

*Magdalena Godek**

PROCEDURY EMISJI EUROOBLIGACJI W FINANSOWANIU SAMORZĄDU TERYTORIALNEGO

Funkcjonowanie i możliwości inwestowania na międzynarodowym rynku finansowym są mało znane polskim inwestorom. Związane jest to z faktem, że dopiero od 1989 r. można mówić o systemie wolnorynkowym w Polsce i od tego czasu polska gospodarka zaczęła się włączać w nurt finansów międzynarodowych.

Aby polskie jednostki samorządu terytorialnego mogły sprostać nowym funkcjom wyznaczonym im przez reformę administracyjną, potrzebują dużych kapitałów. Umożliwiłyby one sfinansowanie najbardziej potrzebnych inwestycji, jak np. budownictwa mieszkaniowego, komunalnego, modernizacji środków transportu i sieci drogowej. Środków do osiągnięcia tych celów należy szukać na międzynarodowym rynku finansowym, gdyż można w ten sposób dotrzeć do większej liczby inwestorów i dzięki temu w krótszym czasie pozyskać większe sumy po mniejszym koszcie niż w Polsce. Jednym z instrumentów tego rynku są euroobligacje.

Euroobligacje to jedna z form pozyskania kapitału, zaciągnięcia długookresowej pożyczki. Jest to rodzaj obligacji, tyle że emitowanych w innej walucie niż krajowa waluta emitenta. Są one zbywalne na rynku międzynarodowym¹. Dzięki rozsądnej wycenie euroobligacji, dokonywanej przez agencje *credit-ratingowe*, dają możliwość przyciągnięcia inwestorów z całego świata. Jest to instrument jeszcze mało popularny wśród polskich inwestorów, chociaż liczba polskich emisji euroobligacji stopniowo rośnie.

Według danych z tab. 1 tylko jedna polska jednostka samorządu terytorialnego – miasto Kraków – wyemitowała euroobligacje. Była to emisja z datą rozpoczęcia przypadającą na grudzień 1998 r. i z terminem

* Mgr, doktorant w Katedrze Finansów i Bankowości Uniwersytetu Łódzkiego.

¹ J.-M. Siroen, *Finances internationales*, Colin, Paris 1993, s. 140.

Tabela 1

Polscy emitenci euroobligacji w latach 1995–1999

Emitent	Data emisji	Okres obiegu	Wolumen	Roczna stopa procentowa
Rząd polski	1995	5-letnie	250 mln USD	7,75%
Rząd polski	1996	5-letnie	250 mln DM	6,125%
Bank Rozwoju Eksportu S.A.	11.1996	3-letnie	100 mln USD	LIBOR 6M + 0,85 punktu procentowego
Bank Rozwoju Eksportu S.A.	04.1996	3-letnie	50 mln USD	LIBOR + 1 punkt procentowy
Bank Handlowy	05.1996	3-letnie	100 mln USD	7%
Bank Handlowy	05.1997	3-letnie	200 mln USD	7 1/8%
Polski Bank Rozwoju S.A.	12.1996	3-letnie	50 mln USD	LIBOR 3M + 60 punktów bazowych
Optimus S.A.	brak danych	5-letnie	30 mln USD	emisja prywatna
Elektrim	brak danych	brak danych	550 mln zł	
Stalexport	brak danych	brak danych	50 mln USD	emisja prywatna
Universal	brak danych	brak danych	100 mln zł	emisja prywatna
Telekomunikacja Polska S.A.	11.1998	5-letnie	1 mld EUR	6,125%
Miasto Kraków	12.1998	2-letnie	66 mln DM	DM-LIBOR 3M + 100 punktów bazowych
LOT	07.1998	5-letnie	100 mln USD	USD-LIBOR 3M + 120 punktów bazowych
Polska telefonia cyfrowa	12.1997	10-letnie	253 mln USD	10,75%
Polska telefonia cyfrowa	11.1999	10-letnie	300 mln EUR i 150 mln USD	11,25%

