



Finansowanie inwestycji w spółkach komunalnych

Samorządy ciągle szukają nowych, lepszych sposobów wykonywania zadań własnych i finansowania inwestycji z nimi związanych. Jednym z rozwiązań jest powoływanie w tym celu jednoosobowych spółek komunalnych. W Polsce jest już ponad 3.000 spółek komunalnych, ale trend ten zyskał na sile od momentu tzw. centralizacji VAT. Wcześniej powoływało się spółki głównie ze względu na możliwość lepszego gospodarowania mieniem komunalnym, ale ostatnio dużo spółek powstaje ze względu na łatwiejsze i pełniejsze odliczenie VAT od inwestycji, a także możliwość sfinansowania tych inwestycji kredytem niewchodzącym do limitów zadłużenia samorządu.

Autor: Mariusz Gołaszewski*

Zgodnie z ustawą o samorządzie gminnym z 8 marca 1990 r. (i odpowiednio dla pozostałych szczebli samorządowych) jednostki samorządu terytorialnego mają prawo do tworzenia i prowadzenia spółek komunalnych dedykowanych do realizacji zadań o charakterze użyteczności publicznej. Gmina (powiat lub województwo) może przekazać realizację zadań własnych spółce komunalnej w trybie powierzenia zadań własnych. Powierzenie może dotyczyć w szczególności wybudowania i administracji obiektami użyteczności publicznej. Ten sposób jest już od dawna stosowany przez duże miasta, a w ostatnich latach także przez powiaty, mniejsze miasta i gminy wiejskie.

Najczęściej spółki komunalne zajmują się: gospodarką wodno-kanalizacyjną, ciepłownictwem, zarządzaniem mieniem gminy (nieruchomościami), turystyką, sportem i rekreacją, budownictwem mieszkaniowym (TBS-y), gospodarką odpadami, ochroną zdrowia i szpitalnictwem, komunikacją, budową i modernizacją dróg i tzw. ogólną gospodarką komunalną (np. utrzymanie czystości ulic, pielęgnacja zieleni itp.). Każda z tych typów spółek ma swoją specyfikę i problemy, a także specyficzne mechanizmy podejścia do zdobywania finansowania.

Omawiając zalety wyodrębnienia sposobu realizacji zadań własnych w formie spółek komunalnych, warto podkreślić trzy aspekty: rozliczenia VAT, odrębność bilansowa, zwłaszcza w kontekście zadłużenia, i zwiększona efektywność działania.

Nie wchodząc zbyt mocno w tematykę podatkową warto zauważyć, że spółka komunalna jest osobnym od JST podatnikiem VAT i sama go rozlicza. Nie jest więc związana przepisami dot. centralizacji VAT w JST, ani prewspółczynnikiem wyliczanym dla gminy. Jeśli przychody spółki są w całości opodatkowane VAT, to VAT naliczony w fakturach inwestycyjnych służących działalności opodatkowanej będzie mógł być spółce w całości zwrócony. Jeśli przedmiotem działalności spółki jest dzierżawa budynków gminie na podstawie faktur VAT, to VAT związany z kosztami tych inwestycji, a także z kosztami operacyjnymi można odliczyć. W porównaniu z budową obiektu bezpośrednio przez gminę koszt spada o wartość VAT. Przykłady takich sytuacji to praktycznie wszystkie budynki użyteczności publicznej (szkoły, przedszkola, urzędy, biblioteki, stadiony, baseny, hale sportowe, mieszkania komunalne), które może budować spółka komunalna infrastrukturalna i dzierżawić je samorządowi. Jeśli wybuduje je bezpośrednio samorząd, zwrot VAT-u nie będzie możliwy (ewentualnie do wysokości prewspółczynnika).

Drugą najbardziej oczywistą zaletą powierzenia realizacji inwestycji spółce komunalnej jest fakt, że zadłużenie zaciągane na tę inwestycję przez spółkę komunalną nie konsoliduje się z zadłużeniem samorządu. Zadłużenie spółki nie obciąża więc wskaźnika zadłużenia z art. 243 ustawy o finansach publicznych.

