

*Wiesław Dębski\**

## OBLIGACJE KOMUNALNE ŹRÓDŁEM FINANSOWANIA ROZWOJU LOKALNEGO

### Uwagi wprowadzające

Występujące obecnie trudności w zakresie równoważenia wydatków z dochodami budżetu państwa znajdują także swoje odzwierciedlenie w budżetach samorządów lokalnych, które w coraz większym stopniu są odpowiedzialne za rozwój swego regionu. Muszą więc prowadzić odpowiednią politykę inwestycyjną i znajdować możliwości finansowania różnorodnych przedsięwzięć. Sytuację w tym zakresie można krótko określić jako duże potrzeby i mocno okrojone środki. W ostatnich latach praktycznie zdecydowana większość gmin w Polsce spotyka się z taką rzeczywistością, a wiele z nich, szczególnie tych mniejszych, utraciło swą zdolność kredytową i stoi przed groźbą bankructwa. Jednakże nawet w takich sytuacjach gminy nie mogą czuć się zwolnione z poszukiwania możliwości rozwoju swego regionu. Muszą więc starać się realizować różnorodne przedsięwzięcia, w tym infrastrukturalne, i znajdować sposoby ich finansowania. W obliczu malejącego udziału funduszy centralnych w dochodach gmin i wciąż stosunkowo wysokiego oprocentowania kredytów bankowych jedną z alternatywnych form poszukiwania środków finansowych mogą być obligacje komunalne. Stanowią one przedmiot niniejszego artykułu. Jego uwaga jednakże będzie skoncentrowana na wykorzystaniu obligacji komunalnych do finansowania rozwoju lokalnego.

W krajach wysoko rozwiniętych społeczności lokalne dobrze wiedzą, jak wykorzystywać rynek kapitałowy do finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych. Jednym z takich przykładów mogą być emisje papierów dłużnych.

\* Prof. dr hab., kierownik Katedry Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Uniwersytetu Łódzkiego.

Dokonywane przez jednostki samorządów terytorialnych odgrywają ważną rolę w procesie rozwoju regionalnej infrastruktury. Dla przykładu używa się sformułowania, iż „dzięki obligacjom zbudowano Stany Zjednoczone”. Na koniec 2000 r. zadłużenie samorządów w USA w stosunku do PKB utrzymywało się na poziomie 16%, podczas gdy w Polsce na poziomie 1,3%. Natomiast w roku 2002 amerykańskie władze stanowe i lokalne wyemitowały obligacje za rekordową kwotę 358,7 mld USD<sup>1</sup>, a w Polsce wartość emisji obligacji komunalnych wyniosła 2,22 mld zł<sup>2</sup>. Świadczyć to może o dużym potencjale rozwoju rynku obligacji komunalnych w Polsce. Jednostki samorządu terytorialnego muszą mieć świadomość, iż występując na publicznym rynku kapitałowym budują swoją wiarygodność, mogą wykorzystywać różnego rodzaju efekty marketingowe oraz mogą mieć ułatwione korzystanie z tego rynku w przyszłości.

### 1. Istota i główne rodzaje obligacji

Obligacja jest papierem wartościowym poświadczającym wierzytelność, czyli zobowiązanie dłużne emitenta wobec jej właściciela na określoną sumę wraz z zobowiązaniem do wypłaty oprocentowania w ustalonych terminach<sup>3</sup>. Może także zawierać zobowiązanie emitenta do określonego świadczenia niepieniężnego, którym przykładowo może być:

- prawo do udziału w przyszłych zyskach emitenta, które on osiągnie dzięki zaciągniętej pożyczce;
- prawo do zamiany obligacji na akcje spółki będącej emitentem tych obligacji;
- prawo pierwszeństwa do objęcia emitowanych w przyszłości akcji spółki będącej emitentem obligacji (obligacje z prawem pierwszeństwa).

Z punktu widzenia emitenta obligacja jest instrumentem stanowiącym możliwość czasowego korzystania z pozabankowych funduszy, przy czym czas ten w wielu przypadkach może być znacznie dłuższy od terminu udzielonego przez bank kredytu. W stosunku do kredytu obligacja jest traktowana jako alternatywne źródło pozyskiwania kapitału. Zaletą emisji obligacji w stosunku do kredytu bankowego jest fakt, iż unika się nadzoru bankowego dotyczącego wykorzystania zebranej kwoty kapitału oraz to, iż kwota ta może być znacznie większa niż udzielony kredyt, nawet jeżeli

<sup>1</sup> *Rekordowy rok obligacji municypalnych*, „Rzeczpospolita”, 28.10.2003.

<sup>2</sup> F. Van de Boel, *Obligacje komunalne na rynku publicznym*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2003, nr 2.

<sup>3</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, PWN, Warszawa 2002, s. 212.

udziela go konsorcjum banków. Dodatkowo, przy emisji obligacji nie są potrzebne tak wymagające zabezpieczenia jak przy kredycie bankowym, np. zabezpieczenia hipoteczne, których koszt ustanowienia jest stosunkowo wysoki. Wadą natomiast emisji obligacji jest niepewność co do kwoty zebranego kapitału w przypadku wystąpienia trudności z ich sprzedażą albo koniecznością ich sprzedaży na rynku pierwotnym po cenie niższej od wartości nominalnej, a także niepewność sytuacji finansowej emitenta w momencie ich wykupu.

Obligacje klasyfikowane są ze względu na różnorodne kryteria<sup>4</sup>. Do najczęściej stosowanych należą: rodzaj emitenta, sposób oprocentowania oraz wynikające z nich prawa. Pierwsze z wymienionych kryteriów jest także najważniejsze z punktu widzenia niniejszego artykułu, gdyż pozwala wyodrębnić obligacje komunalne będące jego przedmiotem. Poza tym z punktu widzenia emitenta wyróżnia się obligacje skarbowe (emitowane przez rząd) i obligacje przedsiębiorstw. Obligacje komunalne lub inaczej municypalne są emitowane przez władze lokalne (samorządowe) lub ich agencje na okres krótki (do jednego roku) lub długi (powyżej roku). Mogą być także emitowane przez przedsiębiorstwa lokalne działające w sektorze publicznym, np. szpitale lub szkoły wyższe lub przedsiębiorstwa, w których dominujący udział mają władze lokalne. Środki uzyskiwane z obligacji municypalnych przeznacza się głównie na finansowanie rozwoju infrastruktury drogowej, bazy transportowej, budownictwa mieszkaniowego, jak również na budowę szkół, szpitali, instytucji użyteczności publicznej itp., a więc na wszystko, co służy rozwojowi regionu.

Dla inwestujących w obligacje komunalne najważniejszą rzeczą jest uzyskiwanie stałego dochodu (oprocentowanie obligacji) oraz bezpieczeństwo (na rynku finansowym obligacje komunalne są postrzegane jako w miarę bezpieczne papiery wartościowe – ich ryzyko jest tylko nieco wyższe od ryzyka papierów skarbowych). Ponadto obligacje komunalne zawierają z reguły odpowiednie uatrakcyjnienie, przejawiające się w możliwości uzyskania odpowiednich odpisów podatkowych. Dla przykładu, odsetki od obligacji komunalnych mogą podlegać zwolnieniu od podatku dochodowego w całości lub części bądź też inwestorzy mogą otrzymać określone ulgi w podatkach czy opłatach lokalnych w zamian za kupno tych obligacji. Ponadto nabywcy obligacji komunalnych mogą nimi regulować określone świadczenia lokalne, np. podatki, czy płacić za wykupywane mieszkania komunalne. Ze względu na regularne wpływy odsetkowe i wymienione zwolnienia bądź ulgi obligacje komunalne na rozwiniętych rynkach cieszą się ogromną popularnością, w szczególności w USA, gdzie uzyskiwane od

<sup>4</sup> Ich wyczerpujący podział można znaleźć przykładowo w: D. Dziawgo, *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, PWN, Warszawa 1998.

nich odsetki podlegają najczęściej zwolnieniu od opodatkowania na poziomie federalnym, stanowym i lokalnym. Obligacje komunalne, zwłaszcza długoterminowe, są bardzo chętnie przetrzymywane w portfelach różnego rodzaju funduszy inwestycyjnych.

Przedstawione dalej podziały obligacji mogą dotyczyć zarówno obligacji komunalnych, jak i skarbowych oraz przedsiębiorstw. Ze względu na sposób oprocentowania wyróżnia się obligacje:

- a) o stałej stopie oprocentowania,
- b) o zmiennej stopie oprocentowania,
- c) zerokuponowe.

