

OBLIGACJE KOMUNALNE JAKO INSTRUMENT FINANSOWANIA DZIAŁALNOŚCI JEDNOSTEK SAMORZĄDU TERYTORIALNEGO

Abstrakt. Celem artykułu jest analiza rynku obligacji komunalnych w Polsce oraz ocena atrakcyjności emisji tych instrumentów dla jednostki samorządu terytorialnego. Szczególny nacisk położono na prezentację kryteriów podziału obligacji oraz procesu emisji, zarówno publicznej jak i prywatnej, z uwzględnieniem problematyki ratingu kredytowego. Analiza ta przeprowadzona jest w związku z dyskusją nad atrakcyjnością rynku Catalyst i jego znaczeniem dla rozwoju rynku samorządowych papierów dłużnych w Polsce. Podstawowe metody badawcze wykorzystane w pracy to studia literatury problemu oraz analiza danych statystycznych. Podstawowymi źródłami danych statystycznych są publikacje Ministerstwa Finansów, Giełdy Papierów Wartościowych, Fitch Rating Polska SA.

Słowa kluczowe: obligacje komunalne, jednostka samorządu terytorialnego, Catalyst, emisja papierów dłużnych.

1. Wprowadzenie

Głównym powodem zaciągania długu przez jednostki samorządu terytorialnego (JST) jest ich aktywność inwestycyjna, pobudzona w ostatnich latach możliwościami uzyskania środków z funduszy strukturalnych i funduszu spójności. Działalność inwestycyjna stymuluje popyt JST na długoterminowe źródła finansowania, głównie dłużne, takie jak kredyty bankowe, pożyczki pozabankowe oraz analizowane w niniejszym opracowaniu emisje obligacji komunalnych.

Wybór odpowiedniego źródła finansowania zależy od wielu czynników. Do głównych należą: dostępność, maksymalna możliwa do uzyskania wysokość środków, skomplikowanie procedur, elastyczność finansowania, maksymalne terminy zapadalności, wymogi związane z zabezpieczeniem oraz całkowity koszt długu¹.

Obligacje komunalne w Polsce po wielu dekadach nieobecności zaistniały ponownie w 1993 r. W związku z obowiązywaniem niekorzystnych przepisów prawnych charakteryzowały się jednak słabym zainteresowaniem, a emisje zrealizowane (m.in. Płocka i warszawskiej gminy Mokotów) nie do końca się powiodły². O formalnym rozwoju rynku obligacji komunalnych w Polsce można mówić dopiero od 1995 r. Stabilną podstawę prawną dla rynku tych instrumentów wprowadziła ustawa o obligacjach z 29 czerwca 1995 r. oraz jej późniejsze zmiany, w szczególności nowelizacja z 2000 r., która pojawiła się w wyniku zmiany podziału administracyjnego Polski³. Istotnym elementem określającym ramy prawne rynku obligacji komunalnych jest również ustawa o finansach publicznych z 27 sierpnia

¹ Orechwa-Maliszewska, *Dług jednostek...*, s. 619.

² Kozuń-Cieślak, *Obligacje komunalne...*, s. 132.

³ Łękawa, *Jednostki samorządu...* s. 372.

2009 r. (także wcześniejsza z 30 czerwca 2005 r.), przyznająca JST prawo do emisji papierów wartościowych oraz określająca mechanizm ograniczania nadmiernego zadłużania się przez JST⁴. Dodatkowo należy wskazać także na ustawę o samorządzie gminnym z 8 marca 1990 r.⁵, która określa kompetencje władz gminy w procesie emisji oraz na ustawę o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z 29 lipca 2005 r., której przepisy określają obowiązki JST wprowadzającej obligacje komunalne do obrotu publicznego⁶.

Celem artykułu jest zanalizowanie rynku obligacji komunalnych w Polsce oraz ocenienie atrakcyjności emisji tych instrumentów dla jednostki samorządu terytorialnego.

2. Pojęcie obligacji komunalnej

Obligacja jest jednym z najważniejszych instrumentów rynku kapitałowego na świecie. W literaturze spotyka się różnorodne definicje obligacji. Na przykład D. Czechowska definiuje ten instrument jako emitowany w serii papier wartościowy poświadczający wiarygodność, obejmującą zobowiązanie dłużne emitenta wobec jej posiadacza⁷. Według ustawy o obligacjach z 1995 r. obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem wierzyciela obligacji i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia⁸. Obligacja jest dla jej wystawcy instrumentem umożliwiającym zaciągnięcie pożyczki jednocześnie u kilku wierzycieli, na z góry określony czas⁹.