Ostatnim elementem mocno podkreślanym w literaturze jest zwiększenie efektywności działania spółki w porównaniu z zakładem budżetowym czy jednostką organizacyjną. W obu ostatnich przypadkach, jeśli kierownik zredukuje koszty lub zwiększy przychody, to wypracowana nadwyżka jest przekazywana do budżetu JST. Brak jest więc motywacji do takiego działania i większości zarządzający skupiają się na wykonaniu budżetu wydatkowego („żeby w przyszłym roku nie obciążli”), nie interesując się ogólnym wynikiem działalności. W przypadku spółki to zarząd odpowiada za efektywność działania. Zwiększanie tej efektywności, tj. wzrost przychodów czy obniżanie kosztów, przekłada się bezpośrednio poprzez zysk na rozwój możliwości działania spółki i ewentualne możliwości nagradzania pracowników. Występuje zatem naturalna motywacja do takiego działania.

Źródła finansowania działalności spółki komunalnej

Powierzając spółce zadania własne jednostka samorządowa może ją wyposażać w majątek i umożliwić jej zdobywanie finansowania na warunkach rynkowych. Poniżej przedstawię autorski przegląd sposobów finansowania działalności spółek komunalnych stosowanych w Polsce.

Kapitał własny

Kapitał własny to środki własne wpłacane do spółki w formie podniesienia kapitału podstawowego lub zapasowego albo środki wypracowane przez przedsiębiorstwo w poprzednich okresach w postaci zysków. W początkowej fazie nowej działalności dla małej firmy jest to zazwyczaj podstawowe źródło finansowania jej działalności. W przypadku spółki komunalnej będącej w 100 proc. własnością gminy kapitał własny obejmuje środki przekazane spółce przez gminę. Kapitał własny może zostać spółce przekazany w po-

staci wkładu rzeczowego (aportu) lub w postaci środków pieniężnych. Gmina w zamian za przekazane środki obejmuje udziały w spółce.

Nadwyżka operacyjna

Nadwyżka operacyjna to forma finansowania wewnętrznego – generowanego przez samą spółkę komunalną. Finansowanie wewnętrzne, często nazywane także samofinansowaniem, polega na pokrywaniu potrzeb kapitałowych przedsiębiorstwa z własnych funduszy. Źródłem tych funduszy są nadwyżki finansowe (net cash flows) generowane przez przedsiębiorstwa w swojej działalności. W przypadku osiągania przez przedsiębiorstwo zysków na poziomie EBITDA (zysk operacyjny + amortyzacja) w spółce powstanie nadwyżka finansowa, która może zostać użyta do celów finansowania inwestycji lub przeznaczona na wypłatę dywidend dla właścicieli. Wartość EBITDA będzie miała kluczowe znaczenie w sytuacji planów finansowania z kredytów czy obligacji.

Finansowanie bankowe

Najczęstszą formą finansowania dłużnego spółek komunalnych jest kredyt bankowy. Najczęściej udziela się kredytów do 20 lat (na mieszkania do 30 lat). Oprocentowanie jest zmienne, oparte na WIBOR 1M lub 3M powiększone o marżę 1–3 proc. (głównie w zależności od terminu spłaty). W Polsce udzielaniem kredytów dla spółek komunalnych zajmuje się większość banków, także spółdzielczych. Niestety jedynie nieduża ich część rozumie i jest w stanie zaakceptować specyfikę tych spółek, co oznacza, że większość banków będzie oceniała spółki komunalne tak jak zwykłych przedsiębiorców, co często prowadzi do odmowy udzielania kredytów. Zagadnienie zdolności kredytowej i specyfikę spółek komunalnych w tym zakresie omówię w dalszej części artykułu.

