>41</sup> K. Marcinek, *op.cit.*, s. 74–75.

<sup>42</sup> Por. F. Fabozzi, *Rynki obligacji. Analiza i strategie*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 6; P.K. Nevtitt, *Project financing. Fifth edition*, Euromoney Publications, London 1989, s. 35–37.

wrotna zależność między zmianami stóp procentowych a zmianami cen obligacji. Zatem w sytuacji, gdy inwestor będzie zmuszony do sprzedaży obligacji przychodowych przed terminem wykupu, wzrost stóp procentowych spowoduje dla niego stratę kapitału, ponieważ będzie musiał je sprzedać po cenie niższej niż cena nabycia. W rzeczywistości stopień wrażliwości ceny obligacji na zmiany stóp procentowych zależy od cech danej emisji (okres wykupu, oprocentowanie, opcja przedterminowego wykupu)<sup>43</sup>.

Ryzyko reinwestycji związane jest z problemem inwestowania otrzymanych odsetek z obligacji, z uwagi na wahania rynkowych stóp procentowych. W momencie spadku stóp procentowych, odsetki będą inwestowane na mniej atrakcyjnych warunkach, co w konsekwencji spowoduje spadek stopy zwrotu z danej inwestycji. Ryzyko to wzrasta wraz z wydłużaniem horyzontu czasowego oraz wartością odsetek podlegających reinwestowaniu<sup>44</sup>.

Ryzyko przedterminowego wykupu obejmuje jedynie obligacje przychodowe dające emitentowi prawo do wcześniejszego wykupu wyemitowanych walorów. Emitent korzysta z tego prawa w sytuacji spadku stóp procentowych, gdy są one niższe niż oprocentowanie obligacji przychodowej. W takich warunkach inwestor jest narażony na ryzyko reinwestycji. Ponadto nie jest on w stanie przewidzieć przepływów gotówkowych, jakie wystąpią w okresie do wykupu obligacji. Należy również zauważyć, iż opcja wcześniejszego wykupu ogranicza potencjalny zysk kapitałowy, ponieważ cena rynkowa nie przekroczy znacząco ceny przedterminowego wykupu. Z uwagi na charakterystykę tego rodzaju ryzyka uważa się, że ustępuje ono znaczeniem jedynie ryzyku stopy procentowej<sup>45</sup>.

Ryzyko niedotrzymania zobowiązań (kredytowe) oznacza, że emitent może nie wywiązywać się terminowo ze zobowiązań wynikających z wyemitowanych dłużnych papierów wartościowych, a więc płatności odsetkowych i spłaty nominalu. W przypadku obligacji przychodowych ryzyko to jest wyższe niż dla zwykłych obligacji. Wynika to z faktu, iż płatności te są dokonywane z przychodów generowanych przez finansowane przedsięwzięcie. Przejściowe wstrzymanie, a nawet tylko ograniczenie poziomu uzyskiwanych przychodów będzie miało wpływ na obniżenie wartości obligacji przychodowej. Dodatkowo należy pamiętać, iż obligatariusze mogą być zabezpieczeni tylko na przychodach z przedsię-

---

<sup>43</sup> F. Fabozzi, *op.cit.*, s. 7.

<sup>44</sup> D. Dziawgo, *op.cit.*, s. 30–31.

<sup>45</sup> F. Fabozzi, *op.cit.*, s. 8.

wzięcia, a nie na całym majątku emitenta. W celu zmniejszenia tego ryzyka emitenci dążą do przyznania przez agencję ratingową niezależnej oceny zdolności kredytowej<sup>46</sup>.

Ryzyko inflacji jest wynikiem zmniejszania siły nabywczej pieniądza, co wpływa na realną wartość przepływów pieniężnych z obligacji przychodowych, a tym samym na ich opłacalność<sup>47</sup>. Ryzyko to dotyczy szczególnie dłużnych papierów wartościowych o stałej stopie procentowej, ponieważ wzrost inflacji powoduje, że są one mniej atrakcyjne i w rezultacie ich cena rynkowa spada. Dlatego też w celu eliminacji tego ryzyka, długoterminowe emisje charakteryzuje zmienne oprocentowanie.