Współcześnie na rynkach finansowych w przeważającej ilości występują obligacje oprocentowane według stałej stopy – nazywane są papierami o stałym dochodzie. Ich cechą charakterystyczną jest stały kupon odsetkowy, wypłacany z określoną częstotliwością (kwartał, półrocze, rok) przez cały okres ich życia. Stały kupon nie zawsze jest w jednakowej wysokości, co oznacza, iż wypłacane odsetki mogą mieć różną wysokość, która jednakże musi być znana inwestorowi w momencie emisji obligacji. Obligacje o stałej stopie oprocentowania emituje się zwykle przy stabilnej i stosunkowo niskiej inflacji. Wśród tego typu obligacji mogą być również obligacje nie podlegające wykupowi. Z tytułu ich posiadania emitent wypłaca w odpowiednio długim okresie stały kupon, zwany rentą wieczystą.

Obligacje o zmiennej stopie oprocentowania nazywane są papierami o zmiennym dochodzie, gdyż przynoszony przez nie dochód nie jest z góry określony. Jego wysokość zależy od parametru, w stosunku do którego naliczane jest oprocentowanie takiej obligacji. Takim parametrem może być określona stopa procentowa, np. rentowność bonów skarbowych, stopa rynku lokat międzybankowych, stopa inflacji itp. Obligacje o zmiennym dochodzie są emitowane szczególnie w okresach wzmożonej inflacji. Ich celem jest ochrona siły nabywczej zainwestowanego kapitału przez inwestora. Wśród tych obligacji, zwłaszcza z terminem wykupu powyżej 10 lat, są również takie, które mogą być zamienione na obligacje o stałym oprocentowaniu. Zamiany może dokonać sam posiadacz lub może ona nastąpić automatycznie na warunkach ustalonych w momencie emisji. Pewną odmianą obligacji o zmiennej stopie oprocentowania są obligacje, dla których oprocentowanie naliczane jest w okresach krótszych niż następuje wypłata kuponu odsetkowego. Dla przykładu, odsetki wypłaca się raz na pół roku, a naliczane są one w okresach kwartalnych lub miesięcznych. Ma to swoje znaczenie przy określonych fluktuacjach stóp procentowych w okresach krótkich. Inną odmianą obligacji o zmiennym oprocentowaniu są takie, których oprocentowanie składa się z dwóch części, z których pierwsza stanowi stały kupon, a druga część jest zmienna.

Innym rodzajem obligacji wyróżnionych ze względu na sposób oprocentowania są obligacje zerokuponowe, zwane też dyskontowymi. Ich cechą charakterystyczną jest fakt, iż w momencie emisji są sprzedawane poniżej ceny nominalnej (z dyskontem), a w momencie zapadalności są wykupywane według wartości nominalnej. Różnica pomiędzy wartością nominalną takiej obligacji a ceną zakupu przez inwestora stanowi sumę skumulowanych odsetek, które jednakże inwestor otrzymuje jednorazowo wraz z wykupem obligacji przez emitenta.

Ze względu na prawa związane z zakupem obligacji wyróżnia się obligacje:

- a) zwykłe,
- b) zamienne,
- c) z prawami poboru, zwane warrantami.

Obligacje zwykłe występują najczęściej na rynku. Ich cechą charakterystyczną jest fakt, iż nie mają one żadnych szczególnych praw. Natomiast na rynku kapitałowym funkcjonują tzw. pożyczki zamienne upowszechniane przez spółki akcyjne. Jest to instrument dłużny, który po pewnym czasie może zamienić się w instrument udziałowy. Jego cechą charakterystyczną jest to, iż wierzycielowi stwarza się prawo do zamiany posiadanych obligacji na akcje spółki emitenta. W warunkach emisji takich obligacji określa się czas i sposób dokonania konwersji na akcje. Ten rodzaj nosi nazwę obligacji zamiennych. Tak więc początkowo emitent korzysta z pożyczki, od której płaci odsetki, by po pewnym czasie, zwanym czasem konwersji, zamienić ją na akcje czyli kapitał własny. Ponieważ jest to prawo do zamiany obligacji na akcje to inwestor nie zawsze musi z niego skorzystać.

Skorzystanie z tego prawa zależy od rachunku opłacalności, który inwestor powinien przeprowadzić. Obligację warto będzie zamienić na akcję, jeżeli zainwestowany przez inwestora kapitał wraz z tzw. premią zamienną (różnica pomiędzy wartością obligacji a wartością akcji w dniu emisji obligacji zamiennej) zostanie przewyższony przez dochód otrzymany z akcji. Stąd też obligacje zamienne są emitowane w okresie, w którym ceny akcji są w depresji albo można się spodziewać ich wzrostu w przyszłości. Dla przykładu założmy, iż emitent emituje obligację zamienną po cenie odpowiadającej jej wartości nominalnej wynoszącej 1000 zł. Obligacja ta daje inwestorowi możliwość zamiany na 25 akcji po 3 latach. Obecna cena rynkowa akcji wynosi 36 zł, co oznacza, iż inwestor płaci premię zamienną wynoszącą  $1000 - 25 \times 36 = 100$  zł. Jednakże w okresie zamiany cena rynkowa akcji wzrosła do 45 zł, a cena rynkowa obligacji spadła do 970 zł. Oznacza to, iż zamiana obligacji na akcje przynosi inwestorowi zysk kapitałowy w wysokości  $25 \times 45 - (970 + 100) = 55$  zł.

Innym aspektem rachunku opłacalności zamiany obligacji na akcje jest fakt, iż emitowane obligacje zamienne mają z reguły oprocentowanie niższe

od innych obligacji występujących na rynku. Jest to też składnik wymienionej premii zamiennej, której wysokość jest zdeterminowana przez kupon odsetkowy emitowanej obligacji. W przypadku, gdy cena rynkowa akcji (w momencie zamiany) ukształtuje się znacznie powyżej poziomu stopy konwersji określonej w momencie emisji, to inwestor uzyskuje dodatkową korzyść wynikającą z otrzymania po z góry określonej cenie akcji, którą może natychmiast sprzedać na rynku po cenie wyższej. Gdyby jednak w tym czasie cena rynkowa akcji była niższa od ceny określonej w konwersji, to inwestor może nie dokonać zamiany i żądać wykupu obligacji. Poniesie przy tym stratę wynikającą z różnicy pomiędzy oprocentowaniem obligacji zwykłych a niższym oprocentowaniem obligacji zamiennych, ale skorzysta na tym emitent, gdyż koszt oprocentowania długu jest niższy.

Obligacje zamienne mogą mieć różne konstrukcje<sup>5</sup>. Dla przykładu mogą mieć dołączoną opcję wcześniejszego wykupu po odpowiednio wyższej cenie. Opcja taka służy emitentowi do zabezpieczania się przed dużym wzrostem rynkowych cen akcji w momencie konwersji. Wykorzystanie takiej opcji oznacza, iż emitentowi bardziej opłaca się wykupić obligacje po podwyższonej cenie niż dopuścić do ich zamiany na akcje, które może osobno wyemitować po wyższej cenie, gromadząc odpowiednio więcej kapitału. Dołączenie takiej opcji do obligacji zamiennych nie zmniejsza ich rynkowej atrakcyjności, jeżeli uzyskiwana z nich stopa zwrotu jest porównywalna ze stopami zwrotu z innych papierów dłużnych bądź odpowiednio wyższa w stosunku do ryzyka. Inną opcją dołączoną do obligacji zamiennych może być opcja sprzedaży. Daje ona z kolei inwestorowi prawo wezwania emitenta do wcześniejszego wykupu takiej obligacji, jednakże po upływie pewnego czasu od jej emisji i po określonej niższej cenie od ceny emisyjnej akcji. Cena ta powinna być nieco wyższa od ceny wykupu, by zapewnić inwestorowi odpowiednią premię. Obligatariusze wykorzystują to prawo w sytuacji, gdy cena rynkowa akcji kształtuje się poniżej ceny konwersji lub gdy przewidują oni trudności w ich sprzedaży po konwersji obligacji.

Inną odmianą obligacji zamiennych są obligacje mandatowe. Ich cechą charakterystyczną jest fakt, iż w okresie konwersji ich posiadacz musi zamienić je na akcje spółki emitenta. Nie ma więc prawa wyboru, jak w przypadku tradycyjnych obligacji zamiennych. Pozytywną rzeczą dla emitenta z tych obligacji jest to, iż wie on dokładnie, o ile wzrośnie mu kapitał akcyjny w momencie zamiany. Są także odwrotne obligacje zamienne. Charakteryzują się one tym, iż emitentowi, a nie inwestorowi przysługuje prawo wyboru sposobu wykupienia tych obligacji, tzn. albo poprzez wypłatę wartości nominalnej obligacji wraz z kuponem odsetkowym, albo poprzez

<sup>5</sup> Zob. W. Dębski, *op. cit.*, s. 221.

zamianę na akcje według określonej ceny konwersji. Obligacje takie mają wyższe oprocentowanie w porównaniu do tradycyjnych obligacji zamiennych ze względu na fakt, iż prawo wyboru służące emitentowi stwarza wyższe ryzyko dla inwestora.