Alternatywą dla standardowego kredytu są obligacje korporacyjne zabezpieczone lub obligacje przychodowe. Obligacje to papiery wartościowe dające posiadaczowi prawo do otrzymania w określonym terminie sumy pieniężnej określonej w obligacji oraz odsetek. Obligacje spółek komunalnych na polskim rynku obejmują banki, przeprowadzając przed inwestycją podobną analizę zdolności kredytowej, jaka ma

miejsce przy kredytach. Obecnie okres finansowania obligacjami to maksymalnie 20 lat. Oprocentowanie jest najczęściej zmienne, oparte na WIBOR 6M powiększonym o marżę w wysokości 1,5–2,5 proc. (w zależności od okresu spłaty i kondycji finansowej emitenta). Obligacje przychodowe są specyficzną formą obligacji dedykowaną sektorowi publicznemu. Założeniem obligacji przychodowej jest, aby zobowiązanie pieniężne z nią związane zostało spłacone z określonego przychodu. Emitent może ograniczyć w treści obligacji swoją odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z tych obligacji do ściśle wyodrębnionego źródła, jakim jest kwota przychodów z przedsięwzięcia lub wartość majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszowi służy prawo pierwszeństwa na zasadach określonych w ustawie. „Przedsięwzięcie” jest to jakakolwiek dająca się wyodrębnić część działalności emitenta. Najczęściej są to obszary gospodarki wodno-kanalizacyjnej, transportu publicznego, gospodarki odpadami, ale też hale widowiskowo-sportowe, budynki mieszkalne, infrastruktura internetowa i inne. Przedsięwzięcia mogą przynosić dochód, ale nie muszą. Obligacje mogą finansować inwestycje w dane przedsięwzięcie a majątek przedsięwzięcia może być zabezpieczeniem na poczet spłaty tych obligacji.

W zakresie gospodarki wodno-kanalizacyjnej obligacje przychodowe mogą posłużyć zarówno finansowaniu modernizacji istniejących sieci wodno-kanalizacyjnych, jak i budowy nowej infrastruktury. Nie bez znaczenia jest możliwość połączenia finansowania obligacjami przychodowymi z dofinansowaniem ze środków UE (głównie w ramach Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko) – w odniesieniu do projektów, których celem jest zaopatrzenie mieszkańców aglomeracji w dobrej jakości wodę pitną, jak również rozwiązanie kwestii dotyczących gromadzenia, oczyszczania i odprowadzania ścieków. Przedsięwzięcia z tego obszaru zadań użyteczności publicznej zostały sfinansowane w drodze emisji obligacji przychodowych w Bydgoszczy (2005 rok) i w Gnieźnie (2012 rok).

Leasing operacyjny i finansowy

Leasing środków trwałych jest dla wielu spółek finansowaniem łatwiejszym do pozyskania ze względu na fakt, że

do momentu spłaty to leasingodawca pozostaje właścicielem udostępnionej rzeczy i jest to bardzo efektywne zabezpieczenie finansowania. W ramach leasingu jedna ze stron umowy (finansujący, leasingodawca) przekazuje drugiej stronie (korzystającemu, leasingobiorcy) prawo do korzystania z określonej rzeczy na pewien uzgodniony w umowie leasingu okres, w zamian za ustalone ratalne opłaty (raty leasingowe).

Finansowanie kapitałowe (z udziałem inwestora finansowego)

Trochę bardziej skomplikowanym sposobem pozyskania środków jest pozyskanie ich w formie finansowania kapitałowego. Projekty takie na polskim rynku realizowane są już przez Polski Fundusz Rozwoju S.A. i Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych PFR S.A. i dotyczą inwestycji mieszkaniowych, wodno-kanalizacyjnych, ciepłowniczych i rewitalizacyjnych.

Ten typ finansowania zazwyczaj przyjmuje formę nabycia przez inwestora finansowego nowych udziałów w istniejącej komunalnej sp. z o.o. Możliwe jest też powołanie z inwestorem finansowym nowej spółki. W obu tych przypadkach następuje przekazanie środków spółce na inwestycje.

Inną odmianą finansowania kapitałowego jest zakup przez inwestora mniejszościowego pakietu udziałów spółki od samorządu. Wtedy następuje przekazanie środków samorządowi, który ujmuje je jako środki ze sprzedaży majątku.

We wszystkich tych przypadkach z inwestorem finansowym ustalana jest ścieżka i horyzont wyjścia z inwestycji kapitałowej. Następuje ono zazwyczaj poprzez stopniowe odkupywanie udziałów lub akcji przez samorząd lub przez samą spółkę, która następnie te udziały umarza.