Ryzyko walutowe pojawia się wówczas, gdy nabywane obligacje przychodowe są denominowane w walucie obcej. Wtedy realny zysk z inwestycji zależy nie tylko od oprocentowania i ceny nabycia papieru wartościowego, ale również od kursu wymiany walut obowiązującego w momencie dokonywania płatności. Zmiany kursów walut powodują, że nawet jeśli inwestycja w papiery wartościowe denominowane w walucie obcej jest nominalnie bardziej atrakcyjna, to zmiana relacji walut może doprowadzić do sytuacji, że inwestycja w walucie krajowej, charakteryzująca się niższą stopą zwrotu, będzie w efekcie bardziej trafna<sup>48</sup>. Oczywiście sytuacja może być odwrotna, zatem wahania kursu mogą przynosić uczestnikowi rynku zarówno pozytywne, jak i negatywne skutki.

Ryzyko płynności przejawia się brakiem możliwości sprzedaży posiadanych obligacji przychodowych bez utraty wartości w stosunku do bieżącej ceny rynkowej, z powodu „wąskiego rynku”<sup>49</sup>. Podstawową miarą tego ryzyka jest rozpiętość między cenami kupna i sprzedaży. Im większa rozpiętość, tym większe ryzyko płynności. Niedostateczny rozwój rynku dłużnych papierów wartościowych powoduje, iż w polskich realiach ryzyko to ma niezwykle istotne znaczenie. Jednakże w sytuacji, gdy inwestor przewiduje trzymanie obligacji przychodowej aż do daty wykupu, ryzyko to ma dla niego mniejsze znaczenie.

Ryzyko zmienności pojawia się w obligacjach przychodowych z opcjami dodatkowymi, zależnymi od poziomu stóp procentowych oraz innych czynników wpływających na wartość wbudowanych opcji. W przypadku obligacji z opcją przedterminowego wykupu wzrost zmienności stóp procentowych skutkuje

<sup>46</sup> D. Dziawgo, *op.cit.*, s. 30.

<sup>47</sup> J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Olympus, Warszawa 2003, s. 94–95.

<sup>48</sup> *Ibidem*, s. 96.

<sup>49</sup> J. Dubisz, Z. Olejniczak, *op.cit.*, s. 108.



spadkiem cen instrumentu, ponieważ rośnie prawdopodobieństwo wykupu przez emitenta. Ryzykiem zmienności określa się zatem zmianę zakresu wahań stóp procentowych, mających wpływ na cenę obligacji<sup>50</sup>.

Ryzyko ryzyka definiuje się jako niewiedzę o tym, na czym polega ryzyko danego instrumentu finansowego<sup>51</sup>. Ryzyko to dotyczy zwłaszcza obligacji przychodowych jako nowatorskiej konstrukcji papierów wartościowych w polskich warunkach. Z uwagi na małą liczbę dotychczasowych emisji, zależność pomiędzy ryzykiem i zyskiem w obligacjach przychodowych może nie zawsze zostać dobrze rozpoznana przez inwestorów.

Uwzględniając fakt, iż obligacje przychodowe mogą być emitowane przez JST, dodatkowo należy zwrócić uwagę na ryzyko polityczne i prawne. Ryzyko polityczne obejmuje możliwość wystąpienia niespodziewanych zdarzeń polityczno-gospodarczych i społecznych, które mają wpływ na pozycję wyemitowanych obligacji przychodowych na rynku. Można do nich zaliczyć zmiany w parlamencie, rządzie oraz we władzach samorządowych, nieuzasadnione i nieodpowiedzialne wypowiedzi polityków. Ryzyko prawne natomiast wiąże się z niestabilnością przepisów prawnych. Dotyczy ewentualnych zmian w ustawodawstwie, między innymi dotyczącym ochrony środowiska, opłat, podatków, licencji. Ryzyko polityczne i prawne są ściśle ze sobą powiązane<sup>52</sup>.

W realizację omawianych projektów inwestycyjnych, oprócz kapitału pozyskanego z obligacji przychodowych, zaangażowane są również środki publiczne. Ponadto całe przedsięwzięcie służy realizacji zadań publicznych, dlatego też należy przeanalizować ryzyko, które ponosi także państwo przy tego typu inwestycji.