Mniej powszechnie definiuje się pojęcie obligacji komunalnych. Według G. Kozuń-Cieślak obligacje komunalne to papiery wartościowe w randze długu publicznego, emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego w celu finansowania projektów inwestycyjnych ustawowo realizowanych przez te jednostki¹⁰. Nowelizacja ustawy o obligacjach z 2000 r. dodatkowo precyzuje podmioty uprawnione do emisji tych instrumentów. Są to przede wszystkim gminy, powiaty, województwa, związki wymienionych jednostek oraz miasto stołeczne Warszawa¹¹.

Podstawowym kryterium podziału obligacji komunalnych jest źródło pochodzenia środków służących spłacie zobowiązania powstałego w wyniku ich emisji. W tym przypadku należy wskazać na obligacje ogólne i przychodowe. Obligacje ogólne są zabezpieczone (podobnie jak obligacje skarbowe) zaufaniem do emitenta, a zobowiązania mogą być przez

⁴ Ustawa o finansach publicznych....

⁵ Ustawa o samorządzie gminnym....

⁶ Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z 29 lipca 2005 r., Dz.U. 2005, nr 184, poz. 1539, z późn. zm. Należy także zwrócić uwagę na Rozporządzenia Ministra Finansów z 13 kwietnia 2006 r. w sprawie rodzaju informacji, które mogą naruszać słuszny interes emitenta, oraz sposobu postępowania emitenta w związku z opóźnieniem przekazania do publicznej wiadomości informacji poufnych; z 6 lipca 2007 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne; z 5 lutego 2009 r. w sprawie sposobu prowadzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego ewidencji instrumentów finansowych; z 29 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równorzędne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim. Za: Łękawa, *Jednostki samorządu...*, s. 373.

⁷ Czechowska, *Instrumenty dłużne...*, s. 115.

⁸ Ustawa o obligacjach.... 1995.

⁹ Kordela, *Rynek Catalyst...*, s. 171.

¹⁰ Kozuń-Cieślak, *Obligacje komunalne...*, s. 56.

¹¹ Ustawa o obligacjach...1995.

niego spłacone z każdego uzyskiwanego dochodu. Obligacje przychodowe natomiast są emitowane w celu uzyskania kapitału niezbędnego do sfinansowania projektów inwestycyjnych, z których dochody wykorzystane zostaną do spłaty zobowiązań wynikających z emisji tych obligacji. Konstrukcja obligacji przychodowych jest jedną z form ograniczania odpowiedzialności emitenta (dłużnika) do wartości pewnych przychodów. Przychody wskazane w uchwale o emisji obligacji powinny wystarczyć na obsługę płatności odsetkowych oraz wykup obligacji¹².

Kolejnym kryterium podziału jest sposób oprocentowania obligacji. W tym przypadku instrumenty te dzieli się na papiery o stałym oprocentowaniu (kuponie), o zmiennym oprocentowaniu (indeksowane) oraz zerokuponowe (dyskontowe). W przypadku obligacji indeksowanych możliwe jest określenie limitu wzrostu stopy procentowej (*cap*) lub jej spadku (*floor*). W przypadku kryterium długości okresu zapadalności obligacje komunalne najczęściej dzieli się na krótkoterminowe (1-4 lat), średnioterminowe (5-12 lat) i długoterminowe (powyżej 12 lat). Kryterium podziału istotne z punktu widzenia kosztów uzyskania kapitału to stopień zabezpieczenia obligacji. Wskazuje ono na papiery zabezpieczone całkowicie, częściowo i niezabezpieczone¹³. Im wyższy jest poziom zabezpieczenia (np. hipoteką lub gwarancją), tym niższe powinny być koszty uzyskania kapitału.

3. Znaczenie ratingu dla oceny ryzyka

Z uwagi na specyfikę emitenta obligacje komunalne są instrumentami zaliczanymi do grupy bezpiecznych papierów wartościowych. Jednak nie są instrumentami bez ryzyka, a jego poziom dla JST może przyjmować różne wartości także w obrębie jednego kraju (tab. 1). M. Jastrzębska wskazuje najważniejsze cechy jednostki samorządu terytorialnego, które wpływają na ryzyko emitowanych przez nie papierów wartościowych:

- nie może zbankrutować, ale może być niewypłacalna, prowadząc do wzrostu trudności z zaspokajaniem roszczeń obligatariuszy;
- posiada majątek trwały, który może stanowić zabezpieczenie emisji, jednak ze względu na to, że jest on podstawą wykonywania zadań JST, charakteryzuje się ograniczoną płynnością; ma zagwarantowaną prawnie niezależność ekonomiczną, ale jest też zależna od decyzji centralnych;
- prowadzi jawną gospodarkę finansową, co zapewnia przejrzystość mechanizmów podejmowania decyzji i ich kontroli, jednak często działa w sposób zbyt zbiurokratyzowany¹⁴.

