

Grażyna Kozuń-Cieślak

Politechnika Radomska

OBLIGACJE PRZYCHODOWE – NIEWYKORZYSTANY INSTRUMENT DŁUŻNY

1. Istota i atrybuty obligacji przychodowych w świetle regulacji prawnych

Podstawą prawną emisji obligacji w Polsce jest ustawa o obligacjach z 1995 r., w której w art. 4 ust. 1 obligację zdefiniowano jako papier wartościowy emitowany w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. W pierwotnym brzmieniu ustawa ta wykazywała liczne niedoskonałości w odniesieniu do emisji organizowanych przez jednostki samorządu terytorialnego, dlatego w noweli ustawy z 1998 r. uwzględniono potrzeby samorządów i wyraźnie wyodrębniono je jako podmioty uprawnione do emisji obligacji oraz określono warunki, jakie zobowiązani są spełnić emitenci komunalni. Ostatecznie, zgodnie z zapisem art. 2 ust. 2 ustawy o obligacjach – znowelizowanej повторно w 2000 r.¹ – prawo do emisji obligacji mają gminy, powiaty, województwa, zwane „jednostkami samorządu terytorialnego”, a także związki tych jednostek oraz miasto stołeczne Warszawa.

W ustawie o obligacjach z 2000 r. wprowadzono też po raz pierwszy przepisy dopuszczające do obrotu na polskim rynku kapitałowym szczególny typ obligacji – obligacje przychodowe (tab. 1).

- Według zapisu powyższej ustawy obligacje przychodowe są dłużnymi papierami wartościowymi, których specyfika polega na ograniczeniu odpowiedzialności emitenta

¹ Tekst jednolity: Dz U z 2001 r. nr 120, poz. 1300.

względem pożyczkodawców do wysokości przychodów generowanych przez określone przedsięwzięcia – zazwyczaj projekty inwestycyjne finansowane przez emisję tych walo-rów (art. 23a, ust. 1). Realizowane projekty inwestycyjne nie obciążają budżetów pod-miotów emitujących obligacje i w znacznym stopniu przenoszą ryzyko na obligatariuszy.

- Prawo emisji obligacji przychodowych przyznane zostało podmiotom (art. 23a, ust. 2), których działalność bezpośrednio lub pośrednio jest związana z dostar-czaniem dóbr o charakterze użyteczności publicznej w okresie nie krótszym niż okres zapadalności obligacji. Emitentami mogą być związki podmiotów uprawnio-nych do emisji lub specjalnie w tym celu powoływane spółki, co jest szczególnie wygodne w realizacji inwestycji infrastrukturalnych wykraczających zasięgiem poza granice administracyjne pojedynczej jednostki samorządowej.

- W ustawie określono wymogi informacyjne dotyczące treści obligacji przy-chodowych (art. 23a, ust. 3 i 4). Czytelne, wyczerpujące informacje dotyczące konstrukcji dłużnej obligacji i wynikających z niej praw obligatariuszy są warun-kiem pomyślnego plasowania emisji i podstawą rozstrzygania sporów.

- W stosunku do obligacji przychodowych rozszerzone zostały (w porównaniu do wymogów art. 10 ustawy) informacyjno-sprawozdawcze obowiązki emitenta (art. 23a, ust. 5 i 6).

- W ustawie zabezpieczono roszczenia obligatariuszy przez (art. 23a, ust. 7 i 8, art. 23b, ust. 1-6, art. 23c, 1-4):

- ograniczenie prawa emitenta do swobodnego dysponowania składnikami ma-jątku, do którego pierwszeństwo przyznane zostało obligatariuszom,

- wyodrębnienie przychodów uzyskiwanych z danego przedsięwzięcia i ogra-niczenie swobody dysponowania nimi,

- wyłączenie z masy upadłościowej składników majątku i przychodów uzy-skiwanych z danego przedsięwzięcia, do których pierwszeństwo przyznane zostało obligatariuszom.

- Emisja obligacji przychodowych umożliwiła uprawnionym podmiotom za-ciąganie zobowiązań dłużnych, które nie podlegają ograniczeniom wynikającym z zapisu art. 113, ust. 1 ustawy o finansach publicznych² (art. 23b, ust. 7).

- Obligacje przychodowe uzyskały status odrębnej kategorii lokat dla otwartych funduszy emerytalnych, w których ulokowanych może być 20% aktywów OFE³.