Zaletą tych rozwiązań jest możliwość sfinansowania inwestycji bez generowania nowego długu.

Europejski Bank Inwestycyjny

Wśród instytucji zajmujących się finansowaniem zasadniczą dla polskich samorządów jest Europejski Bank Inwestycyjny (dalej EBI). Akcjonariuszami EBI są państwa członkowskie UE, a zasadniczym celem działania

jest wspieranie implementacji polityki Unii Europejskiej.

Możliwości wsparcia finansowego ze strony EBI dla spółek komunalnych prowadzają się do dwóch głównych ścieżek: wsparcie poprzez lokalnych partnerów EBI i bezpośrednio wsparcie samorządu przez EBI.

W przypadku pierwszej możliwości EBI rozdziela możliwe wsparcie finansowe poprzez lokalnych partnerów. Partnerzy mogą ubiegać się o otrzymanie środków z EBI, które następnie rozdysponowują wśród samorządów. Do listy lokalnych partnerów w Polsce należy 16 instytucji, największe znaczenie mają BGK, PKO BP S.A. i Pekao S.A. Praktyka wsparcia przez EBI poprzez lokalnych partnerów wymaga, aby samorząd przeszedł pozytywnie ocenę zasadności przyznania środków oraz zdolności kredytowej danego partnera.

Możliwe jest też bezpośrednie przyznanie samorządowi środków na realizację zadania inwestycyjnego. Wstępnym warunkiem przyznania takiego wsparcia jest koszt inwestycji przekraczający 25 mln euro. Dodatkowo zadanie musi dotyczyć jednego z priorytetowych obszarów polityki UE. W przypadku tego wariantu na wsparcie ze strony EBI liczyć mogą tylko największe w Polsce samorządy lub spółki komunalne.

Dotacje i pożyczki WFOŚiGW i NFOŚiGW

Inwestycje spółek związane z ochroną środowiska mogą być zrealizowane z finansowania zapewnionego przez Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej (NFOŚiGW) oraz 16 niezależnych funduszy wojewódzkich. W ostatnich latach działania skupiają się przede wszystkim na maksymalnym wykorzystaniu środków unijnych przeznaczonych na rozbudowę i modernizację infrastruktury ochrony środowiska.

Działania NFOŚiGW i funduszy wojewódzkich są wzajemnie komplementarne. Inwestycje o zasięgu ogólnopolskim i ponadregionalnym, jak i wybrane specyficzne zadania, finansowane są przez NFOŚiGW. Natomiast te o znaczeniu regionalnym finansowo wspierają fundusze wojewódzkie. Sposoby udzielania pomocy są dość zbliżone, chociaż każda z instytucji ma własne zasady i procedury.

W zależności od rodzaju i zasięgu oddziaływania realizowanych inwestycji, czy też zadań pozainwestycyjnych, korzystać można z pomocy NFOŚiGW lub też właściwego (ze względu na obszar działania) funduszu wojewódzkiego, oczywiście pod warunkiem zgodności z obowiązującymi listami priorytetów. Pomoc udzielana jest w formie pożyczek lub też form dotacyjnych. Pożyczki udzielane są na warunkach preferencyjnych, a dla niektórych rodzajów zadań oraz wybranych typów beneficjentów istnieje możliwość przyznania środków bezzwrotnych.

Problem spółek komunalnych ze zdolnością kredytową – czym zastąpić poręczenie

Sens w powierzaniu zadań inwestycyjnych własnej spółce komunalnej jest tylko wtedy, kiedy jest ona w stanie bez poręczenia JST zaciągnąć kredyt lub wyemitować obligacje na finansowanie powierzonej inwestycji. W tym kontekście wyróżnia się 2 typy spółek: osiągające przychody w większości z rynku (np. spółki wodno-kanalizacyjne, ciepłownicze, TBS-y, szpitale) oraz wymagające dotacji z JST lub osiągające przychody w większości umów z gminą czy powiatem (np. ośrodki sportowe, kulturalne, zarządzające infrastrukturą komunalną, np. szkołami). W pierwszym przypadku o zdolności kredytowej decydują możliwości rynkowe (np. monopol lokalny, gęstość zaludnienia), a w drugim głównie prawidłowość ekonomiczna i prawna zbudowania stabilności finansowej takiej spółki (tj. jakość biznesplanu i umów wiążących spółkę z samorządem).