Ryzyko niewypłacalności emitenta jest istotnym elementem wpływającym na atrakcyjność obligacji komunalnych dla inwestora i w konsekwencji kluczowym czynnikiem oddziałującym na rentowność obligacji. Powszechnym sposobem określenia tego ryzyka jest nadanie ratingu danemu emitentowi przez niezależną agencję ratingową. Najważniejsze międzynarodowe agencje ratingowe, specjalizujące się także w ocenie emisji obligacji JST, to Standard & Poor's, Moody's i Fitch Rating. Najpopularniejszą i najczęściej

¹² Bitner, *Finansowanie strukturalne...*, s. 33.

¹³ Na temat kryteriów podziału obligacji zob. więcej: Kozuń-Cieślak, *Obligacje komunalne...*, s. 57-61.

¹⁴ Jastrzębska, *Zarządzanie długiem...*

Tabela 1. Rating kredytowy jednostek samorządu terytorialnego w Polsce według agencji Fitch Polska SA¹⁵

JST	Data	Międzynarodowy rating długoterminowy	Międzynarodowy rating długoterminowy dla zadłużenia w walucie krajowej	Krajowy rating długoterminowy
Białystok	29.07.2011	BBB-/S	BBB-/S	A/N
Bielsko-Biała	09.09.2011	BBB+/S	BBB+/S	AA-/S
Bydgoszcz	01.04.2011	BBB/N	BBB/N	A/N
Częstochowa	26.11.2010	BBB/S	BBB/S	-
Gdańsk	26.10.2011	BBB+/S	BBB+/S	AA-/S
Gliwice	10.02.2011	BBB/P	BBB/P	A/P
Jarocin	17.12.2010	-	-	BBB+/S
Katowice	16.09.2011	A-/S	A-/S	-
Kielce	18.03.2011	BBB-/N	BBB-/N	A-/N
Koszalin	23.12.2010	-	-	BBB-/S
Łódź	07.04.2011	BBB+/N	BBB+/N	AA-/N
Myślenice	02.12.2010	-	-	BBB/N
Olsztyn	12.08.2011	BB+/S	BB+/S	BBB+/S
Opole	29.07.2011	-	-	BBB/P
Ostrów Wielkopolski	06.07.2011	-	-	A-/S
Płock	01.02.2011	BBB+/S	BBB+/S	AA-/S
Rybnik	07.07.2011	-	-	A/P
Szczecin	22.07.2011	BBB+/S	BBB+/S	-
Toruń	04.11.2011	BBB/N	BBB/N	A/N
Warszawa	13.04.2011	-	-	AAA/S
woj. dolnośląskie	25.03.2011	A-/S	A-/S	AA/S
woj. małopolskie	20.06.2011	A-/S	A-/S	AA/S
woj. mazowieckie	12.04.2011	BBB+/S	A-/S	AA/S
woj. wielkopolskie	28.06.2011	A-/S	A/S	AA+/S
Wrocław	07.07.2011	BBB+/S	BBB+/S	A+/S
Zabrze	14.02.2011	BBB-/N	BBB-/N	A-/N
Zielona Góra	07.04.2011	BBB-/S	BBB-/S	A-/S

P – perspektywa pozytywna; S – perspektywa stabilna; N – perspektywa negatywna

Źródło: zestawienie własne na podstawie danych z agencji Fitch Polska SA

wykorzystywaną w Polsce agencją ratingową jest Fitch Rating. Jej kluczową zaletą jest dostępność dla JST poprzez oddział w Polsce.

4. Funkcjonowanie rynku Catalyst

Rynek Catalyst jest jednym z najnowszych instytucjonalnych elementów polskiego rynku kapitałowego i stanowi platformę obrotu dłużnymi papierami wartościowymi, m.in. obligacjami komunalnymi. Rynek ten powstał 30 września 2009 r. jako wspólne przedsięwzięcie Giełdy Papierów Wartościowych SA w Warszawie oraz spółki BondSpot SA (dawniej MTS-CeTO). Intencją twórców Catalyst było zorganizowanie rynku nieskarbowych dłużnych instrumentów finansowych, który będzie gwarantował elastyczne reguły działania

¹⁵ Na temat kodów literowych oceny wiarygodności kredytowej agencji Fitch Rating zob. www.fitchpolska.com.pl/skale_krajowe_w_polsce.htm.

dla wszystkich jego uczestników. Mając na uwadze to założenie, stworzono system oparty na czterech różnych platformach obrotu:

- dwa rynki detaliczne (rynek regulowany i alternatywny system obrotu) zorganizowane przez GPW SA,
- dwa rynki hurtowe (rynek regulowany i alternatywny system obrotu) zorganizowane przez BondSpot SA, na których wartość transakcji musi wynosić co najmniej 100 000 PLN¹⁶.