² Według art. 113, ust. 1 ustawy o finansach publicznych łączna kwota przypadających do spłaty w danym roku budżetowym rat kredytów i pożyczek oraz potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez jednostki samorządu terytorialnego poręczeń, wraz z należnymi w danym roku odsetkami od tych kredytów i pożyczek, oraz należnych odsetek i dyskonta, a także przypadających w danym roku budżetowym wykupów papierów wartościowych emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego, nie może przekroczyć 15% planowanych na dany rok budżetowy dochodów jednostki samorządu terytorialnego.

³ Rozporządzenie Rady Ministrów z 3 lutego 2004 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodat-kowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne (DzU nr 32, poz. 276). Na koniec lipca 2005 r. wartość aktywów netto OFE w Polsce wynosiła 75,3 mld PLN (Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych, http://www.igte.com.pl/indexfiles_ro/notowania_src/aktywa.html).

• Nieformalnym warunkiem powodzenia emisji obligacji przychodowych jest *credit rating* na poziomie inwestycyjnym. Dlatego poddanie się ocenie wiarygodności kredytowej przez niezależną agencję ratingową jest koniecznym elementem procedury emisyjnej i świadczy o „jakości” dłużnika.

• Obligacje przychodowe są instrumentem dłużnym dobrze nadającym się do finansowania kosztownych projektów w obszarze infrastruktury technicznej i społecznej, o długim okresie (przynoszącej dochód) eksploatacji, przez co:

- pozwalają zachować zasadę międzypokoleniowej sprawiedliwości ponoszenia kosztów realizowanych inwestycji,
- sprzyjają zdynamizowaniu rozwoju gospodarczego regionu i poprawieniu jego atrakcyjności inwestycyjnej dla sektora prywatnego,
- bezpośrednio i pośrednio przyczyniają się do powstawania miejsc pracy.

Tabela 1. Przepisy regulujące emisję obligacji przychodowych

Ustawa o obligacjach		
art.	ust.	pkt
23a	1. Obligacje przychodowe mogą przyznawać obligatariuszowi prawo do zaspokojenia swoich roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta:	1) z całości albo z części przychodów lub z całości albo części majątku przedsiębiorstw, które zostały sfinansowane ze środków uzyskanych z emisji obligacji, lub 2) z całości albo z części przychodów z innych przedsiębiorstw określonych przez emitenta.
	2. Emitentami obligacji przychodowych mogą być:	1) jednostka samorządu terytorialnego, związek jednostek samorządu terytorialnego, miasto stołeczne Warszawa,
		2) spółka akcyjna albo spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, w których podmiot, o którym mowa w pkt 1, posiada taką liczbę akcji albo udziałów, która zapewnia mu więcej niż 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub zgromadzeniu wspólników, o ile jedynym przedmiotem działalności spółki jest zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej,
		3) spółka akcyjna albo spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, której jedynym przedmiotem działalności jest wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej na podstawie umowy zawartej z jednostką samorządu terytorialnego, związkiem jednostek samorządu terytorialnego lub miastem stołecznym Warszawa i która zadania te będzie wykonywać co najmniej przez okres równy okresowi zapadalności obligacji,
		4) spółka akcyjna, która na podstawie upoważnienia ustawowego lub na podstawie koncesji albo zezwolenia wykonywać będzie zadania z zakresu użyteczności publicznej albo świadczyć usługi w zakresie transportu lub komunikacji oraz utrzymania i rozwoju infrastruktury komunikacyjnej lub transportowej co najmniej przez okres równy okresowi zapadalności obligacji.
	3. Uchwała o emisji obligacji przychodowych powinna określać rodzaj i cel przedsięwzięcia, sposób obliczenia przychodów z przedsięwzięcia, a także wskazywać, do jakiej części przychodów z przedsięwzięcia lub majątku z przedsięwzięcia służy obligatariuszom prawo pierwszeństwa, o którym mowa w ust. 1. Uchwała o emisji obligacji może wskazywać na więcej niż jedno przedsięwzięcie.	
	4. Dane, o których mowa w ust. 3, powinny być umieszczone w treści obligacji przychodowej.	