Źródło: oprac. własne na podstawie: D. Dziawgo *Credit-rating*, PWN, Warszawa 1998 i materiałów Banku Creditanstalt.

wykupu – grudzień roku 2000, celem jej było sfinansowanie linii „szybkiego tramwaju” w mieście. Emisja ta jest notowana na giełdzie w Luksemburgu. Organizatorami emisji (*lead managerami*) byli Bank Austria Creditanstalt i WestLB., ponadto do konsorcjum weszły: Bankgesellschaft Berlin, DEXIA, Bank Przemysłowo-Handlowy, Hypovereinsbank, LB Hessen-Thuringen, LBSchleswig-Hollstein. Jak łatwo można zauważyć, plasowanie emisji było ukierunkowane głównie na Austrię i Niemcy. Motywowano to znajomością rynków krajów sąsiednich przez wspomnianych inwestorów oraz długoterminową zdolnością, szczególnie członków konsorcjum, do utrzymania walorów

w portfelu inwestycyjnym². W tych krajach szczególnie banki (46% emisji) i fundusze powiernicze (22%) stworzyły wysoki popyt na euroobligacje Krakowa, gdyż uważały to miasto za emitenta odznaczającego się ryzykiem zbliżonym do rządowego, czyli jakościowym, na poziomie inwestycyjnym. Emisja euroobligacji Krakowa, szeroko i przychylnie komentowana w prasie, została pozytywnie przyjęta przez inwestorów. Stworzyła ona warunki do dalszych emisji euroobligacji polskich podmiotów samorządowych.

W Europie euroobligacje są popularnym sposobem na pozyskiwanie kapitału przez miasta, chociaż zdarza się również, że to regiony czy prowincje emitowały swoje euroobligacje. Tabela 2 prezentuje takie przykładowe emisje.

Tabela 2

Jednostki samorządów terytorialnych jako emitenci euroobligacji – przykłady

Data emisja	Waluta	Wolumen	Emitent	Kupon	Zapadalność (moment wykupu obligacji)
31.08.1993	FFR	600 mln	region Ile de France	PIBOR + 22 punkty bazowe	28.09.2000
26.11.1993	FFR	1 mld	miasto Paryż	PIBOR + 19 punktów bazowych	21.12.2001
28.06.1996	FFR	3 mld	prowincja Ontario	PIBOR + 28 punktów bazowych	29.07.2008
04.09.1996	FFR	2 mld	prowincja Quebec	PIBOR + 47 punktów bazowych	20.09.2007
02.12.1996	DEM	75 mln	miasto Ostrawa	6ML + 22,5 punktu bazowego	30.10.1998
17.02.1997	DEM	300 mln	miasto Wiedeń	4,75%	03.03.2003
15.03.1997	DEM	70 mln	miasto Moskwa	L + 425 punktów bazowych	30.10.1997
15.03.1998	DEM	70 mln	miasto Moskwa	L + 425 punktów bazowych	30.10.1998
05.05.1998	ITL	400 mld	miasto Moskwa	9,875%	18.05.2001

Źródło: oprac. własne na podstawie materiałów Banku Creditanstalt i Capital DATA Bondware z 6.11.1998.

Ogólnie, wraz z wprowadzeniem euro, liczba emisji euroobligacji znacznie się zwiększyła. Dzięki wspólnej walucie rynek ten staje się coraz bardziej płynny, inwestorzy i emitenci wychodzą poza swoje rynki narodowe, co powoduje wzrost transakcji na rynku międzynarodowym. Przez pierwsze sześć miesięcy 1999 r. wyemitowane zostały euroobligacje na sumę 149 mld

² Bank Austria Creditanstalt – materiały informacyjne 1998/1999.

euro, gdy w analogicznym okresie roku poprzedniego suma ta wynosiła tylko 74 mld euro. Po raz pierwszy wartość emisji w euro była większa niż suma wartości emisji denominowanych w dolarach.