Głównym ryzykiem dla państwa jest właściwe wykonanie zadania publicznego. Celem włączenia kapitału prywatnego jest szybsza i sprawniejsza realizacja przedsięwzięcia. Dlatego też największe niebezpieczeństwo dotyczy wszelkich opóźnień w wykonaniu zadania publicznego lub też jego wadliwego wykonania<sup>53</sup>.

Kolejna sfera to społeczeństwo i ryzyko publicznej akceptacji. Brak akceptacji, a w szczególności brak zrozumienia i akceptacji lokalnej społeczności, może przesądzić o niepowodzeniu całego projektu. Istnieje niebezpieczeństwo bojkotu usług realizowanego przedsięwzięcia z uwagi na niechęć do przekazywania płatności za te usługi podmiotom prywatnym. Zatem często niezbędne staje się na-

<sup>50</sup> F. Fabozzi, *op.cit.*, s. 10.

<sup>51</sup> *Ibidem*.

<sup>52</sup> E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy*, PWE, Warszawa 2007, s. 113.

<sup>53</sup> J. Listkiewicz i in., *op.cit.*, s. 187.

wiązanie korzystnych stosunków ze społecznością lokalną oraz uświadomienie długookresowych, korzystnych efektów inwestycji<sup>54</sup>.

Przy łączeniu kapitału prywatnego z publicznym zawsze istnieje ryzyko nadużyć i korupcji. Procesowi wyboru, a następnie działań partnerów przy realizacji zadania publicznego niekoniecznie musi towarzyszyć efektywność. Istnieje możliwość łamania prawa, korupcji, braku oszczędności, co prowadzi do bezpośrednich strat budżetowych. Co więcej, może to zniechęcić prywatne podmioty do finansowania tego typu przedsięwzięć. W konsekwencji doprowadzi to do znacznego odsunięcia w czasie realizacji wielu zadań publicznych, z uwagi na niewystarczający poziom środków publicznych.

Należy także dostrzec ryzyko utraty kontroli państwa nad realizacją zadania publicznego. Celem realizacji przedsięwzięć inwestycyjnych za pomocą kapitału prywatnego jest podnoszenie standardu usług publicznych. Jednakże wraz ze wzrostem znaczenia w projekcie podmiotów prywatnych może zostać ograniczona kontrola państwa oraz dominacja prywatnych korzyści. Dlatego też istotne jest stworzenie warunków takiej współpracy z podmiotami prywatnymi, która zapewni poszanowanie interesu publicznego<sup>55</sup>.

Konkludując, realizacji inwestycji towarzyszy wiele rodzajów ryzyka, które należy rozpatrywać wielowymiarowo. Z uwagi na fakt, iż każde przedsięwzięcie ma odmienny, indywidualny charakter, ryzyko to ma różną wielkość. Największe jest w przypadku projektów nowych, innowacyjnych, odnośnie do których zaangażowane podmioty nie zdobyły odpowiedniej wiedzy i wystarczającego doświadczenia. Analizując inwestycje finansowane za pomocą obligacji przychodowych, należy podkreślić, że największe ryzyko projektu związane jest z właściwie oszacowanymi nakładami inwestycyjnymi, oddaniem go do eksploatacji w zaplanowanym czasie oraz z zapewnieniem działalności odpowiedniego popytu. Związane jest to z koniecznością generowania przez przedsięwzięcie stabilnych przychodów w określonym czasie, tak aby emitent był w stanie wywiązać się ze zobowiązań wobec obligatariuszy. Inwestorzy zainteresowani lokatą kapitału w obligacje przychodowe muszą szczególnie dużą uwagę zwrócić na ryzyko niedotrzymania zobowiązań oraz ryzyko płynności. Dzieje się tak, ponieważ obligatariusz nie jest zabezpieczony na całym majątku emitenta. Co więcej, niższy niż zakładano poziom przychodów z przedsięwzięcia w znacznym stopniu utrudni emitentowi wypłatę należnych świadczeń. Natomiast brak płynnego rynku dłużnych papie-

<sup>54</sup> K. Marcinek, *op.cit.*, s. 69.