	5. Emitent obligacji przychodowych, poza obowiązkami określonymi w art. 10, udostępnia dodatkowo obligatariuszom co najmniej na dwa tygodnie przed każdym terminem wypłaty świadczeń z obligacji, jednakże nie rzadziej niż raz w roku, sprawozdanie zawierające dane o sumie przychodów z przedsięwzięcia, które wpłynęły na rachunek, o którym mowa w art. 23b ust. 1, oraz o kwotach wypłaconych obligatariuszom oraz emitentowi z tego rachunku w okresie od poprzedniej wypłaty świadczeń, a także omówienie struktury przychodów z przedsięwzięcia oraz struktury kosztów ponoszonych przez emitenta na utrzymanie przedsięwzięcia w tym okresie.
	6. Po wyemitowaniu obligacji przychodowych emitent obowiązany jest ogłosić w dwóch dziennikach, w tym co najmniej jednym ogólnopolskim, łączną wysokość zadłużenia z tytułu tych obligacji oraz wskazać przedsięwzięcie, o którym mowa w ust. 1.
	7. Emitent obligacji przychodowych nie może zbywać ani obciążać składników majątkowych przedsięwzięcia, z wyjątkiem sytuacji, gdy dokonuje zbycia w ramach prawidłowej gospodarki, nie powodując istotnego zmniejszenia wartości tego przedsięwzięcia.
	8. Wierzytelności tworzące przychody, do których pierwszeństwo przysługuje obligatariuszom obligacji przychodowych, nie mogą być przedmiotem zabezpieczenia zastawem ani też przedmiotem cesji.
23b	1. W przypadku przyznania obligatariuszom, zgodnie z art. 23a ust. 1, prawa do zaspokojenia swoich roszczeń z przychodów z określonego przedsięwzięcia, wszystkie przychody z takiego przedsięwzięcia powinny wpływać na rachunek bankowy, przeznaczony wyłącznie do ich gromadzenia i dokonywania wypłat, zgodnie z ust. 2 i 3.
	2. Emitent nie może dokonywać wypłat środków z tego rachunku dla celów innych niż zaspokojenie roszczeń obligatariuszy, z zastrzeżeniem ust. 3. W odniesieniu do środków znajdujących się na rachunku bankowym, o którym mowa w ust. 1, nie przysługuje prawo potrącenia.
	3. Emitent może dokonywać wypłat z rachunku bankowego, o którym mowa w ust. 1, w innych celach niż zaspokojenie roszczeń obligatariuszy wyłącznie kwot przewyższających kwotę wystarczającą do zaspokojenia ich roszczeń wynikających z obligacji w okresie następnych 12 miesięcy, o ile możliwość taką przewidziano w warunkach emisji.
	4. Środki zgromadzone na rachunku, o którym mowa w ust. 1, nie podlegają egzekucji prowadzonej z rachunku emitenta do wysokości kwoty zobowiązania emitenta wobec obligatariuszy.
	5. W przypadku egzekucji przeprowadzanej ze składników majątkowych przedsięwzięcia, zajęciu nie podlega kwota w wysokości niezbędnej do zaspokojenia roszczeń obligatariuszy. Kwota ta przekazywana jest na rachunek bankowy, o którym mowa w ust. 1, i nie może być wypłacana na inne cele niż zaspokojenie roszczeń obligatariuszy.
	6. W przypadku egzekucji wszczętej celem zaspokojenia roszczeń z obligacji przychodowych, ust. 5 nie stosuje się.
	7. Środków, o których mowa w ust. 2, oraz świadczeń emitenta należnych obligatariuszom od emitenta obligacji w wykonaniu zobowiązań wynikających z tych obligacji nie uwzględnia się przy ustalaniu ograniczeń zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego, o których mowa w art. 113 ustawy z dnia 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych
23c	1. Środki zgromadzone na rachunku bankowym, o którym mowa w art. 23b ust. 1, są wyłączone z masy upadłości emitentów, o których mowa w art. 23a ust. 2 pkt 2-4.
	2. Z chwilą otwarcia postępowania upadłościowego lub likwidacyjnego podmiotu będącego emitentem obligacji przychodowych zobowiązania z tytułu obligacji przychodowych stają się natychmiast wymagalne.
	3. W przypadku podjęcia, w trybie wskazanym właściwymi przepisami, decyzji o podziale jednostek samorządu terytorialnego będących emitentami, zobowiązania z tytułu obligacji przychodowych stają się natychmiast wymagalne.
	4. Zaspokojenia roszczeń posiadaczy obligacji przychodowych dokonuje się ze składników majątku przedsięwzięcia, z pierwszeństwem przed innymi wierzyicielami upadłego.