Wprowadzone do obrotu obligacje powinny mieć formę zdematerializowaną i być instrumentami na okaziciela. Mogą charakteryzować się stałym lub zmiennym kuponem, dla którego stawką bazową jest stopa WIBOR (3M, 6M lub 12M) lub rentowność bonów skarbowych powiększona o poziom marży. Data ustalenia stopy bazowej powinna przypadać przynajmniej na trzy dni robocze przed pierwszym dniem okresu odsetkowego, w którym obowiązywać ma stopa procentowa danego kuponu odsetkowego. Wartość nominalna obligacji powinna wynosić 100 zł lub 1000 zł¹⁷.

Na rynek Catalyst papiery wartościowe można wprowadzić poprzez emisję w ramach oferty prywatnej (skierowanej do maksymalnie 99 inwestorów) lub publicznej (skierowanej do nieograniczonej liczby podmiotów). Obligacje z oferty prywatnej wprowadzane są do alternatywnego systemu obrotu (ASO), natomiast z oferty publicznej na rynek regulowany (RR)¹⁸.

4.1. Proces wprowadzenia obligacji na rynek Catalyst

Emisja obligacji komunalnych i wprowadzenie jej na rynek Catalyst jest procesem wystandaryzowanym, w którym można wyodrębnić cztery główne etapy:

- analiza możliwości emisji,
- podjęcie wymaganych uchwał przez radę,
- plasowanie emisji i rejestracja w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW),
- wprowadzenie na Catalyst¹⁹.

Analiza możliwości emisji sprowadza się do oceny wielkości zadłużenia bezpiecznego dla budżetu JST oraz terminu zapadalności instrumentów dłużnych, od którego zależy wysokość obciążeń. W procesie tym potencjalny emitent powinien kierować się trzema zasadami:

- wielkość zadłużenia i poziom rocznych spłat nie może przekroczyć limitu 15%, wynikającego z art. 169 ustawy o finansach publicznych oraz limitu 60%, wynikającego z art. 170 tej ustawy;
- poziom „wolnych środków” w każdym roku powinien być utrzymany na możliwie wysokim poziomie, umożliwiającym realizację innych inwestycji;
- termin zapadalności (spłaty) zadłużenia powinien być na tyle krótki, aby umożliwić jak najszybsze wyeliminowanie go z budżetu²⁰.

¹⁶ Schweda, *Catalyst jako...*, s. 159.

¹⁷ Uchwała Nr 414/2009....

¹⁸ Kordela, *Rynek Catalyst...*, s. 175-176.

¹⁹ Huczek, *Obligacje komunalne...*, s. 16-17.

²⁰ Ibidem, s. 18.

W wyniku prowadzonych analiz konieczne jest potwierdzenie zasadności wyboru emisji obligacji komunalnych jako najkorzystniejszego sposobu uzyskania kapitału. Niezbędne jest także ustalenie kwoty emisji i jej struktury z podziałem na serie i transze, terminu wykupu, warunków oprocentowania oraz płatności odsetek²¹.

Po zakończeniu procesu analiz konieczne jest podjęcie przez uprawniony organ (radę) stosownych uchwał, które stanowią faktyczny początek i podstawę prawną uruchomienia procedury emisji obligacji. Nie jest ona zobowiązaniem JST wobec inwestorów, ale uprawnia organ wykonawczy danej jednostki do zaciągnięcia długu.

Jak już wspomniano, emisja może odbyć się w formie oferty prywatnej lub oferty publicznej. W przypadku oferty prywatnej emitent ma obowiązek przedstawić wytypowanym inwestorom ofertę nabycia obligacji zawierającą szczegółowe informacje o emisji. Wprowadzenie do obrotu odbywa się na podstawie dokumentu informacyjnego przygotowanego przez emitenta oraz zatwierdzonego przez autoryzowanego doradcę. W przypadku oferty publicznej emitent ma obowiązek udostępnić, w dowolnej formie, wszystkim potencjalnym inwestorom pełne informacje o warunkach emisji. Konieczne jest także sporządzenie dokumentu informacyjnego (najczęściej przez wprowadzające biuro maklerskie).

Po dokonaniu sprzedaży i przydziału obligacji emitent składa do Giełdy Papierów Wartościowych SA (GPW) dokumenty wymagane do rozpoczęcia procedury dopuszczenia do obrotu danych instrumentów²². Emisja obligacji podlega także rejestracji w KDPW.

Przed ostatecznym wprowadzeniem instrumentów dłużnych do obrotu na rynku Catalyst konieczne jest uzyskanie autoryzacji, czyli umieszczenie emisji w systemie informacyjnym Catalyst. Pozytywne rozpatrzenie tego wniosku skutkuje możliwością skierowania papierów wartościowych do zorganizowanego obrotu, a emitent jest zobowiązany do rozpoczęcia realizowania obowiązków informacyjnych²³.