Odrębną sprawą przy emisji obligacji zamiennych jest zdefiniowanie praw przypisanych akcjom otrzymywanym po konwersji. Dla przykładu, akcje mogą mieć konstrukcję tzw. akcji milczących, czyli pozbawionych prawa głosu. Z kolei w zamian za tę ułomność akcja może posiadać uprzywilejowanie co do wysokości wypłacanej dywidendy lub pierwszeństwa w jej wypłacie przed dywidendą przypadającą na akcje zwykłe, czy też akcja taka może posiadać uprzywilejowanie co do pierwszeństwa zwrotu kapitału w przypadku likwidowania spółki.

Kolejnym rodzajem obligacji wyróżnionym ze względu na przysługujące im prawa są obligacje z prawem poboru, zwane też pożyczkami opcyjnymi lub warrantami. Dają one inwestorowi możliwość wykupienia w określonym terminie ważności i według ustalonego kursu akcji spółki, która dokonała emisji takich obligacji. Taką formę emisji obligacji stosuje się wówczas, gdy akcje będą emitowane w określonym momencie po emisji obligacji. Warrant ten jest prawem, którego inwestor nie musi realizować. Jest on jednakże papierem wartościowym, którym inwestor może handlować na rynku i dodatkowo zarabiać, jeżeli nie chce zamienić obligacji na przyszłe akcje. W momencie wykorzystania prawa poboru pożyczka, czyli obligacja, zamieniana jest na akcje.

Przedstawione podziały obligacji dają szerokie spektrum gromadzenia środków poprzez obligacje komunalne dla finansowania różnorodnych przedsięwzięć, w tym infrastrukturalnych w regionie. Dodatkowo z punktu widzenia praw przypisanych obligacjom można jeszcze nadmienić, iż na rynku występują takie ich rodzaje, które umożliwiają:

- przedłużanie pierwotnego terminu wykupu, przy czym emitent zastrzega sobie prawo do ustalenia innej stopy oprocentowania;
- skracanie pierwotnego terminu wykupu, przy czym taką możliwość może mieć zarówno emitent, jak i inwestor, a z wykupem łączy się wówczas określony koszt.

Kolejnym podziałem, istotnym przy obligacjach komunalnych, jest ich podział na obligacje ogólne i przychodowe<sup>6</sup>. Ich rozróżnienie przeprowadza się na podstawie kryterium, którym jest źródło pokrycia zobowiązań wynikających z emitowanych obligacji. Obligacje ogólne są spłacane bezpośrednio z dochodów budżetowych jednostki samorządowej będącej ich emitentem, natomiast obligacje przychodowe emituje się w celu finansowania

<sup>6</sup> Zob. A. Waclawczyk, *Obligacje komunalne*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Zakamycze 2003, s. 29.

przedsięwzięcia, z którego dochody mają stanowić źródło spłaty emisji obligacji. Przyszłe dochody stanowią zabezpieczenie wykupu obligacji przychodowych. Dla przykładu, na rynku amerykańskim mogą to być obligacje zabezpieczone<sup>7</sup>:

a) dochodami z eksploatacji lotniska, portu morskiego, instalacji wodno-kanalizacyjnej, elektrowni lub elektrociepłowni;

b) dochodami pochodzącymi z odzysku zasobów, z opłat za przejazd i podatku drogowego, ze szkół i uniwersytetów, szpitali, a także z pożyczek studenckich;

c) hipotekami na domach jednorodzinnych lub wielorodzinnych;

d) kondycją finansową firmy realizującej określone przedsięwzięcie lub samym tylko przedsięwzięciem – w tym przypadku władze samorządowe emitują obligacje w imieniu przedsiębiorstwa lub na rzecz danego przedsięwzięcia gospodarczego.

W wielu przypadkach obligacje przychodowe w Stanach Zjednoczonych emitowane przez jednostki samorządowe mają określone gwarancje rządu federalnego czy stanowego, np. w przypadku dochodów uzyskiwanych z pożyczek studenckich czy szpitali. Ponadto obligacje komunalne mogą być zabezpieczone polisą komercyjnego towarzystwa ubezpieczeniowego lub gwarancją bankową. Władze komunalne mogą także emitować obligacje refinansowane, czyli zabezpieczane instrumentami gwarantowanymi przez rząd federalny, tzn. papierami skarbowymi. Portfel skarbowych papierów wartościowych dobiera się w taki sposób, aby przepływy gotówkowe z nich wynikające odpowiadały dokładnie przepływom gotówkowym wynikającym z zobowiązań emitenta, a następnie składa się do depozytu. Obligacje tego typu należą do najbezpieczniejszych obligacji komunalnych na rynku finansowym. Refinansowane obligacje komunalne emitent może wykorzystać przy spadku stóp procentowych na rynku. Wówczas może zaistnieć potrzeba skrócenia terminu wykupu i zamiany długu wyżej oprocentowanego na dług niżej oprocentowany. Są także obligacje komunalne w Stanach Zjednoczonych zabezpieczane nie tylko zdolnością emitenta do ich spłaty z osiągniętych podatków, ale również subwencjami, dotacjami i dopłatami, które dostarczają dodatkowych środków. Nazywane są podwójnie zabezpieczonymi.

## 2. Obligacje komunalne w świetle prawa w Polsce

W Polsce zasady emisji obligacji, a także ich zbywania, nabywania oraz wykupu reguluje ustawa o obligacjach z 29 czerwca 1995 r. (DzU nr 83, poz. 420) oraz jej nowelizacja, w tym najszersza z 29 czerwca 2000 r. (DzU

<sup>7</sup> F. J. Fabozzi, *Rynki obligacji. Analiza i strategie*, WIG Press, Warszawa 2000, s. 210.



nr 60, poz. 720). W odniesieniu do obligacji komunalnych emitowanych w trybie emisji publicznej drugim podstawowym aktem prawnym jest ustawa – prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 21 sierpnia 1997 r. (DzU nr 118, poz. 754) wraz z późniejszymi zmianami. Ustawa ta reguluje przede wszystkim wprowadzanie takich obligacji do obrotu publicznego i obrót nimi na regulowanym rynku papierów wartościowych. Ponadto emisje obligacji komunalnych muszą uwzględniać przepisy zawarte w innych aktach normatywnych<sup>8</sup>, a w szczególności w ustawie o finansach publicznych, finansowaniu gmin, samorządzie terytorialnym i zamówieniach publicznych. Wynikają z nich pewne ograniczenia, np. z ustawy o finansach publicznych wynika, iż:

a) łączna kwota długu jednostki samorządowej na koniec roku budżetowego nie może przekroczyć 60% jej dochodów, w tym także na koniec każdego kwartału roku budżetowego jednostka ta nie może przekroczyć 60% planowanych w danym roku dochodów;

b) łączna kwota przypadających do spłaty w danym roku budżetowym kredytów i pożyczek, wykupu obligacji oraz potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez jednostkę samorządową poręczeń lub gwarancji (a więc całkowite zadłużenie jednostki) nie może przekroczyć 15% planowanych w danym roku dochodów.

Ograniczeń tych jednakże nie stosuje się do emitowanych papierów wartościowych oraz kredytów i pożyczek zaciąganych w związku ze środkami określonymi w umowie zawartej z podmiotem dysponującym funduszami strukturalnymi lub Funduszem Spójności Unii Europejskiej. Oznacza to wyłączenie z limitów zadłużenia jednostki samorządu terytorialnego środków zdobywanych na wkład własny do projektów finansowanych w ramach funduszy unijnych. Koniecznym warunkiem takiego wyłączenia jest jednak uprzednie posiadanie podpisanej umowy z instytucją pośredniczącą w przekazywaniu środków UE.

Tak więc podstawowym problemem przy emisji obligacji komunalnych jest określenie zdolności do ich emitowania, przez którą rozumie się zdolność do czynności prawnych niezbędnych dla skutecznego przeprowadzenia emisji obligacji. Według przepisów ustawowych obligacja komunalna jest papierem wartościowym emitowanym w serii przez gminy, powiaty i województwa, a także związki tych jednostek i miasto stołeczne Warszawę, w których emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Świadczenie to może mieć charakter pieniężny, polegający na zapłacie należności głównej i wypłacie odsetek, lub niepieniężny, o czym pisaliśmy w poprzednim punkcie. Emisja obligacji

<sup>8</sup> Szczegóły zobacz w: A. Wacławczyk, *op. cit.*

komunalnych musi każdorazowo wynikać z uchwały budżetowej danej jednostki samorządowej oraz bezpośrednio musi być poprzedzona uchwałą o ich emisji podjętą przez organ stanowiący tej jednostki. Ponadto uchwała ta musi być zaopiniowana przez Regionalną Izbę Obrachunkową.