Do tej pory wszystkie polskie emisje zostały bardzo dobrze przyjęte przez inwestorów i szybko upłynniono. Oznacza to, że na rynku międzynarodowym istnieje zapotrzebowanie na polski dług. Ocena ratingowa uzyskana ostatnio przez Polskę – BBB (klasyfikacja S&P) świadczy o stabilności polskiej gospodarki i jest zapowiedzią naszej wypłacalności. Powinny z tej dobrej koniunktury skorzystać szczególnie nasze miasta, które potrzebują funduszy pozabudżetowych. Euroobligacje byłyby tutaj stosunkowo łatwym, tanim i szybkim sposobem na pozyskanie środków finansowych. Warto więc przybliżyć zasady procedury emisyjnej, aby zachęcić do takich działań polskich samorządowców. Procedura emisji euroobligacji jest ściśle określona, gdyż jest już opracowana przez instytucje finansowe działające na międzynarodowym rynku finansowym. Ułatwia to zadanie nowicюзom na tym rynku, gdyż stosunkowo łatwo można podążać wypracowanym torem.

1. PLASOWANIE EMISJI EUROOBLIGACJI

Plasowanie emisji euroobligacji odbywa się według procedur utworzonych przez międzynarodowy rynek finansowy, z małą regulacją ze strony rynków narodowych emitentów.

W plasowaniu tym główną rolę odgrywają eurobanki. Obecnie stosowane procedury emisyjne wywodzą się z procedur stworzonych przez amerykańskie banki inwestycyjne działające na rynku międzynarodowym. Specyfika tych procedur datuje się od chwili, gdy dla każdej nowej emisji euroobligacji banki zaczęły tworzyć syndykaty (konsorcja). Banki te wprowadziły etap przedwstępnej subskrypcji, zarezerwowanej tylko dla sektora bankowego. Poprzedzała ona emisję publiczną skierowaną już do inwestorów finalnych. Tworzony syndykat (konsorcjum) składa się obecnie z 200 lub więcej instytucji finansowych, w związku z czym każdy członek syndykatu musi mieć ściśle określone zadanie i funkcję w emisji.

Wyróżniamy cztery etapy plasowania emisji euroobligacji na **rynku pierwotnym**³:

1. Etap negocjacji wstępnych.
2. Etap przedwstępnego plasowania w sektorze bankowym.
3. Etap ustalania warunków emisji.
4. Etap plasowania publicznego i zamknięcia emisji.

³ H. de la Bruslerie, *Gestion obligataire internationale*, Economica, Paris 1990, s. 50–55.

Na rynku wtórnym wszystkie transakcje odbywają się za pomocą wyspecjalizowanych pośredników: market makerów i dealerów, którzy działają pod kontrolą The Association of International Bond Dealers (stowarzyszenia dealerów handlujących międzynarodowymi obligacjami).

1.1. RYNEK PIERWOTNY

1.1.1. NEGOCJACJE WSTĘPNE

Ze względu na konkurencję wśród eurobanków, spowodowaną dużymi dochodami z prowizji i prestiżem, jaki otrzymuje główny organizator emisji – *lead manager* (fr. *chef de file*), eurobanki zabiegają o potencjalnych emitentów euroobligacji.