<sup>55</sup> B.P. Korbus, M. Strawiński, *Partnerstwo publiczno-prywatne. Nowa forma realizacji zadań publicznych*, LexisNexis, Warszawa 2006, s. 58.

rów wartościowych powoduje, że ewentualna odsprzedaż instrumentu i wycofanie się z inwestycji może okazać się zadaniem niemożliwym. Jako że obligacje przychodowe mają być sposobem na przyspieszenie realizacji zadań publicznych, należy również zauważyć ryzyko ponoszone przez państwo w postaci wadliwego wykonania inwestycji, co spowoduje konieczność wydatkowania dodatkowych kwot, utraty kontroli nad jej realizacją oraz niezadowolenia społeczeństwa z angażowania podmiotów prywatnych, co może przyczynić się do bojkotu usług.

#### 4. Perspektywy wykorzystania obligacji przychodowych

Obligacje przychodowe w Polsce są stosunkowo nowym źródłem pozyskania środków na sfinansowanie projektów inwestycyjnych – jak dotychczas rzadko stosowanym. Ich charakterystyka sprawia, że mają szansę stać się ważnym instrumentem finansowym, wspierającym realizację zadań publicznych. Dużą rolę powinny odegrać zwłaszcza przy projektach współfinansowanych z funduszy Unii Europejskiej. Jednakże ich sprawne funkcjonowanie w polskich warunkach wymaga jeszcze wielu zmian, zarówno w aspekcie prawnym, rynkowym, jak i technicznym.

Analizując uwarunkowania prawne, należy podkreślić, iż celem ustawodawcy, wzorem amerykańskich *revenue bonds*, było wprowadzenie instrumentu służącego finansowaniu zadań publicznych. Przyczyniło się to z jednej strony do znacznego ograniczenia liczby podmiotów mogących pozyskiwać w ten sposób kapitał, co skutecznie utrudnia rozpowszechnienie się obligacji przychodowych. Z drugiej strony należy jednak zauważyć, że pomimo kilku nie do końca precyzyjnych sformułowań w ustawie<sup>56</sup>, zarówno interesy emitenta, jak i obligatariusza zostały stosunkowo dobrze zabezpieczone, oczywiście uwzględniając specyfikę tego instrumentu. Obowiązujące przepisy prawne sprawiają, iż najczęściej tym źródłem kapitału zewnętrznego powinny interesować się JST, ponieważ jest on szczególnie dla nich atrakcyjny – nie obciąża budżetu oraz nie jest wliczany do wskaźników zadłużenia JST. Należy być również świadomym faktu, iż ustawodawca często dodaje nowe i modyfikuje istniejące regulacje prawne. Obecnie pojawiające się zmiany zmierzają w kierunku zwiększania zainteresowania obligacjami przychodowymi. Dużą szansę stanowi ustawa o partnerstwie publiczno-prywatnym, która uregulowała warunki współpracy podmiotu publicznego i partnera prywatnego. Powinno to się przyczynić do nowych inwestycji z zakresu zadań publicznych, na które dotychczas brakowało środków. Przedsięwzięcia te mogą być realizowane przez specjalnie do tego powołane spółki celowe, dla

<sup>56</sup> Szerzej na temat pisze M. Bitner, *op.cit.*, s. 16–18.

których, z kolei, atrakcyjnym źródłem finansowania wydają się być obligacje przychodowe. Jednakże kluczową rolę powinno odegrać zwolnienie wyboru podmiotów organizujących emisję spod regulacji prawa zamówień publicznych, co znacznie przyspiesza cały proces i daje nadzieję, że samorzady w końcu zainteresują się na szerszą skalę dłużnymi papierami wartościowymi jako zewnętrznym źródłem finansowania inwestycji. Na tej podstawie można wnioskować, iż upraszczanie systemu prawnego jest sposobem na popularyzację nowych, innowacyjnych instrumentów finansowych.