W myśl obowiązujących uregulowań prawnych związanych z definicją zdolności do emitowania obligacji komunalnych jednostki samorządu terytorialnego emitują je głównie w celu gromadzenia środków na realizację określonych przedsięwzięć inwestycyjnych, co oznacza, że w warunkach emisji powinien być zapisany jej cel. Są to obligacje określane mianem aktywnych. Począwszy od listopada 2003 r. (po nowelizacji ustawy o finansach publicznych) jednostki te mogą również emitować obligacje bierne, które są dosyć szeroko rozpowszechnione w Stanach Zjednoczonych. Oznacza to, że jednostki samorządu terytorialnego w Polsce mogą pozyskiwać poprzez obligacje środki na spłatę istniejących już zobowiązań. Wynika to z odpowiedniego zapisu w ustawie o finansach publicznych, który stwierdza, że „jednostki samorządu terytorialnego mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów”<sup>9</sup>. Tak więc jednostki te mogą korzystać z możliwości rolowania emisji obligacji. Jednakże ta ustawa<sup>10</sup> wprowadza przepis, mówiący iż „dyskonto od emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej oraz aby koszty obsługi zobowiązań były ponoszone co najmniej raz w roku”. Oznacza to faktyczny zakaz emitowania obligacji komunalnych zerokuponowych w okresach średnich i długich. Jest to istotne ograniczenie, gdyż obligacje zerokuponowe z terminem zapadalności powyżej roku, nie powodując wypłaty odsetek co roku, zmniejszają w danym roku koszty obsługi zadłużenia (koszty te są przenoszone na okres wykupu obligacji zerokuponowych).

Emitowane obligacje komunalne mogą mieć postać zdematerializowaną, co oznacza, iż występują jedynie w formie odpowiedniego zapisu ewidencyjnego na rachunku papierów wartościowych. Postać zdematerializowana obligacji jest wymagana przy wprowadzaniu ich do regulowanego obrotu publicznego. Trzeba przyznać, iż ułatwia ona znacznie obrót nimi na rynku wtórnym. Druga postać obligacji jest materialna, a więc to określony fizyczny dokument. W przypadku, gdy obligacje komunalne nie są notowane na rynku publicznym, o ich postaci decyduje emitent. Dotyczy to jednakże obligacji na okaziciela, a więc takich, których zbywanie nie podlega żadnym ograniczeniom (mają one nieograniczoną zbywalność). Natomiast nie dotyczy

<sup>9</sup> Art. 48 ustawy o finansach publicznych po nowelizacji z 17.10.2003 r., DzU nr 189, poz. 1851.

<sup>10</sup> Zob. Ustawa o finansach publicznych z 26.11.1998 r. (DzU nr 155, poz. 1014) z późniejszymi zmianami.

to obligacji imiennych, czyli takich, na dokumencie których musi być umieszczone nazwisko nabywcy. Ustawa o obligacjach dopuszcza możliwość zastosowania przez emitenta zakazu lub ograniczenia zbywalności obligacji imiennych (mają więc one ograniczoną zbywalność). Z obligacjami emitowanymi w formie dokumentu łączy się określony koszt druku i utrudniony obrót, gdyż ich zbywanie musi się odbywać poprzez wręczenie dokumentu obligacji. Cechują się więc one niskim stopniem lub wręcz brakiem płynności na rynku wtórnym, co jest źle postrzegane przez inwestorów. Chcą oni mieć bowiem możliwość wyjścia z inwestycji przed terminem jej zapadalności albo żądają wyższej premii z powodu podwyższonego ryzyka braku płynności.

Jeżeli obligacja komunalna w Polsce ma postać dokumentu, to powinien on zawierać w szczególności<sup>11</sup>:

- 1) powołanie podstawy prawnej emisji;
- 2) wskazanie jednostki samorządu terytorialnego będącej emitentem;
- 3) nazwę obligacji i cel jej wyemitowania, jeżeli jest określony (w przypadku określenia celu emisji, środków z niej uzyskanych emitent nie może przeznaczyć na realizację innego celu);
- 4) wartość nominalną i numer kolejny obligacji oraz opis świadczeń emitenta, w szczególności ich wysokość, sposób ustalania oraz miejsce i sposób spełnienia;
- 5) oznaczenie obligatariusza – przy obligacji imiennej;
- 6) ewentualny zakaz lub ograniczenie zbywania obligacji imiennej;
- 7) datę, od której nalicza się oprocentowanie, wysokość oprocentowania, terminy jego wypłaty i miejsce płatności – jeżeli warunki emisji przewidują oprocentowanie oraz warunki wykupu;
- 8) zakres i formę zabezpieczenia albo informację o jego braku;
- 9) miejsce i datę wystawienia obligacji oraz datę jej nabycia;
- 10) podpisy osób uprawnionych do zaciągania zobowiązań w imieniu emitenta, przy czym podpisy te mogą być odtwarzane sposobem mechanicznym.

Dodatkowo do dokumentu obligacji, czyli jej tzw. płaszcza, dołącza się arkusz kuponowy oprocentowania, jeżeli warunki emisji to przewidują, oraz arkusz wykupu obligacji.

Dla inwestora występującego na rynku finansowym duże znaczenie ma bezpieczeństwo inwestycji, które jest postrzegane przez pryzmat ryzyka inwestycyjnego papieru wartościowego. Ryzyko to można zmniejszyć poprzez odpowiednie zabezpieczenie. Obligacje komunalne mogą być zabezpieczone (całkowicie lub częściowo) i nie zabezpieczone. A zatem ich emitent decyduje zarówno o formie, jak i zakresie zabezpieczenia. Emitentowi opłaca się

<sup>11</sup> Zob. Ustawa o obligacjach, Dz.U. nr 83, poz. 420 z późn. zm.

dobrze zabezpieczyć emitowane obligacje i ponieść z tego tytułu dodatkową opłatę, gdyż mogą być one sprzedawane po wyższej cenie, która oznacza niższy koszt gromadzenia kapitału. Tak więc koszt zabezpieczenia obligacji jest rekompensowany niższą premią za ryzyko kredytowe. Zabezpieczenie całkowite obligacji obejmuje wartość nominalną wraz z sumą należnego oprocentowania. Może ono m. in. polegać na ustanowieniu zastawu lub hipoteki na majątku własnym emitenta lub innego podmiotu, a także udzieleniu gwarancji przez określoną instytucję finansową czy Skarb Państwa. Jednostki samorządu terytorialnego oraz miasto stołeczne Warszawa mogą poręczać zobowiązania wynikające z obligacji emitowanych przez:

- a) inne jednostki samorządu terytorialnego oraz ich związki;
- b) spółki prawa handlowego, w których podmiot poręczający ma ponad 50% głosów na walnym zgromadzeniu;
- c) przedsiębiorstwa, dla których jednostka samorządu terytorialnego jest organem założycielskim.

Przy udzielaniu poręczenia jednostka samorządu terytorialnego powinna jednakże pamiętać o ograniczeniach wynikających z ustawy o finansach publicznych, o których pisano wcześniej. Informacje o zakresie i formie gwarancji (poręczenia) lub zabezpieczenia muszą być uwidocznione na dokumencie obligacji lub w warunkach emisji. Za zobowiązania wynikające z obligacji odpowiada całym swym majątkiem emitent oraz gwarant (podmiot udzielający poręczenia – dający zabezpieczenie) do wysokości udzielonego zabezpieczenia.

Emitent obligacji komunalnych w Polsce może ograniczyć w ich treści swą odpowiedzialność za zobowiązania z nich wynikające do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszowi służy prawo pierwszeństwa przed innymi wierzycielami emitenta z całości lub części przychodów, albo majątku przedsięwzięć, które są efektem wykorzystania środków uzyskanych z emisji obligacji. Pierwszeństwo to może także dotyczyć przychodów z innych przedsięwzięć określonych przez emitenta. Oznacza to, iż emisja przychodowych obligacji komunalnych powinna służyć w całości lub w części finansowaniu takiego przedsięwzięcia inwestycyjnego, które w określonym czasie powinno przynieść emitentowi dochody wystarczające na pokrycie wykupu obligacji wraz z oprocentowaniem. Jeżeli emitent obligacji przychodowych nie zawarł w ich treści ograniczenia swej odpowiedzialności do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszowi służy prawo pierwszeństwa, to za realizację zobowiązań wynikających z takich obligacji ponosi on odpowiedzialność całym swym majątkiem. Trzeba jednakże nadmienić, iż w przypadku ograniczenia odpowiedzialności emitenta do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia i braku wystarczających środków z realizowanej inwestycji obligatariusze mogą nie uzys-

kać należnych im świadczeń obligacyjnych (ponoszą oni ryzyko niepowodzenia inwestycji).