W przypadku spółek, które większość swoich przychodów osiągają z rynku, tj. spółek wodno-kanalizacyjnych, ciepłowniczych i TBS-ów, banki badają stabilność ich przychodów oraz zdolność do trwałego wypracowywania wolnych środków mogących służyć spłacie zadłużenia, tj. EBITDA (zysk operacyjny + amortyzacja). Przyjmuje się, że spółka komunalna jest w stanie obsłużyć zadłużenie o wysokości 4–6 x EBITDA (w zależności od reguł banków). W takich finansowaniach mówi się, że zostało one oparte w całości „na ryzyku spółki”, a więc nie występuje bezpośrednie połączenie do przepływów finansowych z gminy do spółki.

W przypadku pozostałych rodzajów spółek, problem z zaciągnięciem kredytu inwestycyjnego polega na tym, że zazwyczaj spółki te albo są nowe i nie posiadają historii, albo osiągnęły minimalne zyski, a nawet straty. W momencie, kiedy prezes takiej spółki zwróci się do banku o ofertę na kredyt, może usłyszeć, że jego spółka nie posiada zdolności kredytowej i potrzebne będzie poręczenie ze strony właściciela (samorządu). Dla właściciela udzielone poręczenie wpływa na wskaźniki zadłużeniowe jeszcze gorzej niż własny kredyt, więc poręczenia samorządy udzielają bardzo niechętnie. Co z tym zrobić?

Rozwiązaniem jest zbudowanie zdolności kredytowej spółki na bazie umów, jakie spółka komunalna zawarła z właścicielem. Można zastosować dwa rozwiązania: umowa wykonawcza do instytucji powierzenia (czasem zwana w skrócie umową powierzenia) albo umowa dzierżawy.

W pierwszym przypadku umowa wykonawcza reguluje sposób płacenia przez samorząd za usługi kupowane od własnej spółki komunalnej. Taką umowę musi być zawarta zgodnie z warunkami określonymi w przepisach prawa zamówień publicznych dot. zleceń „in-house”. W szczególności te warunki to:

- gmina sprawuje nad spółką kontrolę, odpowiadającą kontroli sprawowanej nad własnymi jednostkami,
 - w spółce nie występuje kapitał prywatny,
 - co najmniej 90 proc. przychodów spółki z ostatnich 3 lat dotyczy wykonywania zadań powierzonych.
- W przypadku nowej spółki warunek jest zachowany, jeśli plan przewiduje co najmniej taki stosunek.

Jeśli ww. warunki są spełnione, umowa wykonawcza zawierana między spółką a gminą może przewidywać płatność przez gminę rekompensat, dotacji lub np. kosztów wozokilometrów z tytułu kosztów ponoszonych przez spółkę w celu wykonania powierzonych zadań. Jakże są to rekompensaty?

Są dwa typy rekompensat. Rekompensata eksploatacyjna ma za zadanie zrekomensować spółce koszty wykonywania zadań na rzecz gminy. W spółce ujmowana jest w przychodach, w budżecie gminy jako wydatek bieżący. Drugi typ rekompensaty, czyli inwesty-

cyjna, ma za zadanie zrekomensować wydatki na inwestycję, w tym obsługę długu zaciągniętego na finansowanie inwestycji. Z punktu widzenia spółki jest to zazwyczaj podniesienie kapitału, w budżecie gminy rekompensata ta widnieje jako wydatek majątkowy. W skrócie wygląda to tak, że samorząd przekazuje swojej spółce pieniądze na spłatę długu w formie podniesień kapitału (tj. wydatku majątkowego). Zawarcie przez samorząd i spółkę umowy wykonawczej co najmniej na czas równy terminowi spłaty zadłużenia i przewidującej płatności w formie rekompensat, na których bank może

stopniu przenieść kwalifikację czynszu dzierżawnego z wydatków bieżących na majątkowe.