Skierowanie instrumentów do obrotu zorganizowanego może skutkować jedną z czterech możliwości:

- dopuszczeniem do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW oraz rynku regulowanym prowadzonym przez BondSpot (BS);
- dopuszczeniem emisji do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW oraz wprowadzeniem jej do alternatywnego systemu obrotu prowadzonego przez BondSpot;
- dopuszczeniem emisji do obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez BondSpot oraz wprowadzeniem jej do alternatywnego systemu obrotu prowadzonego przez GPW;
- wprowadzeniem emisji do alternatywnego systemu obrotu prowadzonego przez Giełdę oraz alternatywnego systemu obrotu prowadzonego przez BondSpot²⁴.

Cała procedura wprowadzenia emisji obligacji komunalnych do obrotu na rynku Catalyst może trwać mniej niż dwa miesiące, wiele zależy od sprawności organów JST podejmujących decyzje o wyborze tej formy uzyskania kapitału.

²¹ Schweda, *Catalyst jako...*, s. 159.

²² Ibidem, s. 164.

²³ Na temat obowiązków informacyjnych zob. więcej: Huczek, *Obligacje komunalne...*, s. 30-38.

²⁴ Ibidem, s. 27.

4.2. Koszty administracyjne emisji na rynku Catalyst

Oprócz kosztów wynajęcia podmiotu doradzającego w procesie emisji i ewentualnych kosztów marketingu (promocji emisji), przy procedurze wprowadzania obligacji do obrotu na rynek Catalyst emitent ponosi także koszty administracyjne na rzecz KDPW oraz GPW lub/i BondSpot SA (tabela 2).

Tabela 2. Koszty administracyjne wprowadzenia obligacji na rynek Catalyst

Instytucja	Rodzaj kosztu
Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych	500 zł za nadanie kodu danej serii i 200 zł za roczne utrzymanie tego kodu
	2000 zł rocznie za uczestnictwo w systemie
	Opłata z tytułu rejestracji, pobierana od każdej serii – 0,0075% wartości rynkowej obligacji (nie mniej niż 2000 zł i nie więcej niż 50 000 zł)
	Opłata z tytułu obsługi wypłaty odsetek i wykupu – 0,04% wartości przekazywanych kwot (nie mniej niż 500 zł i nie więcej niż 4000 zł)
Giełda Papierów Wartościowych SA w Warszawie i BondSpot SA	W przypadku autoryzacji emisji 3000 zł za każdą emisję (stała jednorazowa opłata) 2000 zł za każdą emisję w przypadku, kiedy instrumenty dłużne danego emitenta są już notowane na Catalyst
	W przypadku pierwszej emisji (serii) o wartości nominalnej do 10 000 000 zł, opłata za wprowadzenie do obrotu wynosi 0,01% wartości nominalnej danej emisji (serii) oraz 100 zł za każdy planowany rok terminu realizacji praw z dłużnych instrumentów finansowych danej emisji (serii), jednak nie mniej niż 1000 zł. Od części przekraczającej kwotę 100 000 000 zł wartości nominalnej danej emisji (serii) 0,0075% wartości nominalnej danej emisji (serii), oraz 300 zł za każdy planowany rok do terminu realizacji praw z dłużnych instrumentów finansowych danej emisji (serii), jednak nie mniej niż 3000 zł i nie więcej niż 30 000 zł.

Źródło: www.gpwcatalyst.pl

Koszty te uzależnione są głównie od wielkości poszczególnych serii i ich liczby, wysokości oprocentowania i częstotliwości wypłaty odsetek oraz okresu zapadalności. W praktyce, aby zminimalizować te koszty, warto przede wszystkim ograniczyć liczbę serii w danej emisji. Efektem tego działania może być obniżenie kosztów nawet o połowę²⁵.

5. Rynek obligacji komunalnych w Polsce

Rynek instrumentów dłużnych emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego w Polsce systematycznie rozwija się. W latach 2002-2011 dynamika rocznego wzrostu tego rynku charakteryzowała się znacząco zmiennością. Największy przyrost zanotowano w okresie III kwartał 2009 – III kwartał 2010 (68,7%), a najniższy w okresie III kwartał 2004 – III kwartał 2005 (8,4%). W analizowanym okresie wartość rynku długu komunalnego w Polsce wzrosła ponad sześciokrotnie. Na koniec III kwartału 2011 r. wartość obligacji komunalnych wyemitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego w Polsce przekroczyła 12,91 mld zł, zwiększając się o 40,9% w skali roku, potwierdzając panującą na rynku pozytywną tendencję (tab. 3).