Tabela 1

## Cechy obligacji przychodowych

Silne strony	Słabe strony
<ul style="list-style-type: none"> <li>– nie obciążają budżetu JST,</li> <li>– wyodrębnienie emisji z gospodarki finansowej JST,</li> <li>– nie są wliczane do wskaźników zadłużenia JST,</li> <li>– ograniczona odpowiedzialność emitenta,</li> <li>– samodzielne kształtowanie warunków emisji,</li> <li>– możliwość elastycznego dopasowania kolejnych transz w zależności od potrzeb inwestycyjnych,</li> <li>– możliwość elastycznego określenia terminu wykupu i spłaty odsetek, w tym wykupu obligacji w ratach,</li> <li>– długoterminowy charakter finansowania,</li> <li>– możliwość zbywania na rynku wtórnym,</li> <li>– aspekty medialny i promocyjny towarzyszący pierwszym emisją.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– wysokie koszty emisji,</li> <li>– obowiązki informacyjne emitenta,</li> <li>– wskazane jest uzyskanie oceny agencji ratingowej, co wiąże się z dużymi kosztami,</li> <li>– brak możliwości renegotjacji warunków emisji,</li> <li>– skomplikowany proces pozyskania środków,</li> <li>– konieczność wypłaty wyższych odsetek z uwagi na wyższe ryzyko inwestowania.</li> </ul>

Zródło: opracowanie własne.

Istotnym problemem dla popularyzacji obligacji przychodowych w Polsce jest wybór odpowiedniego projektu inwestycyjnego. Największą ekonomiczność obligacje przychodowe osiągają przy programach powyżej 100 mln PLN<sup>57</sup>. Związane jest to z wysokimi kosztami emisji, w skład których wchodzi przede wszystkim koszty pozyskania ratingu oraz koszty korzystania z usług profesjonalistów, bez których emisja ma małe szanse powodzenia. Fakt ten znacząco zawęża krąg potencjalnych projektów, ponieważ przekracza to możliwości lub potrzeby inwestycyjne wielu samorządów. Ponadto przedsięwzięcie musi generować stabilne i wysokie przychody w długim okresie. Realizowane zadania publiczne mają na

<sup>57</sup> M. Lewandowski, *op.cit.*, s. 18.

celu podniesienie komfortu życia społeczeństwa. Trudno jednak oczekiwać, by podwyżka cen za korzystanie z bieżącej wody czy środków komunikacji miejskiej spotkała się entuzjazmem obywateli. Zmiany polityki cenowej wiążą się z niebezpieczeństwem niezadowolenia społecznego oraz stają się okazją do walki politycznej. Jednocześnie należy być świadomym faktu, iż szczególnie władze samorządowe, planując inwestycję, stają przed dylematem, czy zaciągnąć zobowiązanie i szybko zakończyć przedsięwzięcie, czy też sfinansować je ze środków własnych, a wtedy rozpoczęcie projektu odłożyć na co najmniej kilka lat. Koszty związane z wykorzystaniem obcego finansowania początkowo przynoszą obawy i sprzeciw społeczeństwa, które po czasie docenia korzyści płynące z szybszego posiadania w regionie oczyszczalni ścieków czy nowoczesnego szpitala.

Trzeba podkreślić, iż obligacje przychodowe są szczególnie atrakcyjnym źródłem finansowania zewnętrznego przy realizacji kapitałochłonnych inwestycji. Wtedy ich emisja wydaje się być lepszym rozwiązaniem niż kredyt bankowy czy też zwykłe obligacje. Jednakże na rynku pojawiła się inna innowacyjna metoda realizacji kapitałochłonnych inwestycji w postaci *project finance*. Ustawodawca nie określił żadnych ograniczeń w zakresie korzystania z tej metody, w czym tkwi jej istotna przewaga. Obligacje przychodowe służą wyłącznie realizacji zadań z zakresu użyteczności publicznej, które mogą również zostać zrealizowane metodą *project finance*. Zatem na przeszkodzie szybszej popularyzacji obligacji przychodowych z pewnością staną alternatywne instrumenty w zakresie finansowania potrzeb użytkownika.

Dużym hamulcem rozwoju obligacji przychodowych w Polsce jest słabo rozwinięty rynek dłużnych papierów wartościowych oraz mocna pozycja banków. JST i inne podmioty najczęściej poszukują zewnętrznych źródeł finansowania właśnie wśród oferty kredytowej banków. Decyduje o tym powszechne przekonanie, iż kredyt jest tańszy i łatwiejszy do pozyskania niż emisja obligacji, co nie zawsze znajduje odzwierciedlenie w rzeczywistości. Sytuacja ta w przyszłości może ulec zmianie, z uwagi na słabe zabezpieczenia oferowane głównie przez JST, jak również oczekiwania z ich strony niskiej marży, co powoli zniechęca kolejne banki do finansowania inwestycji komunalnych. Dodatkowo finansowanie się kredytem bankowym czy też zwykłymi obligacjami jest ograniczone regulacjami prawnymi w postaci wskaźników zadłużenia. Wszystkie te czynniki zmuszą organy JST do poszukiwania kapitału w alternatywny sposób i w tym momencie obligacje przychodowe powinny odegrać znaczącą rolę. Z kolei słaby rynek papierów dłużnych jest jedną z przyczyn, że emisje są przeprowadzane