Źródło: zestawione na podstawie Ustawy o obligacjach z 29 czerwca 2000 r. (DzU z 2001 r. nr 120, poz. 1300).

2. Bariery rozwoju rynku obligacji przychodowych w Polsce

Zaprezentowana charakterystyka obligacji przychodowych uprawnia do wyciągnięcia wniosku, iż jest to zobowiązanie dłużne, które powinno być powszechnie sto-

sowane w finansowaniu przedsięwzięć z zakresu infrastruktury komunalnej. Okazuje się jednak, że ciągle jest to instrument „martwy” na polskim rynku kapitałowym – legislacyjna obecność obligacji przychodowych nie poskutkowała żadną emisją tych papierów do połowy 2005 r. Co jest przyczyną takiego stanu? Odpowiedź na to pytanie jest bardzo złożona.

- Na pewno przyczyn należy upatrywać w ułomnościach funkcjonującego w Polsce rynku obligacji komunalnych, który wykazując rozwój ilościowy, prawie wcale nie przejawia symptomów rozwoju jakościowego [1, s. 447-454]. Szczególnie należy tu podkreślić parakredytowy charakter realizowanych dotychczas emisji i ściśle z tym związany brak publicznego obrotu na rynku wtórnym.

- Ponadto emisja obligacji przychodowych jest bardziej złożona proceduralnie, obciążona obowiązkiem ustawowo regulowanej sprawozdawczości, monitorowania wiarygodności kredytowej, wymaga zaangażowania wyspecjalizowanych firm doradczych i grup eksperckich (nawet w całym okresie zapadalności obligacji) w znacznie większym stopniu niż przy emisji obligacji ogólnych lub zaciąganiu kredytu bankowego, co znacznie zwiększa koszty pozyskiwanego kapitału. Dlatego największą ekonomiczność wykazują programy emisji obligacji przychodowych powyżej 100 mln PLN [2] (na polskim rynku obligacji komunalnych ok. 70% to emisje poniżej 10 mln PLN).

- Elementem potęgującym niechęć do emisji obligacji przychodowych jest brak jakichkolwiek pozytywnych doświadczeń zarówno wśród potencjalnych emitentów, jak i banków – organizatorów emisji. Na początku stycznia 2002 r. miasto Tychy wystąpiło do banków z zapytaniem o cenę opracowania projektu prawnego, finansowego i organizacyjnego oraz przygotowania i przeprowadzenia emisji obligacji przychodowych o wartości ok. 13 mln zł na budowę centrum inicjatyw gospodarczych. Emisja nie odbyła się, ponieważ żaden bank nie zgłosił swojej propozycji.

Oto z jakimi opiniami bankowców można było się spotkać [3]:

- jest to trudny i drogi instrument, przy którym konieczna jest kontrola inwestycji oraz ciągły nadzór ze strony banku;

- jest to instrument bardzo ryzykowny i trudno byłoby znaleźć nabywców na obligacje o terminie zapadalności 20-30 lat;

- problemem jest ocena przedsięwzięcia i przychodów z jego realizacji (jako głównego zabezpieczenia emisji), zwłaszcza wtedy, gdy ma ono charakter niekomercyjny;

- prognozowanie długookresowe w kraju jest bardzo ryzykowne i mało wiarygodne.

- Powyższe uwagi można uzupełnić kolejnymi, wynikającymi z regulacji prawnych. Na przykład zgodnie z art. 50 ust. 1 ustawy o finansach publicznych odsetki od obligacji emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego muszą być płacone co najmniej raz w roku, a ich kapitalizacja jest niedopuszczalna, co może stanowić istotny problem, gdy inwestycja finansowana z emisji obligacji

przychodowych nie przynosi żadnych przychodów w pierwszych latach trwania zobowiązania dłużnego.

- Ponadto specjaliści w dziedzinie prawa zwracają uwagę na niejednoznaczność de-sygnatów przypisanych do pojęć składających się na obraz obligacji przychodowych.