Jednak podczas negocjacji wstępnych bank, który pragnie lansować emisję, najpierw weryfikuje wiarygodność finansową przyszłego kredytobiorcy. Najczęściej podstawą oceny wypłacalności jest klasyfikacja agencji *credit-*

Tabela 3

System ocen ryzyka inwestycyjnego obligacji stosowany przez firmy Moody's Investors Service oraz Standard & Poor's

Moody's	S&P's	Charakterystyka
1	2	3
Papiery inwestycyjne		
wysoka jakość Aa	AAA	Najwyższy poziom przeznaczony dla średnio- i długoterminowych walorów, wskazujący na bardzo wysoką zdolność do wywiązania się ze zobowiązań. Ryzyko braku spłaty zobowiązań nie występuje.
Aa	AA	Wysoka jakość obligacji. Poziom ich ochrony jest jednak nieco niższy niż walorów ocenionych jako AAA. Głównie jest to różnica prestiżowa.
średnia jakość A	A	Obligacje te mają wiele korzystnych cech inwestycyjnych, jednak istnieje możliwość obniżenia się ich jakości przy wystąpieniu zmian koniunktury lub politycznych w długim okresie.
Baa	BBB	Emitenci są postrzegani jako mający odpowiednią zdolność do płacenia rat i odsetek, ale pewne elementy ochrony emisji są ocenione jako niedostateczne.

Tabela 3 (cd.)

1	2	3
Papiery spekulacyjne		
Ba	BB	Mają średnią ochronę długu zarówno przy sprzyjających jak i niesprzyjających okolicznościach.
B	B	Nie mają cech atrakcyjnej inwestycji. Gwarancja spłaty odsetek i rat nie jest wystarczająca.
niska jakość Caa	CCC	Niska jakość emisji. Emitent ma ograniczone możliwości niwelowania niekorzystnych zdarzeń.
Ca	CC	Wysoce spekulacyjne emisje, które często są w tzw. zwrocie (odroczone uregulowanie płatności), albo nastąpił znaczny spadek ich rentowności.
C	C	Emisje o bardzo niskiej jakości inwestycyjnej lub obligacje dochodowe, od których odsetki płacone są z zysku korporacji, oraz od których odsetek nie uiszcza się.
D	D	Bardzo ryzykowne. Dłużnik jest niewiarygodny, w przeszłości zalegał z płatnościami.

Źródło: D. Dziawgo, *Credit-rating*, PWN, Warszawa 1998, s. 109.

-ratingowej, musi być ona wyższa niż BBB (według terminologii Standard and Poor's – por. tab. 3). Chociaż nie jest to obligatoryjne, jeśli emitent nie ubiegał się jeszcze o ocenę ratingową, to bank wymaga od niego uzyskania tej oceny. Jest to bardzo ważne, głównie dlatego, aby w dalszej fazie emisji zachęcić potencjalnych inwestorów. Od momentu wprowadzenia euro zwiększyła się liczba inwestorów z ocenami niższymi, a mimo wszystko ich emisje zostały upłynnione⁴.

Główny organizator emisji przeprowadza również swoją własną, dogłębną analizę finansową sytuacji emitenta. Oczywiście, jeżeli emitentem ma być państwo, analiza ta jest jeszcze bardziej kompleksowa.

1.1.2. PRZEDWSTĘPNE PLASOWANIE EMISJI

Następna faza negocjacji dotyczy wyboru typu euroobligacji. Zwykle to bank sugeruje swojemu klientowi odpowiednią formę emisji, uwzględniając indywidualne potrzeby emitenta, jak również sytuację na rynku. Dla zapewnienia dobrej płynności preferuje się minimalny rozmiar transakcji dla euroobligacji w wysokości 200 mln dolarów. Jakkolwiek dopuszcza się też emisje małe, np. 50 mln dolarów, z reguły są to wtedy uplasowania

⁴ I. Rynkiewicz, *Ożywczy wpływ euro*, „Bank” z lipca 1999.

prywatne. To znaczy, że cała kwota emisji europożyczki przejmowana jest wówczas przez banki, towarzystwa finansowe albo państwa, bez publicznego informowania o emisji.