w trybie niepublicznym. W ten sposób oferta jest kierowana wyłącznie do inwestorów instytucjonalnych, których liczba i potrzeby są ograniczone. Biorąc pod uwagę wielkość poszczególnych emisji, pojawia się niebezpieczeństwo, że kolejne mogą nie znaleźć nabywców i emitent nie pozyska oczekiwanej wielkości kapitału. Szansą poprawy tej sytuacji jest dopuszczenie do rynku inwestorów indywidualnych, którzy odgrywają istotną rolę na polskim rynku kapitałowym. Jednakże do tego niezbędny jest rozwój wtórnego rynku dłużnych papierów wartościowych, a w szczególności pozaskarbowych. Zatem dopóki nie będzie istniał taki płynny rynek, obligacje przychodowe raczej nie staną się często wykorzystywanym instrumentem.

Tabela 2

## Zewnętrzne uwarunkowania przeprowadzania emisji obligacji przychodowych

Szanse	Zagrożenia
<ul style="list-style-type: none"> <li>– potrzeba szybkiej realizacji wielu publicznych inwestycji,</li> <li>– niedobór publicznych środków finansowych,</li> <li>– popyt inwestorów instytucjonalnych na tego typu papiery wartościowe,</li> <li>– dostępność funduszy unijnych,</li> <li>– globalizacja rynków finansowych,</li> <li>– zmiany w przepisach prawnych,</li> <li>– pojawiający się spadek zainteresowania banków dla kredytowania inwestycji JST.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– słabość krajowego rynku dłużnych papierów wartościowych,</li> <li>– skromne doświadczenia krajowych podmiotów w zakresie przygotowania emisji i jej obsługi,</li> <li>– opór wobec innowacyjnych rozwiązań,</li> <li>– limity inwestycyjne dla inwestorów instytucjonalnych,</li> <li>– mocna pozycja banków w zakresie finansowania JST,</li> <li>– niedobór wykwalifikowanej kadry w organach JST i władz państwowych,</li> <li>– brak kompleksowej oferty banków w zakresie świadczenia usług w ramach emisji,</li> <li>– nowe, alternatywne metody realizacji inwestycji.</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne.

Emisja obligacji przychodowych przez MWiK w Bydgoszczy częściowo przełamała barierę strachu przed tą formą pozyskiwania kapitału. Praktyka pokazuje, iż sukces bydgoskiej emisji z pewnością zachęci inne podmioty do zainteresowania się tymi papierami wartościowymi. Dowodem na to jest druga emisja obligacji przychodowych w Polsce, która została przeprowadzona przez Miejskie Przedsiębiorstwo Komunikacyjne (MPK) w Łodzi. Należy przypuszczać, że im częstsze będą emisje, które zakończą się sukcesem i przyniosą kolejne doświadczenia, tym więcej podmiotów „zaufa” nowemu instrumentowi finansowemu. Problemem może być jednak stosunkowo niski poziom kwalifi-

kacji osób w organach JST, jak również brak wyspecjalizowanych kadr w ich otoczeniu. Jednocześnie chodzi o zainteresowanie obligacjami przychodowymi z pewnością doprowadzi do zaangażowania się banków w proces rozpowszechniania tych instrumentów finansowych. Banki, dostrzegając tę atrakcyjną niszę rynkową, szybko zaoferują szeroką ofertę w zakresie kompleksowej organizacji i obsługi emisji, co z pewnością pozytywnie wpłynie na popularność obligacji przychodowych. Dobrym przykładem może być Bank BPH, który nie ma w ofercie standardowych usług dla sektora publicznego ani doświadczenia w tego typu dłużnych papierach wartościowych. Jednakże podjął się zorganizowania emisji dla swojego długoletniego klienta – MPK, a wszystkie rozwiązania dopasował do jego konkretnych potrzeb. Świadczy to o gotowości banków w Polsce do oferowania profesjonalnych usług w zakresie organizowania emisji obligacji przychodowych.