Obligacje przychodowe są wygodną formą finansowania różnorodnych przedsięwzięć użyteczności publicznej, służących rozbudowie, w szerokim tego słowa znaczeniu, infrastruktury lokalnej, gdyż ich emitentami mogą być:

a) jednostki samorządu terytorialnego, ich związki oraz miasto stołeczne Warszawa;

b) spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz akcyjne, w których wymienione podmioty posiadają ponad 50% głosów na walnym zgromadzeniu i ich jedynym przedmiotem działalności jest zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej;

c) spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz akcyjne, których jedynym przedmiotem działalności jest wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej, wykonywanych na podstawie umowy zawartej z jednostką samorządu terytorialnego przez okres co najmniej równy okresowi zapadalności obligacji;

d) spółki akcyjne, które posiadają upoważnienie ustawowe, koncesję lub zezwolenie na wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej albo mogą świadczyć usługi w zakresie transportu, komunikacji lub utrzymania i rozwoju infrastruktury komunikacyjnej co najmniej do momentu zapadalności obligacji.

Emitenci obligacji przychodowych są zobowiązani do szeregu działań, które zapewniają obligatariuszom wypłacalność świadczeń z nich wynikających, m. in. do<sup>12</sup>:

1) udostępniania (co najmniej na dwa tygodnie przed każdym terminem wypłaty świadczenia z obligacji, jednakże nie rzadziej niż raz w roku) obligatariuszom określonych sprawozdań, w których są zawarte informacje o przychodach i kosztach realizowanego z obligacji przedsięwzięcia oraz o kwotach wypłacanych świadczeń (sprawozdanie to powinno zawierać także omówienie struktury przychodów z przedsięwzięcia i struktury kosztów ponoszonych przez emitenta na utrzymanie tego przedsięwzięcia za okres od ostatniej wypłaty świadczenia);

2) opublikowania w dwóch dziennikach, w tym co najmniej jednym ogólnopolskim, informacji o łącznej wysokości zadłużenia, w odniesieniu do którego obligatariusze mają prawo pierwszeństwa;

3) niestanowienia przedmiotem zabezpieczenia ani cesji wierzytelności tworzących przychody, do których pierwszeństwo mają obligatariusze;

4) gromadzenia wszystkich przychodów z realizowanego przedsięwzięcia na rachunku bankowym, przeznaczonym wyłącznie do dokonywania wypłat obligatariuszom mającym prawo pierwszeństwa.

<sup>12</sup> Zob. W. Dębski, *op. cit.*, s. 227.

Dodatkowo środki zgromadzone na wskazanym rachunku nie podlegają egzekucji prowadzonej z rachunku emitenta do wysokości kwoty zobowiązania emitenta wobec obligatariuszy, a także są one wyłączone z masy upadłościowej emitenta. Z chwilą otwarcia postępowania upadłościowego lub likwidacyjnego emitenta obligacji przychodowych zobowiązania z nich wynikające stają się natychmiast wymagalne i zaspokojenie roszczeń obligatariuszy dokonuje się z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami tego emitenta.

Należy przyznać, iż w przypadku obligacji przychodowych ustawodawca zadbał w sposób szczególny o bezpieczeństwo obligatariuszy. Świadczą o tym przedstawione uregulowania zarówno odnoszące się do gospodarowania majątkiem oraz przychodami z przedsięwzięcia realizowanego z tych obligacji, jak również odnośnie do ciążących na emitencie obowiązków informacyjnych. W sytuacji, gdyby emitent przychodowych obligacji komunalnych nie wykonał nałożonych na niego obowiązków związanych z gromadzeniem i wypłatą środków z przedsięwzięcia, grozi mu kara grzywny do 5 mln zł lub kara pozbawienia wolności do 2 lat, albo obie kary łącznie.

Emisja obligacji komunalnych może się odbywać na drodze subskrypcji publicznej lub emisji zamkniętej, czyli oferty skierowanej do indywidualnego adresata. Za publiczną uważa się taką emisję, w której proponowanie nabycia jest skierowane do więcej niż 300 osób (najczęściej za pomocą środków masowego przekazu i do nieoznaczonego adresata). W przeciwnym wypadku emisję uważa się za niepubliczną, zwaną też prywatną lub zamkniętą<sup>13</sup>. W emisji publicznej można wyróżnić dwa przypadki, gdy obligacje są przeznaczone do:

- 1) obrotu publicznego,
- 2) obrotu prywatnego.

W pierwszym przypadku emisja obligacji podlega przepisom ustawy o obligacjach i ustawy prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Ta ostatnia ustawa reguluje zwłaszcza zasady obrotu obligacjami, dopuszczania do niego, wymogów prospektowych, publikacyjnych i informacyjnych, a także odpowiedzialności cywilnej i karnej. Ten przypadek emisji oznacza dla emitenta poddanie się procedurze dopuszczeniowej przed Komisją Papierów Wartościowych i Giełd, która jest naczelnym organem nadzorującym rynek publiczny. Ten tryb emisji obligacji komunalnych umożliwia jednostce samorządu terytorialnego gromadzenie kapitału praktycznie od nieograniczonego kręgu inwestorów, co jest istotne przede wszystkim przy emisjach dużej wartości. Ważnym zagadnieniem jest również efekt

<sup>13</sup> Zob. R. Grynias, *Obligacje komunalne – efektywny instrument finansowy czy promocja miasta*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 1.

marketingowy takiej jednostki, czyli jej promocja na rynku publicznym, kształtowanie swego wizerunku i zdobywanie zaufania inwestorów. Pozwala to na przeprowadzenie kolejnych emisji i gromadzenie kapitału na rozwój. Trzeba jednakże pamiętać, iż ten tryb emisji jest stosunkowo kosztowny.

Z kolei w przypadku, gdy emisja obligacji komunalnych jest publiczna, ale obligacje są przeznaczone do obrotu prywatnego, może być wyłączona spod ustawy prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Aby tak było, emitowane obligacje powinny opiewać wyłącznie na świadczenia pieniężne o terminie wykupu do jednego roku, czyli być krótkoterminowymi. Emitent może takie obligacje wyłączyć z obowiązku uzyskania zgody KPWiG, czyli poddania ich rygorystycznej procedurze dopuszczeniowej, jednakże powinien on w terminie 7 dni przed rozpoczęciem emisji pisemnie zawiadomić Komisję o zamiarze jej przeprowadzenia. Taka emisja podlega wówczas tylko samej ustawie o obligacjach, która dopuszcza emisję publiczną obligacji, ale aby tak było, ich wartość nominalna powinna być nie mniejsza niż 40 000 euro (według średniego kursu NBP z dnia podjęcia uchwały o emisji obligacji). Stosunkowo wysoki nominal takich obligacji powoduje, iż kierowane są one do określonego kręgu nabywców (kwalifikowanego inwestora), co pozwala na ograniczenie kosztów emisji, gdyż nie trzeba wprowadzać szeregu mechanizmów chroniących obligatariuszy właściwych dla obrotu na rynku publicznym.

Najprostszą emisją obligacji komunalnych jest emisja prywatna, a więc skierowana do 300 lub mniej osób. Jej przygotowanie jest uproszczone, gdyż nie jest wymagana zgoda Komisji Papierów Wartościowych i Giełd oraz mniejsze są wymogi informacyjne, dotyczące sytuacji finansowej jednostki samorządu terytorialnego będącej emitentem. Jej główną zaletą jest stosunkowo krótki czas i niskie koszty jej przygotowania. Wadą natomiast uzyskiwanie małego efektu marketingowego i brak gromadzenia większych kwot kapitału.

Emisję zarówno publiczną, jak i prywatną uważa się za niedoszlą do skutku, jeżeli w terminie wyznaczonym do zapisywania się na obligacje nie zostanie subskrybowana minimalna ich ilość określona w warunkach emisji jako próg dojścia emisji do skutku (próg ten ustala emitent). Dla emisji publicznej termin do zapisywania się na obligacje nie może być dłuższy niż trzy miesiące od dnia otwarcia publicznej subskrypcji. Dla emisji niepublicznej termin na dokonanie przydziału obligacji wynosi 6 tygodni od skierowania ostatniej propozycji (czas na przyjęcie pierwszej propozycji wynosi 3 tygodnie od momentu jej otrzymania, a kolejne mogą być kierowane w terminie do 6 tygodni od daty skierowania propozycji pierwszej), chyba że emitent określił w warunkach emisji krótszy termin.