Należy także zwrócić uwagę na dynamiczny wzrost liczby emitentów (ze 181 do 476), który odbiega jednak od dynamiki wzrostu wartości rynku (tab. 4). Efektem tego jest stały wzrost średniej wartości pojedynczej emisji.

²⁵ Huczek, *Obligacje komunalne...*, s. 39-40.

**Tabela 3. Rynek obligacji komunalnych w Polsce w okresie 2002-2011
(dane na koniec III kwartału danego roku)**

Rok	Wartość rynku (w mln zł)	Dynamika w skali roku (w %)	Liczba emitentów
2002	1918,50	–	181
2003	2314,4	20,6	192
2004	2827,83	22,2	216
2005	3065,5	8,4	238
2006	3391,58	10,6	291
2007	3813,7	12,4	333
2008	4138,72	8,5	345
2009	5438,83	31,3	393
2010	9169,38	68,7	448
2011	12921,38	40,9	476

Źródło: zestawienie własne na podstawie danych Fitch Polska SA.

Wartość nominalna obligacji komunalnych emitowanych w Polsce po 1995 r. waha się od kwoty poniżej 1 mln PLN do kwoty 600 mln PLN. Nawet w przypadku emisji o najniższych wartościach zdarza się, że jest ona dodatkowo dzielona na transze i serie, które opiewają nawet na kwoty 100 tys. PLN. Terminy zapadalności wahają się od 1 roku do 17 lat, jednak

Tabela 4. Obligacje komunalne znajdujące się w obrocie na rynku Catalyst (stan: 12.11.2011)

Samorząd	Segment	Okres zapadalności (lata)	Kupon	Wartość emisji (w zł)
Brzesko	GPW ASO	6	zmienny	3 500 000
Konopiska	GPW ASO	6	zmienny	2 200 000
Konopiska	GPW ASO	5	zmienny	550 000
Kórnik	GPW ASO	2	zmienny	3 500 000
Połczyn Zdrój	GPW ASO	6	zmienny	700 000
Połczyn Zdrój	GPW ASO	5	zmienny	600 000
Połczyn Zdrój	GPW ASO	7	zmienny	800 000
Radlin	GPW RR	3	zmienny	1 000 000
Rybnik	BS RR	8	zmienny	40 500 000
Rybnik	BS RR	5	zmienny	18 500 000
Rybnik	BS RR	4	zmienny	39 000 000
Tczew	GPW ASO	7	zmienny	2 000 000
Ustronie Morskie	GPW ASO	4	zmienny	800 000
Ustronie Morskie	GPW ASO	5	zmienny	300 000
Ustronie Morskie	GPW ASO	2	zmienny	800 000
Ustronie Morskie	GPW ASO	3	zmienny	800 000
Warszawa	GPW RR, BS RR	7	stały	300 000 000
Warszawa	GPW RR, BS RR	10	stały	600 000 000
Warszawa	GPW RR, BS RR	7	stały	300 000 000
Warszawa	GPW RR, BS RR	10	stały	300 000 000
Warszawa	GPW RR, BS RR	12,5	stały	600 000 000
Wodzisław Śląski	GPW ASO	3,5	zmienny	2 000 000
Wodzisław Śląski	GPW ASO	2,5	zmienny	2 000 000
Zamość	GPW ASO	2	zmienny	2 000 000
Zamość	GPW ASO	3	zmienny	2 000 000

Źródło: www.gpwcatalyst.pl

najczęściej mieszczą się w przedziale 3-8 lat. Widać systematyczne wydłużanie się okresów zapadalności. Z. Łękawa zwraca uwagę, że tak duże zróżnicowanie polskiego rynku jest zjawiskiem wyjątkowym w Europie, gdzie dominują głównie duże emisje²⁶. Duże różnice w wartości emisji oraz terminach zapadalności potwierdza także analiza emisji obligacji komunalnych notowanych na rynku Catalyst. Najmniejszą pojedynczą emisję na rynku uplasowała gmina Konopiska (550 tys. PLN), natomiast największą – m.st. Warszawa (600 mln PLN). Terminy zapadalności emisji znajdujących się w obrocie na tym rynku wahają się od 2 do ponad 12 lat (tab. 4).

Mimo że rynek obligacji komunalnych w Polsce stale wzrasta, to z analizy struktury zobowiązań według tytułów dłużnych JST wynika, że potencjał jest wciąż bardzo znaczący. W III kwartale 2010 r. największy udział w tej strukturze miały kredyty i pożyczki 89,2% (w gminach 94,2%; w powiatach 91,8%; w miastach na prawach powiatu 84,4%; w województwach 89,8%). Papiery wartościowe stanowiły 10,2% (w gminach 4,8%; w powiatach 7,4%; w miastach na prawach powiatu 15,2%; w województwach 10,0%), a 0,7% stanowiły wymagalne zobowiązania²⁷.