Z roku na rok odnotowuje się jednak wzrost sumy pożyczkowej. I tak w roku 1991 przeciętnie emisja opiewała na 160 mln dolarów, w roku 1992 na 171, a w roku 1993 na 190 mln dolarów. Emisje o największym rozmiarze transakcji nazywane są „jumbo”. Największą emisję przeprowadzono we Włoszech w 1993 r. i wynosiła ona 5,5 mld dolarów. Euroobligacje występują z terminem wykupu od 2 do 20 lat (zdarzały się emisje 30- i 50-letnie), ale preferuje się: 3-, 5-, 7- i 10-letnie obligacje⁵.

Po uzgodnieniu wstępnych warunków emisji (sumy, okresu, typu obligacji, oprocentowania), główny organizator emisji wysyła te propozycje w formie listu intencyjnego do emitenta. Pozytywna odpowiedź oznacza, że bank został oficjalnym liderem (*lead managerem*) emisji.

Teraz może rozpocząć się kolejny etap emisji – przedwstępnego plasowania wśród instytucji finansowych. Faza ta trwa od jednego do dwóch tygodni i dotyczy tylko banków i wyłonionego spośród nich konsorcjum (*syndicate*). Podział zadań w konsorcjum jest sprecyzowany z niezwykłą dokładnością i przedstawia się następująco:

Główny organizator emisji (*lead manager, chef de file*) i współorganizatorzy (*co-managers, co-chiefs de file*) tworzą grupę zarządzającą (*management group, syndicat de direction*).

Lider konsorcjum (*lead manager*), jak wspomniano wyżej, to główny organizator emisji. Jest to przeważnie duża instytucja finansowa o wysokiej renomie. Jego obowiązkiem jest utworzenie, kierowanie i administracja konsorcjum. Prowadzi on negocjacje z emitentem na temat warunków pożyczki i organizuje emisję publiczną. Jego rola nie kończy się wraz z zamknięciem emisji. Czuwa nad prawidłowym przebiegiem emisji nawet na wtórnym rynku, praktycznie aż do momentu, gdy większość euroobligacji znajdzie się w rękach stabilnych inwestorów. Zwykle jest tylko jeden lider konsorcjum, ale bywają też emisje, gdzie powołuje się ich dwóch lub trzech.

Współorganizatorzy emisji (*co-managerzy*) to szanowane banki, w liczbie od 5 do 20, wybrane za zgodą emitenta przez lidera konsorcjum. Przeważnie są to banki, z którymi lider konsorcjum stale współpracuje.

Grupa zarządzająca potężnie inwestuje w przyszłą emisję. Przeciętnie ok. 40% lub więcej sumy emisji jest przez nie gwarantowana. Oznacza to zobowiązanie się do wykupienia 40% emisji, które w dalszych etapach zostanie rozprowadzone wśród inwestorów. Grupa zarządzająca tworzy, a później również wchodzi w skład syndykatu gwarancyjnego (*underwriting*

⁵ J. P. Morgan, *International Financial Markets for Polish Borrowers 1994*, s. 4 (prospekt).

syndicate, syndicat de garantie) i syndykatu plasowania emisji (*selling group, syndicat de placement*).

Syndykat gwarancyjny jest tworzony przez grupę zarządzającą i gwarantów emisji (*underwriters, garants*). Gwarantuje on emitentowi całkowite upłynnienie emisji. Poszczególni gwaranci subskrybują deklarowaną liczbę euroobligacji. Jeżeli podczas emisji publicznej nie dojdzie do sprzedaży całej emisji, to gwaranci są zobligowani do jej wykupu. Gwarantów dzieli się na *major underwriters*, którzy gwarantują wykup przynajmniej 1% emisji, i *minor underwriters*, którzy gwarantują 0,5% emisji.