### 3. Proces emisyjny obligacji komunalnych

Przystępując do emisji obligacji komunalnych, jednostka samorządu terytorialnego powinna przeprowadzić, niezależnie od trybu emisji, analizę jej opłacalności. Powinna ona dać odpowiedź na pytanie, czy gromadzenie środków finansowych na realizację określonego przedsięwzięcia poprzez emisję obligacji jest najkorzystniejszym sposobem sfinansowania tego przedsięwzięcia w porównaniu do innych alternatywnych możliwości. Z kolei wybór tego przedsięwzięcia powinien wynikać ze strategii rozwoju jednostki samorządowej, jej planu inwestycyjnego i analizy budżetu. Po podjęciu decyzji, iż emisja obligacji jest najbardziej właściwą formą finansowania realizowanego przedsięwzięcia, należy dokonać wyboru jej trybu oraz określić warunki jej przeprowadzenia, jak również określić rodzaj obligacji, który powinien wynikać ze specyfiki finansowanego przedsięwzięcia. Wybór trybu emisji uzależniony jest od kilku czynników, spośród których najważniejsze to: rozmiar potencjalnego popytu, koszty emisji oraz okres wykupu.

Kolejną czynnością w procesie emisyjnym obligacji komunalnych jest podjęcie uchwały o ich emisji przez organ stanowiący danej jednostki samorządu terytorialnego. Uchwała taka, jak wskazano, powinna być opiniowana przez Regionalną Izbę Obrachunkową. Następnie jednostka będąca emitentem obligacji komunalnych musi podjąć decyzję o wyborze agenta emisji (może on zostać wybrany już wcześniej do przeprowadzenia czynności rozpoznawczych, opisanych i podejmowanych przed przyjęciem uchwały o emisji). Agentem emisji, zwanym też organizatorem, może być dom maklerski lub bank. Jego występowanie łączy się niewątpliwie z określonymi kosztami, jednakże powodzenie emisji zależy od profesjonalnego przygotowania promocji emisji i przeprowadzenia jej przebiegu, w czym te podmioty się specjalizują. Należy wskazać, iż wprowadzenie obligacji do obrotu na rynku publicznym może odbyć się wyłącznie za pośrednictwem domu maklerskiego.

W przypadku, gdy obligacje komunalne są zabezpieczane poręczeniem Skarbu Państwa, jednostka samorządu terytorialnego jest zobligowana do zawarcia odpowiedniej umowy z bankiem reprezentantem. Przy każdej innej emisji obligacji jedynie może to zrobić. Bank reprezentant pełni funkcję przedstawiciela ustawowego obligatariuszy, czyli ubezpiecza posiadaczy obligacji. Ustawa o obligacjach nakłada na emitenta obligacji obowiązek przekazywania bankowi reprezentantowi informacji bieżących i okresowych zgodnie z ustawą prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi w przypadku emisji publicznej oraz składania bankowi, przynajmniej co 3 miesiące, sprawozdania z wypełniania zadań wynikających z warunków emisji oraz zawiadamiania o wszelkich zmianach dotyczących ustanowionych zabezpieczeń. Bank z kolei zobowiązany jest do okresowych analiz sytuacji



finansowej emitenta i zawiadamiania obligatariuszy, gdy stwarza ona realne zagrożenie dla niewypłacalności zobowiązań z tytułu obligacji. Należy przyznać, iż zawieranie umów z bankiem reprezentantem jest dosyć uciążliwe dla jednostek samorządu terytorialnego i podwyższa koszty emisji obligacji komunalnych. Stąd też na rynku obligacji to rozwiązanie nie cieszy się zbyt dużą popularnością.

Dodatkowo w procesie emisji obligacji komunalnych zaczyna coraz częściej występować agencja ratingowa. Jako niezależny podmiot dokonuje ona oceny wiarygodności kredytowej emitenta na podstawie jego sprawozdania finansowego. Dla inwestorów ocena ratingowa stanowi podstawę do szacowania bezpieczeństwa danej inwestycji. Wyższa ocena daje podstawy do sprzedaży obligacji po wyższej cenie, co oznacza niższy koszt pozyskiwania kapitału dla jednostki samorządu terytorialnego. Mimo że wystawienie oceny ratingowej podwyższa koszt emisji obligacji, to ich emitenci zabiegają o jej posiadanie.

Istotnym problemem przy emisji obligacji komunalnych, szczególnie w trybie emisji publicznej zapewniającej obrót nimi na rynku publicznym, jest zabezpieczenie się przed ryzykiem niedojścia emisji do skutku. Przepisy prawne związane z publicznym obrotem papierami wartościowymi proponują w tym zakresie dwa rodzaje rozwiązań, którymi są umowa o subemisję inwestycyjną i umowa o subemisję usługową. Pierwsza jest umową gwarancyjną, ponieważ zobowiązuje subemitenta inwestycyjnego do nabycia, na własny rachunek, całości lub części emitowanych obligacji, na które inwestorzy nie złożyli zapisów w trakcie ich przyjmowania. W praktyce oznacza to, iż w przypadku, gdy emitowane obligacje nie znajdą zainteresowania inwestorów, subemitent inwestycyjny przejmuje niezakupione papiery i sam decyduje, co będzie z nimi robił dalej. Przyjmuje więc na siebie określone ryzyko niedojścia emisji do skutku, za co pobiera od emitenta określoną opłatę.

Subemitentem inwestycyjnym może być wyłącznie dom maklerski, towarzystwo funduszy powierniczych działające na rachunek uczestników funduszu, fundusz inwestycyjny, bank, zakład ubezpieczeń, zagraniczna instytucja finansowa mająca siedzibę w krajach należących do OECD (Organizacja Współpracy Gospodarczej i Rozwoju) lub konsorcjum tych podmiotów. Z kolei te same podmioty, oprócz zakładu ubezpieczeń, funduszu inwestycyjnego i towarzystwa funduszy powierniczych, mogą pełnić funkcję subemitenta usługowego. Jego rola sprowadza się do zobowiązania nabycia na własny rachunek całości lub części obligacji danej emisji w celu ich dalszej odsprzedaży w pierwszej ofercie publicznej lub na rynku pierwotnym. Zaletą takiego rozwiązania jest fakt otrzymania przez emitenta całości lub części kapitału z emisji w momencie jej rozpoczęcia. Wadą natomiast określona opłata, którą ponosi emitent. Jest ona jednakże wyższa od opłaty w subemisji inwestycyjnej, gdyż subemitent usługowy negocjując

cenę przejęcia emitowanych obligacji, dąży do jej obniżenia, tłumacząc to ograniczonymi możliwościami zbytu papieru na rynku pierwotnym.

W przypadku emisji krótkoterminowych obligacji komunalnych, a więc w trybie emisji publicznej, ale bez wprowadzenia obligacji do obrotu publicznego, o której pisaliśmy wcześniej, proces emisyjny jest nieco uproszczony w stosunku do emisji publicznej na podstawie ustawy prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Emisja obligacji krótkoterminowych przebiega na podstawie ustawy o obligacjach, która przewiduje, iż emitent takich obligacji powinien opublikować tzw. warunki emisji (zamiast prospektu emisyjnego obowiązującego przy wprowadzaniu obligacji do obrotu publicznego). Stanowią one odpowiednik memorandum informacyjnego dla inwestorów i powinny być opublikowane w dzienniku ogólnopolskim. Dokument ten zawiera standardowe informacje o emisji, takie jak: określenie celu, jeżeli jest on określany, wartość nominalną obligacji i jej cenę emisyjną, warunki wykupu i oprocentowania, wysokość i formę ewentualnego zabezpieczenia, oznaczenie podmiotu udzielającego zabezpieczenia, a także zasady przeliczania wartości świadczenia niepieniężnego na pieniężne. Ponadto warunki emisji powinny zawierać takie informacje, które umożliwią potencjalnym nabywcom zorientowanie się w efektach przedsięwzięcia finansowanego ze środków uzyskanych z obligacji, jeżeli to przedsięwzięcie jest określone, a także informacje umożliwiające inwestorom dokonanie oceny zdolności emitenta do wywiązania się ze świadczeń wynikających z obligacji. Emitent obligacji komunalnych powinien także udostępnić przyszłym obligatariuszom roczne sprawozdanie z budżetu jednostki samorządu terytorialnego wraz z opinią Regionalnej Izby Obrachunkowej. Oznacza to, iż w warunkach emisji chodzi o informacje mające charakter biznes planu, tzn. takie, które pozwolą zorientować się potencjalnym inwestorom o opłacalności dokonywanej inwestycji, możliwości wygenerowania odpowiedniego zysku pozwalającego na zwrot kapitału i wypłatę odsetek.