Podsumowanie

Planując źródła finansowania spółki komunalnej, należy kierować się głównie możliwościami spłaty. Jeśli zbyt optymistycznie ocenimy te możliwości to nie będzie istotne, czy mamy kredyt, obligacje przychodowe czy pożyczkę. Problem będzie się wiązał z brakiem pieniędzy. A w takim przypadku należy prowadzić rozmowy z instytucją finansującą w celu zmiany schematu spłaty czy warunków.

Wśród instytucji zajmujących się finansowaniem zasadniczą dla polskich samorządów jest Europejski Bank Inwestycyjny (dalej EBI). Akcjonariuszami EBI są państwa członkowskie UE, a zasadniczym celem działania jest wspieranie implementacji polityki Unii Europejskiej.

ustanowić zabezpieczenie, z punktu widzenia banku stanowi wystarczający mechanizm pozwalający udzielić finansowania spółce mającej straty albo zupełnie nowej.

Zdarzają się jednak spółki, którym powierzono budowę budynków użyteczności publicznej, ale które nie spełniają warunków „in-house”, zwłaszcza relacji 90 proc. przychodów z zadań powierzonych. Co wtedy? W takim przypadku gmina może w trybie bezprzetargowym zawrzeć ze swoją spółką umowę dzierżawy wybudowanej infrastruktury, korzystając z przepisów ustawy o gospodarce nieruchomościami (art. 37 ust. 4). Jeśli umowa dzierżawy jest zawarta na czas równy co najmniej terminowi spłaty zadłużenia przez spółkę, to taki czynsz dzierżawny jest dla banku wystarczającym przepływem pieniężnym do stwierdzenia, że spółka posiada zdolność kredytową. Wadą tego rozwiązania jest, że czynsz dzierżawny podlega w całości opodatkowaniu VAT i jest wydatkiem bieżącym gminy. Istnieją jednak konstrukcje, na których opis nie ma już tutaj miejsca, które pozwolą w dużym

finansowaniu projektów inwestycyjnych komunalnych to dość specyficzna dziedzina. Oceniam, że na tych zagadnieniach zna się ok. 30 osób w Polsce. Większość z nich pracuje w instytucjach finansowych, które kierują ofertę do sektora samorządowego. Z doświadczenia wiem, że zwrócenie się do odpowiednich osób w odpowiedniej dla danego projektu inwestycyjnego instytucji skraca czas pozyskania finansowania nawet o połowę. ■

** ekspert i praktyk rynku kapitałowego, przeprowadził dla samorządów ponad 350 projektów w zakresie finansowania inwestycji i usuwania problemów z długiem. Absolwent Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie i Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego, posiadacz dyplomu Professional Risk Manager oraz ACCA. Wykładowca akademicki i szkoleniowiec. Prezes Zarządu Aesco Group, instytucji zajmującej się opracowywaniem i oferowaniem rozwiązań dla jst w zakresie zarządzania finansami i zadłużeniem.*

Zdobywanie finansowania przez spółki komunalne

Nowelizacja ustawy o finansach publicznych, która weszła w życie 1 stycznia br., wprowadza zmiany w sposobie ustalania wskaźnika spłaty zobowiązań dla jednostek samorządu terytorialnego, wobec czego coraz większym wyzwaniem dla spółek komunalnych będzie zdobywanie finansowań, w których struktury zaangażowane miałyby być bezpośrednio samorządy – jako wspólnicy wspierający.

Spółki komunalne pozyskują finansowanie głównie w celu realizacji zadań własnych ich wspólników, oczywiste jest zatem, że samorządy są zainteresowane z jednej strony wspieraniem powierzanych spółkom zadań własnych, z drugiej dążą do ochrony limitów zadłużenia. Celem niniejszego artykułu jest zwięźle wskazanie form pozyskiwania finansowania przez spółki komunalne.