Wskazuje się, iż największą wartością dodaną towarzyszącą pierwszym transakcjom emisji obligacji przychodowych jest kreowanie pozytywnego wizerunku na rynku kapitałowym, a zatem aspekt promocyjny i medialny. Korzystny wizerunek oddziałuje także na właściciela spółki oraz podlega „dyskontowaniu” w przyszłości. Pierwsze programy emisji obligacji przychodowych, z uwagi na ich pionierski i nowatorski charakter, implikują pozytywny rozgłos i promocję emitenta<sup>58</sup>. Podmioty, chcąc wykorzystać tę sytuację, powinny jak najszybciej zainteresować się tym źródłem finansowania inwestycji. Mogą się zatem pojawić na rynku kolejne emisje, co stanowi dużą szansę na popularyzację tego instrumentu.

Podsumowując, powszechne wykorzystywanie obligacji przychodowych przyspieszyłoby rozwój wielu regionów. Umożliwiłoby zrealizowanie kapitałochłonnych projektów, dla których finansowanie za pomocą kredytu bankowego czy zwykłych obligacji jest niewystarczające i znacznie wydłużałoby realizację inwestycji w czasie. Trudno jednak oczekiwać, aby w krótkim czasie stały się one powszechnie wykorzystywanym instrumentem finansowym. Związane jest to z występującymi przeszkodami, które jednak nie dla wszystkich podmiotów stanowią bariery nie do przejścia. Charakterystyka obligacji przychodowych sprawia, że dla niektórych z nich okażą się one optymalnym źródłem kapitału zewnętrznego. Dlatego też należy przypuszczać, iż kolejne emisje obligacji przychodowych będą pojawiać się na rynku, jednakże nie staną się najpopularniejszym instrumentem finansowania inwestycji.

<sup>58</sup> *Obligacje przychodowe jako źródło pozyskania kapitału na inwestycje*, „Infrastruktura – Środowisko – Energia”, dodatek promocyjno-reklamowy do „Rzeczpospolitej” z 20 marca 2007.

## Literatura

- Braziewicz O., *Partnerstwo publiczno-prywatne: korzyści i zagrożenia*, w: *Gospodarka lokalna i regionalna w teorii i praktyce*, red. R. Brol, Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu, Wrocław 2005.
- Brzozowska K., *Partnerstwo publiczno-prywatne. Przesłanki, możliwości, bariery*, CeDeWu, Warszawa 2006.
- Cenkier A., *Próba oceny warunków dla rozwoju partnerstwa publiczno-prywatnego w Polsce*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów. Zeszyt Naukowy 65, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2006.
- Ciupek B., *Partnerstwo publiczno-prywatne sposobem na sfinansowanie rozwoju infrastruktury gospodarczej*, w: *Finanse*, red. B. Pietrzak, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2005.
- Dubisz J., Olejniczak Z., *Inwestycje kapitałowe. Ryzyko, wycena i dywersyfikacja portfeli inwestycyjnych*, Wyższa Szkoła Zarządzania i Bankowości w Poznaniu, Poznań 2003.
- Dziawgo D., *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Fabozzi F., *Rynki obligacji. Analiza i strategie*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- „Infrastruktura – Środowisko – Energia”, dodatek promocyjno-reklamowy do „Rzeczpospolitej” z 20 marca 2007.
- Inwestorzy w obrotach giełdowych (II połowa 2006 roku)*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, <http://www.gpw.com.pl/zrodla/gpw/prezentacje/Inwestorzy2006.ppt>.
- Knight F.H., *Risk, Uncertainty and Profit*, w: *Entrepreneurship*, red. M. Casson, An Elgar Reference Collection, Aldershot 1990.
- Korbus B.P., Strawński M., *Partnerstwo publiczno-prywatne. Nowa forma realizacji zadań publicznych*, LexisNexis, Warszawa 2006.
- Kostrzewski L., Miączyński P., *Publiczno-prywatne partnerstwo już możliwe*, „Gazeta Wyborcza” z 27 czerwca 2006.
- Kulesza M., Bitner M., Kozłowska A., *Ustawa o partnerstwie publiczno-prywatnym. Komentarz*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2006.
- Lewandowski M., *Finansowanie inwestycji poprzez emisję obligacji*. Citybank Handlowy, Warszawa 2005.
- Listkiewicz J. i in., *Metody realizacji projektów inwestycyjnych: planowanie finansowe, ocena project finance, corporate finance*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2004.
- Mackiewicz M. i in., *Budżet i finanse 2006: poradnik dla samorządów*, Municipium, Warszawa 2006.
- Marcinek K., *Ryzyko projektów inwestycyjnych*, Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Katowice 2001.