- Brak jednoznacznego rozumienia pojęcia „przedsięwzięcie”, któremu prawo nadaje różnorakie znaczenia w zależności od celu określonej regulacji. Wydaje się, że przez przedsięwzięcie należy rozumieć wyodrębnioną działalność pozwalającą na uzyskiwanie wpływów pieniężnych związanych bezpośrednio z tą działalnością. W konsekwencji należy przyjąć, że niewystarczającym elementem takiej działalności byłoby nabywanie jedynie określonych składników majątkowych nie prowadzące do kreowania określonego przychodu. I choć możliwość taką dopuszcza art. 23a, ust. 1, pkt 1 ustawy o obligacjach, to z punktu widzenia funkcji realizowanej przez obligacje przychodowe takie rozwiązanie jest dyskusyjne, skoro celem emisji obligacji przychodowych powinno być sfinansowanie przedsięwzięć, które następnie umożliwią wywiązanie się ze zobowiązań wobec obligatariuszy.

- Również pojęcie „majątek przedsięwzięcia” wzbudza wątpliwości, nie wiadomo bowiem, czy chodzi jedynie o ruchomości i nieruchomości sfinansowane ze środków pochodzących z emisji, czy także o inne składniki majątkowe służące wykonywaniu działalności realizowanej w ramach przedsięwzięcia.

- Ponadto ustawa posługuje się terminem „sfinansowanie” przedsięwzięcia, co skutkuje wątpliwością, czy dotyczy to również „współfinansowania” przedsięwzięcia.

W połowie 2004 r. pojawiła się kolejna szansa na zaistnienie obligacji przychodowych na polskim rynku kapitałowym – Miejskie Wodociągi i Kanalizacja Sp. z o.o. w Bydgoszczy wystąpiła do banków z zaproszeniem do składania ofert na emisję obligacji przychodowych. Tym razem zapytanie nie pozostało bez odpowiedzi. Wpłynęły trzy oferty, z których ostatecznie na organizatora emisji wybrano (w marcu 2005 r.) Konsorcjum Pekao SA i Banku Handlowego. Podjęte zostały odpowiednie działania przygotowawcze, a realizacja emisji przewidziana została na listopad 2005 r.

3. MWiK – pionierska emisja w Bydgoszczy

Bydgoskie Miejskie Wodociągi i Kanalizacja Sp. z o.o. jest przedsiębiorstwem o charakterze użyteczności publicznej, którego nadrzędnym celem jest zaspokajanie potrzeb mieszkańców miasta w zakresie dostawy wody, odprowadzania i oczyszczania ścieków oraz utrzymanie w należytym stanie technicznym całego posiadanego majątku. Właścicielem 100% udziałów Spółki jest Miasto Bydgoszcz.

Od 2002 r. Spółka realizuje współfinansowany przez Unię Europejską (grant ISPA – 114 mln PLN) „Bydgoski program rozwoju usług wodociągowych i kanalizacyjnych”, który ma się przyczynić do zmniejszenia różnic gospodarczych i społecznych między obywatelami Unii. Kontynuacją tego programu, mającą na celu kompleksowe rozwiązywanie zagadnień ochrony środowiska w Bydgoszczy i okolicach, jest „Bydgoski program renowacji i rekultywacji istniejącego systemu wodno-kanalizacyjnego”.

Głównymi założeniami BPRiRISW-K są: rekultywacja, renowacja i modernizacja istniejącej infrastruktury wodociągowej i kanalizacyjnej oraz osiągnięcie standardów zawartych w dyrektywach UE. Na realizację tego programu Spółce przyznany został grant z Funduszu Spójności UE w wysokości 400 mln PLN⁴.

Całkowita wartość planowanych przez MWiK inwestycji oraz źródła ich finansowania zestawione zostały w tab. 2.

Tabela 2. Programy inwestycyjne BMWiK i źródła ich finansowania

Programy inwestycyjne:	Źródła finansowania:
• BPRiRISW-K – 642 mln PLN • BPRUWiK – 171 mln PLN • Inwestycje własne – 64 mln PLN	• ISPA – 114 mln PLN • Fundusz Spójności – 400 mln PLN • Środki własne – 43 mln PLN
Razem: 877 mln PLN	Razem: 477 mln PLN
Brakująca kwota: obligacje przychodowe – 400 mln PLN	

Źródło: dane MWiK w Bydgoszczy.