W zakresie wymogów informacyjnych przy prywatnej emisji obligacji komunalnych obowiązują te same zasady, co przy już omówionej emisji publicznej w trybie przeznaczenia obligacji do obrotu niepublicznego. Oznacza to, iż przygotowuje się dla inwestorów podobne w treści memorandum informacyjne. Dane do niego dostarcza emitent i ponosi za nie odpowiedzialność, jednakże na zasadach ogólnych, wynikających z przepisów kodeksu cywilnego i ustawy o obligacjach, a nie ustawy prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, której przepisy są bardziej rygorystyczne. Jeżeli z kolei dane te są przedstawiane przez doradcę emitenta, np. agenta emisji, jako wynik badania jednostki emitującej obligacje komunalne, to on ponosi za nie odpowiedzialność w myśl tych ogólnych przepisów.

Prywatną emisję obligacji komunalnych można wykorzystać do zdobycia doświadczeń w celu opracowania warunków ewentualnej emisji publicznej.

Dodatkowo bank, jako agent emisji, może zaoferować emitentowi otwarcie specjalnej linii kredytowej na zabezpieczenie wykupu poszczególnych transz lub całej emisji obligacji. Można również wysondować zainteresowanie inwestorów emitowanymi obligacjami i emitentem.

#### 4. Obligacje komunalne czynnikiem rozwoju

Obserwacja rynku finansowego w Polsce wskazuje, iż rynek obligacji komunalnych rozwija się bardzo powoli. Obecnie jest on zdominowany przez emisje dokonywane w trybie prywatnym. Zdecydowaną większość (ok. 80%) tych walorów nabyły banki komercyjne, uważając je za dobrą lokatę swych środków finansowych. Inni inwestorzy instytucjonalni (fundusze inwestycyjne i emerytalne) nie są aktualnie zainteresowani nabywaniem obligacji komunalnych emitowanych na rynku niepublicznym ze względu na obowiązujące przepisy, które np. są dosyć restrykcyjne, jeżeli chodzi o inwestycje funduszy w aktywa, dla których nie ma rynku wtórnego i nie ma ich codziennej rynkowej wyceny. Aby więc jednostki samorządu terytorialnego mogły sięgać po środki zgromadzone u tych inwestorów, muszą myśleć o przeprowadzeniu emisji publicznych. Pozwoli to wykorzystywać środki gromadzone jako oszczędności długoterminowe społeczeństwa do uzyskiwania pieniędzy przez jednostki samorządu terytorialnego na rozwój lokalny. Wskazany byłby tutaj okres wykupu do 10 lat, uzyskanie oceny agencji ratingowej, stała stopa oprocentowania z kuponem półrocznym lub rocznym i ewentualnie dodatkowe, poza budżetem, zabezpieczenie.

Z punktu widzenia potencjalnego emitenta za wykorzystaniem obligacji komunalnych do finansowania rozwoju lokalnego przemawiają takie argumenty, jak:

a) uzyskanie pożyczki na bardziej liberalnych warunkach niż kredyt bankowy (kwestie zabezpieczeń, nadzoru i innych wymagań) oraz w wyższej wysokości;

b) dywersyfikacja wierzycieli i rozbudzenie ich zainteresowania emitentem;

c) ustalenie innego niż pieniężny sposobu wykupu oraz dodatkowych świadczeń dla obligatariuszy;

d) uzyskanie efektu promocyjnego;

e) budowa wizerunku na rynku finansowym.

W literaturze tematu<sup>14</sup> za istotny czynnik przemawiający za korzystaniem z obligacji jako źródła finansowania uważa się możliwość ustalenia innego

<sup>14</sup> Dla przykładu zob. W. Czaplą, *Obligacje komunalne i mieszkaniowe*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996.

niż pieniężny sposobu wykupu oraz ustanawianie różnorodnych zabezpieczeń. Dzięki temu zwiększają się realne możliwości kredytowe emitenta i rozszerza się zestaw argumentów motywujących inwestorów. Ważną rzeczą dla nabywcy obligacji są świadczenia niepieniężne, takie jak:

- a) prawo obligatariusza do udziału w przyszłych zyskach emitenta,
- b) prawo do zamiany obligacji na akcje,
- c) prawo pierwszeństwa do objęcia emitowanych w przyszłości akcji,
- d) prawo do różnego rodzaju ulg w opłatach lokalnych, zwolnień w podatkach, niżek w czynszach itd.

Coraz większe znaczenie emitenci obligacji komunalnych powinni zacząć przypisywać obligacjom gwarantowanym przychodami. Dla przykładu, obligacje zagwarantowane dochodami portu lotniczego mogą generować płatności, na które środki uzyskiwano by z opłat za eksploatację pasów startowych i dzierżawę pomieszczeń dworca lotniczego. Wpływy z emisji zabezpieczanych dochodami przedsiębiorstw drogowych można by przeznaczyć na budowę dróg i mostów, a środki na zobowiązania z tytułu obligacji pozyskiwać z opłat za korzystanie z dróg. Podobnie można by finansować remonty dróg. Zabezpieczeniem takich obligacji mogłyby być wpływy z tytułu podatku od paliw, opłat za licencje i rejestracje pojazdów. Wpływy z opłat za zanieczyszczanie środowiska naturalnego mogłyby stawać się zabezpieczeniem obligacji, których środki wspomagałyby finansowanie budowy wodociągów, oczyszczalni ścieków czy utrzymywanie parków. Fundusze napływające do regionów po akcesji Polski do Unii Europejskiej mogłyby zabezpieczać emisje obligacji komunalnych, z których można by finansować różnorakie przedsięwzięcia infrastrukturalne w tych regionach.

Jak już wskazano, obligacje komunalne dzięki swoim właściwościom mogą pełnić rolę ważnego czynnika w rozwoju jednostek samorządu terytorialnego, a więc rozwoju lokalnego. Mogą one w tym procesie pełnić następujące funkcje<sup>15</sup>:

1. Prywatyzacyjną, która polega na tym, iż jednostka samorządu terytorialnego emituje obligacje zamienne lub z prawem pierwszeństwa do emitowanych w przyszłości akcji, co powoduje, iż nabywcy takich obligacji zyskują możliwość przejęcia kontroli nad przedsiębiorstwem komunalnym lub składnikami mienia komunalnego. Gmina ma możliwość dokonania restrukturyzacji takiego przedsiębiorstwa dzięki uzyskanym środkom, a własność prywatna zapewnia większą efektywność jego działalności.

2. Przyciągania kapitału. Poprzez obligacje komunalne jednostki samorządu terytorialnego mogą gromadzić kapitał z rynku finansowego, co

<sup>15</sup> Zob. *ibidem*.

pozwaląc im będzie na implikowanie kolejnych inwestycji. Emitując obligacje, gmina rozbudza zainteresowanie inwestorów, buduje do nich zaufanie, co utwierdza ich w przekonaniu, iż istnieje w tej gminie odpowiedni klimat do działalności inwestycyjnej.

3. Preferencyjną, która polega na tworzeniu możliwości przyznawania inwestorom określonych praw, np. poprzez fakt, iż wykup obligacji odbywa się na zasadzie spełniania określonych świadczeń niepieniężnych. Może to być przykładowo zamiana na prawo do własności mieszkania, prawo do określonej ulgi lub zwolnienia podatkowego, prawo do preferencyjnego udziału w przedsięwzięciach gminy itd.

4. Aktywizacyjną. Jednostka samorządu terytorialnego może emitować obligacje komunalne dla sfinansowania realizacji przedsięwzięć społecznie użytecznych, np. budowy szkoły, basenu, ośrodka zdrowia. Może w ten sposób zachęcać swoich mieszkańców nie tylko do partycypacji w finansowaniu, ale także do współdziałania w szerokim tego słowa znaczeniu. Przedsięwzięcia takie mogą powodować, iż społeczność lokalna poczuje się bardziej gospodarzem na swoim terenie i będą one rozwijać poczucie wspólnoty.

5. Konsolidacyjną. Wykorzystując swoją pozycję jako wiarygodnego organizatora gmina może konsolidować wszelkie grupy branżowe i celowe, doprowadzając do realizacji określonego przedsięwzięcia. Dla przykładu, gmina broniąc lokalnych handlowców czy usługodawców przed naporem zewnętrznych sieci handlowych może wszystkich zjednoczyć w celu wybudowania lokalnego centrum handlowego za środki uzyskane z emisji obligacji. Gdyby to chciała robić określona grupa branżowa, to zwykle powstają poważne problemy natury społecznej, wynikające z braku do niej zaufania.

6. Rozdrobnienia wierzycieli. Mając więcej niż jednego silnego wierzyciela, jak w przypadku kredytu bankowego, gmina emitująca obligacje może wygenerować lepsze warunki uzyskania kapitału, np. wprowadzając różnorakie świadczenia niepieniężne. Inwestorzy, mający czerpać określone korzyści z tytułu nabycia obligacji komunalnych, z całą pewnością będą bardziej zainteresowani ukończeniem inwestycji niż bank, któremu zależy przede wszystkim na ściągnięciu długu.