6. Zalety i wady emisji obligacji komunalnych dla JST

Dokonując wyboru emisji obligacji komunalnych jako źródła finansowania, JST powinny zestawić korzyści płynące z tego sposobu uzyskania kapitału z ich potencjalnymi wadami i zagrożeniami. Podstawową zaletą jest zazwyczaj niższy koszt uzyskania środków niż w przypadku kredytu bankowego²⁸, wynikający nie tylko z niższego oprocentowania²⁹, ale także z częstotliwości wypłat odsetek i spłaty kapitału. Koszty prowizji i opłat pobieranych przez organizatora emisji mogą być obniżone przez jego wybór w drodze przetargu. Ponadto nie jest wymagane zabezpieczenie, jednak jego ustanowienie może mieć pozytywny wpływ na koszt uzyskania kapitału.

Niższe koszty wynikają z silnej konkurencji między bankami (organizatorami emisji), które traktują prowadzenie emisji obligacji komunalnych jako alternatywę udzielenia JST kredytu inwestycyjnego. Dlatego oferowane warunki prowadzenia emisji są często atrakcyjniejsze niż koszty uzyskania kredytu (przy założeniu takiego samego okresu zapadalności). Wynika to także z tego faktu, że banki są największymi inwestorami na rynku tych instrumentów. Zgodnie z danymi agencji Fitch Polska SA ponad 70% obligacji komunalnych polskich JST znajduje się w portfelach banków, ponad 11% w posiadaniu inwestorów zagranicznych, natomiast pozostała część została nabyta przez fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe. Instrumentem tym praktycznie nie są zainteresowani inwestorzy indywidualni³⁰.

²⁶ Łękawa, *Jednostki samorządu...*, s. 375-376.

²⁷ *Zadłużenie jednostek...*

²⁸ Koszty administracyjne ponoszone na rzecz GPW i KDPW dla przykładowej emisji obligacji o jednej serii, wartości 50 mln PLN, terminie zapadalności 5 lat, półrocznym okresie odsetkowym i oprocentowaniu 6,5% p.a. wynosi na rynku ASO 32 tys. PLN, a na rynku regulowanym 35 tys. PLN (por. tabela 2). Za Huczek, *Obligacje komunalne...*, s. 40.

²⁹ Oprocentowanie obligacji komunalnych notowanych na rynku Catalyst waha się od 4,8% (Rybnik) do 7,85 (Połczyn Zdrój). Oznacza to, że kupon tych instrumentów przewyższa stopę rynkową WIBOR 3M maksymalnie o około 3pp., co jest wartością atrakcyjną w porównaniu z kredytowymi ofertami banków komercyjnych.

³⁰ *Rating & Rynek...*, s. 60.

W przypadku finansowania działalności inwestycyjnej ważną zaletą obligacji jest możliwość zaciągania zobowiązań na bardzo długie okresy i dostosowanie wysokości emisji do faktycznych potrzeb finansowych JST. Związane jest to także z brakiem limitów wysokości uzyskanych środków finansowych, choć pewnym ograniczeniem są wskaźniki ostrożnościowe wynikające z ustawy o finansach publicznych. Ograniczeniom tym nie podlegają jednak wpływy z emisji obligacji przychodowych³¹. W przypadku decyzji o wprowadzeniu obligacji komunalnych do obrotu na rynku publicznym Catalyst emisji towarzyszy także pozytywny efekt marketingowy, który wpływa na wzrost wiarygodności i promocji w szerszym otoczeniu danej jednostki samorządowej. Na rynku publicznym emisja ma także większe szanse powodzenia ze względu na szersze spektrum potencjalnych inwestorów.

Istotnym zagrożeniem jest możliwość niepowodzenia emisji (nieuplasowania wszystkich papierów na rynku). Należy także zwrócić uwagę na konieczność realizowania obowiązków informacyjnych wobec inwestorów. Problemem może być także postawa organów samorządowych w stosunku do samego instrumentu dłużnego, obawa lub nawet niechęć przed nowym i nieznanym instrumentem może znacznie ograniczać jego wykorzystanie³².

7. Podsumowanie

W wyniku systematycznego wzrostu działalności inwestycyjnej jednostek samorządu terytorialnego, konieczności uzyskania udziału własnego w przypadku inwestycji współfinansowanych ze środków UE, niewielkiego zainteresowania realizacją inwestycji w formule partnerstwa publiczno-prywatnego oraz ustawowych ograniczeń poziomu zadłużenia JST szczególnego znaczenia nabiera ich prawo do emisji dłużnych papierów wartościowych. Obligacje komunalne stają się coraz istotniejszą formą uzyskania kapitału przez samorządy w Polsce, stanowiąc alternatywę dla kredytu inwestycyjnego, szczególnie w związku z rozwojem rynku Catalyst.