Kredyt

Kredyt bankowy jest nadal najczęstszą i najbardziej rozpowszechnioną formą pozyskiwania kapitału, także przez spółki komunalne. Warto wspomnieć, że w wyniku implementacji dyrektyw unijnych, od 28 lipca 2016 roku ze stosowania prawa zamówień publicznych wyłączone są pożyczki i kredyty. W rezultacie duża część rynku związana z finansowaniem samorządów została uwolniona od obowiązku stosowania rygorów zamówień publicznych, co wpłynęło jeszcze na zwiększenie popularności kredytu wśród wybieranych form finansowania inwestycji samorządowych.

Obligacje

Inną formą pozyskania kapitału jest emisja papierów wartościowych w postaci obligacji. Dzięki emisji obligacji spółki samorządowe mogą pozyskać kapitał bezpośrednio na rynku (od banków, ale także od innych inwestorów), a dla instytucji finansujących ten instrument jest zdecydowanie korzystniejszy ze względu na (w zasadzie) nieograniczoną możliwość obrotu takimi obligacjami na rynku wtórnym.

Obligacje przychodowe

Szczególnym rodzajem obligacji jest obligacja przychodowa. Jej istotą jest, aby zobowią-

zanie pieniężne z nią związane zostało spłacone z określonego przychodu. Obowiązkiem staje się więc określenie celu emisji takiej obligacji. Analizując dotychczasowe inwestycje zrealizowane za pomocą emisji tych papierów można stwierdzić, że ten model finansowania był z sukcesem stosowany w projektach z obszaru gospodarki wodno-kanalizacyjnej oraz transportu publicznego. Jako że z założenia obligacja przychodowa ma być spłacana z przychodu emitenta (spółki komunalnej), emisja takich instrumentów dłużnych nie obciąża, także pośrednio, budżetu samorządowego.

Takie przedsięwzięcia są również z reguły postrzegane jako inwestycje o niskim ryzyku kredytowym, przez co koszty pozyskania takiego finansowania (marże, prowizje) są stosunkowo niskie w porównaniu choćby z udzielanym na taki sam cel kredytem.

Buy-sell back

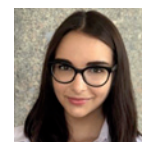
Samorządy mogą korzystać także z innych sposobów finansowania inwestycji, do których należą m.in. transakcje buy-sell back. Istotą tego modelu finansowania jest pozyskiwanie kapitału za pośrednictwem spółki komunalnej, poprzez z góry zaplanowaną, okresową zmianę struktury właścicielskiej w tej spółce. Kluczowym aspektem jest powrót w ramach transakcji do pierwotnej struktury właścicielskiej po dokonaniu przez samorząd odkupu udziałów od tymczasowego udziałowca-inwestora. Struktura transakcji polega na objęciu udziałów w podwyższonym kapitale spółki przez podmiot trzeci, który na dalszym etapie postępowania, po rejestracji podwyższenia kapitału zakładowego, dokonuje zbycia objętych udziałów

na rzecz jednostki samorządu terytorialnego. Sprzedaż udziałów odbywa się na podstawie umów sprzedaży zawartych między inwestorem a jednostką samorządu. Środki z podwyższenia kapitału zakładowego spółka może przeznaczyć na finansowanie inwestycji – wówczas harmonogram podwyższeń powinien być zgodny z harmonogramem zapotrzebowania spółki komunalnej na środki służące do bezpośredniego sfinansowania inwestycji bądź obsługi zadłużenia zaciągniętego na ten cel. ■

Partnerem merytorycznym i autorem artykułu jest kancelaria prawna Hogan Lovells, która posiada unikatowe na polskim rynku doświadczenie obejmujące doradztwo prawne w zakresie funkcjonowania spółek komunalnych oraz finansowania inwestycji infrastrukturalnych, w szczególności portów lotniczych, środków transportu publicznego, wodociągów i kanalizacji, dróg oraz obiektów sportowych, mieszkalnych i administracji publicznej.



Anna Kuczevska
adwokat, Hogan Lovells (Warszawa)
LLP Oddział w Polsce



Sylwia Karpińska
Hogan Lovells (Warszawa)
LLP Oddział w Polsce