7. Marketingową. Emitując obligacje komunalne, gmina może przyciągnąć uwagę mediów regionalnych i ogólnokrajowych. Stwarza to okazję do kreowania odpowiedniego wizerunku gminy, pokazania jej kadry, umiejęcej sięgać po różnorakie instrumenty rynku finansowego oraz pokazania sprzyjającego klimatu do inwestowania.

Prawidłowością rozwiniętego ryku finansowego jest fakt przetrzymywania obligacji municypalnych zazwyczaj w portfelach różnego rodzaju funduszy inwestycyjnych (inwestycyjnych, emerytalnych), banków komercyjnych czy instytucji ubezpieczeniowych. Emitenci tych obligacji chcą w szczególności

pozyskać środki zgromadzone przez tych pośredników finansowych (inwestorów instytucjonalnych). Zależy im bowiem na powiązaniu tych inwestorów z samorządem lokalnym i wykorzystaniu ich środków dla rozwoju lokalnego. Pośrednicy finansowi pełniący rolę agentów emisji obligacji komunalnych ustawicznie pracują nad wprowadzaniem różnego rodzaju innowacji finansowych. Dla przykładu, na rynku amerykańskim, gdzie gama obligacji komunalnych jest bardzo szeroka, wprowadzono na początku lat 90. wieku XX pochodne obligacje komunalne z niezależnymi prawami do opcji wcześniejszego wykupu<sup>16</sup>. Oprócz podstawowej obligacji, która jest przedmiotem obrotu, wprowadzono jako samodzielny papier wartościowy prawo do opcji wcześniejszego wykupu, który także jest przedmiotem obrotu. Emitent takich obligacji może uzyskiwać dodatkowy dochód (ze sprzedaży tego prawa). Obligacje tego typu wprowadzono, aby zredukować negatywny wpływ, jaki reguły wcześniejszego wykupu wywierają na obligacje komunalne. Innym przykładem z tego samego okresu mogą być obligacje komunalne z odwrotnie zmieniającym się oprocentowaniem, mające charakter spekulacyjny i przeznaczone dla inwestorów indywidualnych. Są to instrumenty zaliczane do pochodnych papierów wartościowych, reagujące na zmiany cen podstawowych obligacji (będących papierami pierwotnymi), z którymi się je sprzedaje. Emisja takich obligacji jest dzielona na dwie części – jedna obejmuje obligacje, których oprocentowanie zmienia się wraz ze zmianami stóp procentowych na rynku pieniężnym, a druga część emisji to obligacje, od których wypłaca się resztę odsetek<sup>17</sup>.

Obligacje komunalne, zwłaszcza emitowane przez większe lub bogatsze gminy, są uważane na rynku finansowym za lokaty bezpieczne, jednakże o wyższym stopniu ryzyka niż obligacje skarbowe. Oznacza to, że ich oprocentowanie jest nieco wyższe od stopy zwrotu z obligacji skarbowych, np. w granicach jednego punktu procentowego. Uatrakcyjnieniem obligacji municypalnych są dodatkowe świadczenia, jakie gmina może zaoferować ich nabywcom. Przykładem takiego działania na polskim rynku były gminy w Międzyrzeczu i Braniewie, oferujące bonifikaty przy wykupie mieszkań komunalnych. Może to być również określony upust na czynszu, ulga w użytkowaniu urządzeń miejskich, możliwość nabycia po niższej cenie placu handlowego, dzierżawa powierzchni biurowej, kupno gruntu, wykupienie mieszkania z dyskontem itp. Według inwestora obligacje komunalne stanowią szansę na dywersyfikację jego portfela inwestycyjnego.

Z punktu widzenia efektywności procesu emisyjnego obligacji komunalnych bardzo istotną rzeczą jest wybór agenta emisji. Trzeba to zrobić zgodnie

<sup>16</sup> Zob. E. Faerber, *Wszystko o obligacjach*, WIG Press, Warszawa 1996, s. 126.

<sup>17</sup> *Ibidem*, s. 128.

z przepisami ustawy o zamówieniach publicznych, chyba że przeprowadzenie czynności przez agenta emisji będzie miało charakter nieodpłatny lub zostanie opłacone w całości ze środków niepublicznych<sup>18</sup>. Wybór agenta emisji może być dokonany w dwóch etapach, jak m. in. zrobiła to gmina Kraków. W pierwszym etapie zorganizowano konkurs na opracowanie projektu prawnego, finansowego i organizacyjnego emisji obligacji oraz dokonano wyboru grupy oferentów. W etapie drugim oferenci ci przedstawili szczegóły zaproponowanych warunków emisji dotyczących głównie wyceny, sprzedaży, zasad rozliczeń itd. Końcowym rezultatem takiego postępowania był wybór konsorcjum trzech banków, z których pierwszy odpowiadał za umowę o subemisji usługowej, drugi za organizację przetargu na obligacje, a trzeci przejął funkcję banku reprezentanta i organizatora rynku wtórnego.

Z przeprowadzonych emisji obligacji komunalnych w Polsce wynika, iż w przeważającej części środki z nich uzyskane gminy przeznaczały na poprawę lokalnej infrastruktury drogowej oraz modernizację transportu miejskiego. Stąd nazwa m. in. obligacji „komunikacyjnych”, a ich przykładem mogą być emisje w takich gminach, jak: Gdynia, Kraków, Ostrów Wielkopolski, Łódź, Gdańsk, Lublin, Gorzów Wielkopolski czy Warszawa-Mokotów. Inna grupa obligacji komunalnych została nazwana „mieszkaniowymi”, ponieważ ich emisja była związana z wykupem mieszkań. Przykładem takich emisji są gminy w Międzyrzeczu, Braniewie i Przemyślu. W tym zakresie ciekawą propozycję rozwiązywania problemów mieszkaniowych na terenie gminy za pośrednictwem zamiennych obligacji komunalnych przedstawił W. Czapla<sup>19</sup>. Kolejny rodzaj obligacji komunalnych w Polsce został określony jako „fiskalne”, gdyż celem ich emisji było pozyskanie środków na działalność inwestycyjną gminy, m. in. na rozbudowę oczyszczalni ścieków, modernizację stacji uzdatniania wody, budowę zakładu utylizacji odpadów itp. Ten typ obligacji emitowały takie gminy, jak: Płock, Komorniki czy Śmigiel.

Podsumowując, obligacje komunalne na polskim rynku finansowym są stosunkowo młodym jeszcze instrumentem. Rynek ten jest jednakże rozwojowy i w najbliższym czasie należy oczekiwać znacznie większej ilości emisji niż do tej pory. Na koniec 2002 r. w Polsce ponad 120 gmin, 39 powiatów oraz 3 województwa emitowało obligacje komunalne. W sumie do tego czasu zrealizowano 211 programów emisji na ogólną kwotę 2,5 mld zł. Na koniec czerwca 2004 r. zrealizowano już 257 programów emisji obligacji komunalnych, a ich łączna wartość wyniosła prawie 3,5 mld zł<sup>20</sup>. Niekwestionowanym liderem, jako agent, na rynku obligacji komunalnych

<sup>18</sup> Zob. A. Wacławczyk, *op. cit.*, s. 89.

<sup>19</sup> Zob. W. Czapla, *op. cit.*

<sup>20</sup> K. Ostrowska, *Rośnie rynek obligacji komunalnych*, „Rzeczpospolita”, 16.07.2004.

był bank PKO BP, który brał udział w 109 programach o wartości 1,18 mld zł. Zadłużenie samorządów z tytułu emisji obligacji na koniec czerwca 2004 r. wyniosło 2,78 mld zł. Zapewne emitenci obligacji komunalnych zaczną korzystać jeszcze w większym niż dotychczas stopniu z tego bardzo popularnego na rozwiniętych rynkach instrumentu dla finansowania swoich zamierzeń inwestycyjnych, jak również inwestorzy będą poszukiwać dalszych możliwości dywersyfikacji swoich portfeli inwestycyjnych. Celem coraz większej liczby emisji obligacji komunalnych może być również finansowanie wkładu własnego do inwestycji współfinansowanych ze środków Unii Europejskiej.

*Wiesław Dębski*

#### MUNICIPAL BONDS AS A FINANCIAL SOURCE OF LOCAL DEVELOPMENT

A subject of this article is to present the municipal bonds as a financial source of local development. Whereas they play an important role in development of local infrastructure in the developed countries their importance barely begins to increase in Poland. The article shows an essence and main groups of municipal bonds, an organization of their issuing process and legal conditions associated with this process. The last part of the article describes municipal bonds as a factor of local development.