Rynek obligacji komunalnych w Polsce systematycznie wzrasta, lecz wciąż instrumenty te stanowią tylko ułamek zobowiązań JST. Istotną wadą tego rynku jest brak ogólnokrajowego systemu informacji o emisjach, wskazującego, które JST na bieżąco emitują obligacje. Ważną zmianą jakościową, zarówno z punktu widzenia samorządów jak i potencjalnych inwestorów, było powstanie rynku Catalyst, dające szansę na poprawę tego stanu, jednak proces ten dopiero się rozpoczął. Istotną cechą rynku obligacji komunalnych w Polsce jest wciąż jego parakredytowy charakter. Wpływa to negatywnie na rozwój tego rynku i podejście do potencjalnych inwestorów. Potwierdzeniem tego stanu jest małe zainteresowanie uzyskaniem ratingu kredytowego przez JST (większość emisji go nie posiada) oraz kluczowa pozycja banków po stronie inwestorów.

Ważnym czynnikiem, który może także pozytywnie wpłynąć na wzrost znaczenia obligacji komunalnych, jest przekonanie (poprzez edukację) władz samorządowych do zalet emisji dłużnych instrumentów jako alternatywnego źródła finansowania ich działalności.

³¹ Orechwa-Maliszewska, *Dług jednostek...*, s. 622-623.

³² Filipiak, *Ograniczenia i uwarunkowania...*, s. 332.

Literatura

- Bitner M.: *Finansowanie strukturalne w jednostkach samorządu terytorialnego – skąd przyszło, dokąd zmierza?*, Zeszyty BRE-Bank-CASE nr 84, 2006.
- Czechowska D.: *Instrumenty dłużne w gospodarce*, Cedewu, Warszawa 2010.
- Filipiak B.: *Ograniczenia i uwarunkowania w zaciąganiu długu w JST w świetle zmian systemowych*, Zeszyty Naukowe nr 141, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2010.
- Huczek S.: *Obligacje komunalne na Catalyst*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2010.
- Jastrzębska M.: *Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego*, Oficyna Wolters Kluwer Business, Warszawa 2009.
- Kordela D.: *Rynek Catalyst w strukturze polskiego rynku papierów wartościowych*, Zeszyty Naukowe nr 143, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2010.
- Kozuń-Cieślak G.: *Obligacje komunalne. Instrument dłużny dla jednostek samorządu terytorialnego*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Łękawa Z.: *Jednostki samorządu terytorialnego na rynku kapitałowym*, Zeszyty Naukowe nr 141, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2010.
- Orechwa-Maliszewska E.: *Dług jednostek samorządu terytorialnego i źródła jego finansowania*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 173, Wrocław 2011.
- Rating & Rynek*, 12 (268), Fitch Polska S.A., 31.12.2009.
- Schweda M.: *Catalyst jako zorganizowana platforma obrotu papierami dłużnymi w Polsce*, Zeszyty Naukowe, nr 143, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2010.
- Uchwała Nr 414/2009 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA z dnia 8 września 2009 r. w sprawie określenia rekomendowanego standardu obligacji samorządowych i obligacji korporacyjnych na Catalyst*.
- Ustawa o obligacjach*, 29 czerwca 1995 r., Dz.U. 2001, nr 120, poz. 1300, z późn. zm.
- Ustawa o finansach publicznych*, 27 sierpnia 2009 r., Dz.U. 2009, nr 157, poz. 1240.
- Ustawa o samorządzie gminnym*, 8 marzec 1990 r., Dz.U. 2001, nr 142, poz. 1591 z późn. zm.
- Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego za III kwartał 2010 roku*, Ministerstwo Finansów, 17.11.2010.

MUNICIPAL BONDS AS A SOURCE OF FUNDING FOR INVESTMENT ACTIVITY OF MUNICIPALITIES

Abstract. The aim of this paper is to analyse the municipal bond market in Poland and to assess the attractiveness of the issue of these instruments for local government units. Particular emphasis is placed on the presentation of the criteria for allocating bonds and the issue of both public and private issues with regard to credit rating. This analysis is carried out in the context of discussions on the Catalyst market attractiveness and its importance for the development of government debt securities market in Poland. The paper is based on the international literature as well as the statistical data. Main sources of necessary data were taken from publications delivered by the Ministry of Finance, Warsaw Stock Exchange and Fitch Rating Polska S.A.

Key words: municipal bonds, municipalities, Catalyst, issue of debt securities.

Dr Ireneusz Pszczółka
Wyższa Szkoła Ekologii i Zarządzania
Warszawa