- Mistereck W., *Emisja obligacji komunalnych jako przykład współpracy pomiędzy instytucjami finansowymi a jednostkami samorządu terytorialnego*, w: *Rynek finansowy. Instytucje, strategie, instrumenty*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, UMCS w Lublinie, Lublin 2003.
- Nevitt P.K., *Project financing*, Euromoney Publications, London 1989.
- Ocena skutków regulacji. Rządowy projekt ustawy o drogowych spółkach specjalnego przeznaczenia*, Sejm Rzeczypospolitej Polskiej, <http://orka.sejm.gov.pl/Druki5ka.nsf/wgdruk/856>.
- Ostrowska E., *Rynek kapitałowy*, PWE, Warszawa 2007.
- Podsumowanie IV kwartału 2006 i roku 2006 na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, Fitch Polska, [http://www.fitchpolska.com.pl/shared/Q4\\_2006\\_pol.pdf](http://www.fitchpolska.com.pl/shared/Q4_2006_pol.pdf).
- Projekt ustawy o drogowych spółkach specjalnego przeznaczenia, przedłożony przez ministra transportu, Kancelaria Prezesa Rady Ministrów, [http://www.kprm.gov.pl/3585\\_17725.htm](http://www.kprm.gov.pl/3585_17725.htm).
- Raport roczny 2005*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, <http://www.gpw.com.pl/zrodla/gpw/pdf/annual/raport2005/annualreport2005.pdf>.
- Ritchie B., Marshall D., *Business Risk Management*, Chapman & Hall, London 1993.
- Rogowski W., Michalczewski A., *Ryzyko walutowe i ryzyko stopy procentowej*, Oficyna Wydawnicza, Kraków 2005.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 3 lutego 2004 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne DzU 2004, nr 32, poz. 276 z późn. zm.
- Sławiński A., *Rola inwestorów instytucjonalnych, banków i funduszy arbitrażowych w rozwoju światowego rynku finansowego*, „Biuletyn Bankowy” 2006, nr 12.
- Socha J., *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Olympus, Warszawa 2003.
- Święcicki M., *Rynek obligacji komunalnych z perspektywy organizatora emisji*, w: *Obligacje komunalne w Polsce*, red. E. Balcerowicz, Zeszyty BRE Bank–CASE, Warszawa 2006.
- Ustawa z dnia 12 stycznia 2007 r. o drogowych spółkach specjalnego przeznaczenia, DzU 2007, nr 23, poz. 136.
- Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej, DzU 2003, nr 124, poz. 1151 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 28 lipca 2005 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym, DzU 2005, nr 169, poz. 1420.
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, DzU 2004, nr 159, poz. 1667 z późn. zm.

---

Ustawa z dnia 29 stycznia 2004 r. Prawo zamówień publicznych, DzU 2006, nr 164, poz. 1163 z późn. zm.

*Uzasadnienie. Rządowy projekt ustawy o drogowych spółkach specjalnego przeznaczenia*, Sejm Rzeczypospolitej Polskiej, <http://orka.sejm.gov.pl/Druki5ka.nsf/wgdruku/856>.

Vaughan E.J., Vaughan T.M., *Fundamentals of risk and insurance*, John Wiley & Sons, New York 1999.

Zachorowska A., *Ryzyko działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2006.

## **CONDITIONS FOR REVENUE BONDS DEVELOPMENT IN POLAND**

### **Summary**

The purpose of this paper is to present conditions for extensive use of revenue bonds in the process of financing territorial self-government investments. New legal provisions for issuance of this financial instrument are addressed, together with supply/demand aspects of revenue bonds and perspectives for their use.

*Translated by Dorota Korenik*