Decyzja o emisji obligacji przychodowych podjęta została w drodze wykluczenia innych źródeł finansowania, w tym:

- finansowania ze środków własnych (przy utrzymaniu aktualnego stanu rocznych przychodów na poziomie 100 mln PLN, realizacja inwestycji trwałaby ok. 20 lat),
- kredytu bankowego (maksymalna kwota kredytu, o którą realnie mogłoby ubiegać się przedsiębiorstwo, to ok. 120 mln PLN, czyli znacznie mniej niż potrzebuje, a ponadto konieczne byłoby ustanowienie zabezpieczeń kredytu),
- budżetu miasta (dodatkowe 400 mln długu oznaczałoby dla budżetu Bydgoszczy osiągnięcie wskaźnika zadłużenia na poziomie 90% i naruszenie ustawy o finansach publicznych)⁵.

W celu realizacji programu emisji obligacji przychodowych Spółka w marcu 2005 r. podpisała stosowne umowy z konsorcjum dwóch banków, które pełnić będą następujące funkcje:

- agentów ds. Emisji (Bank Handlowy w Warszawie SA oraz Bank Pekao SA),
- dealerów (Bank Handlowy w Warszawie SA oraz Bank Pekao SA),
- agenta ds. płatności (Bank Handlowy w Warszawie SA),
- depozytariusza (Bank Handlowy w Warszawie SA).

Ponadto zawarte zostały umowy zarządzania środkami pieniężnymi i prowadzenia rachunków (Bank Pekao SA) oraz umowy zabezpieczające (Bank Handlowy w Warszawie SA oraz Bank Pekao SA).

⁴ Portal internetowy MWiK w Bydgoszczy (www.mwik.bydgoszcz.pl).

⁵ Wszystkie informacje dotyczące emisji pozyskane zostały w MWiK w Bydgoszczy.

W celu zabezpieczenia stabilności przychodów zawarta została umowa wsparcia (dotycząca metody ustalania stawek opłat za wodę) między Spółką, Miastem Bydgoszcz oraz Bankiem Pekao SA jako administratorem programu. W celu zabezpieczenia interesów obligatariuszy powoływany będzie również doradca taryfowy.

Oceny wiarygodności kredytowej emitenta dokona agencja Fitch Ratings, której oferta uznana została za najbardziej atrakcyjną.

W chwili finalizowania prac nad niniejszym opracowaniem nie były jeszcze znane ostateczne warunki emisji. Jednak według wstępnych ustaleń:

- emisja obligacji zrealizowana zostanie w trzech transzach w latach 2005-2007,
- okres spłaty obligacji przewidziany został na 18 lat,
- program przewiduje amortyzację obligacji (początek w 5. roku po dacie pierwszej emisji, spłata kapitału w okresach 6-miesięcznych),
- obligacje oprocentowane będą według zmiennej stopy procentowej ustalonej w oparciu o WIBOR 6M + marża inwestorska i wypłacane będą co 6 miesięcy,
- emisja odbędzie się w trybie niepublicznym,
- od 2% do 40% całości emisji obejmie EBOR jako „Inwestor Kotwica”.

Zgodnie z przyjętym harmonogramem emisji Spółka oczekuje, że na koniec października 2005 r. nadany jej zostanie rating, od 2 listopada rozpoczęty zostanie proces sprzedaży obligacji, a z dniem 30 listopada emisja zostanie rozliczona.

Literatura

- [1] Kozuń-Cieślak G., *Rynek obligacji komunalnych źródłem finansowania gmin*, [w:] *Zarządzanie finansami, klasyczne zasady – nowoczesne narzędzia*, red. D. Zarzecki, Materiały z III Międzynarodowej Konferencji Naukowej organizowanej przez WNEiZ Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2002.
- [2] Lewandowski M., *Finansowanie inwestycji poprzez emisję obligacji*, seria „Globalne standardy. Lokalne rozwiązania”, lipiec 2005, Bank Handlowy w Warszawie SA.
- [3] Myczkowska A., *Rzytkowne emisje*, „Rzeczpospolita” nr 24 z 29.01.2002.

REVENUE BONDS – UNUSED FINANCIAL INSTRUMENTS IN POLAND

Summary

Within the confines of the paper:

- the essence and attributes of revenue bonds were shown – discussed in the light of legal adjustments,
- the barriers of revenue bonds market development were identified,
- the main information about and conditions of the first revenue bonds issue in Poland were shown (water supply and sewage system company in Bydgoszcz).