Syndykat plasowania emisji tworzą członkowie syndykatu gwarancyjnego i inne instytucje finansowe zaproszone przez lidera emisji. Ich rola to rozprowadzenie emisji wśród inwestorów finalnych i zebranie funduszy ze sprzedaży euroobligacji. Wśród syndykatu ważną rolę odgrywa *trustee* – nadzoruje on przestrzeganie warunków kontraktu w imieniu obligatariuszy, np. kontroluje prawidłowe wypłacanie odsetek. W bankach angielskich odróżnia się *trustee*, odpowiedzialnego za wypełnianie warunków umowy, od *principal paying agent*, który jest odpowiedzialny za terminowy zwrot pożyczki i wypłaty odsetek.

Proces plasowania przedwstępnego rozpoczyna się od wysłania przez lidera emisji teleksu skierowanego do wyselekcjonowanych banków z zaproszeniem do wzięcia udziału w emisji. Zawiera on również jej wstępne warunki, jednak nie są one jeszcze wiążące. Już w tym zaproszeniu jest sprecyzowana rola danego banku, tzn. czy jest on zaproszony jako uczestnik grupy zarządzającej, syndykatu gwarantów czy plasowania. Do potencjalnych gwarantów kierowana jest propozycja podjęcia się zabezpieczenia euroobligacji opiewających na konkretną sumę.

Banki przedstawiają tę propozycję inwestorom finalnym. Najczęściej są nimi inwestorzy instytucjonalni. Po sprawdzeniu stopnia ich zainteresowania wysyłają zgłoszenie, informując lidera konsorcjum, jaką liczbę euroobligacji są gotowe uplasować – rozprowadzić na rynku. Te dane pozwolą głównemu organizatorowi emisji zorientować się w popycie na jego euroobligacje na rynku. Jednak lider konsorcjum musi dobrze znać możliwości banków, gdyż często deklarują one popyt na większą liczbę euroobligacji niż są później w stanie uplasować. Dzieje się tak dlatego, że kupują je w celach spekulacyjnych – pragną od razu odsprzedać część emisji innym uczestnikom syndykatu. Inną przyczyną jest fakt, że inwestorzy instytucjonalni deklarują chęć zakupu większej liczby euroobligacji, aby uzyskać wyższą marżę. W rezultacie niekorzystnej sytuacji na rynku, może się zdarzyć, że marża ta jest równa prowizji, którą otrzymuje bank od emitenta i pozostaje on bez zysku. Organizator emisji jest świadomy, że zwykle zamówienia są wyższe od możliwości i przyznaje bankom mniejszą liczbę walorów niż była przez nich deklarowana.

1.1.3. USTALANIE WARUNKÓW EMISJI

Kolejnym etapem jest ustalanie warunków emisji. Dzień ustalania warunków nazywany jest *pricing day*. Po weryfikacji popytu na rynku bankowym i zainteresowania indywidualnych inwestorów, lider emisji ustala definitywne warunki emisji: sumę, oprocentowanie, okres, cenę emisyjną. Warunki te, oparte na wcześniejszej analizie rynku, najczęściej są bardzo zbliżone do warunków prezentowanych w fazie przedwstępnego plasowania, mogą być również modyfikowane. Po akceptacji ze strony emitenta, organizator emisji przedstawia ostateczne warunki emisji wszystkim uczestnikom syndykatu. Gdy lider konsorcjum otrzyma ratyfikację syndykatu gwarancyjnego (*underwriting agreement*), czyli gwaranci potwierdzą swoje zaangażowanie w zabezpieczenie emisji, to można mówić o narodzinach emisji. Zaciągnięta pożyczka uznana zostaje przez emitenta, a obowiązek jej gwarancji przez syndykat gwarancyjny. W ciągu następnych kilku dni (*offering day*) lider konsorcjum rozdysponuje pomiędzy uczestników syndykatu euroobligacje, na sumy uzależnione od ich wcześniejszych deklaracji (zwykle trochę mniejsze). Otrzymują oni euroobligacje po cenie emisyjnej, pomniejszonej o prowizje.

1.1.4. FAZA PUBLICZNA, ZAMKNIĘCIE I KOSZT EMISJI

Faza publiczna, to sprzedaż euroobligacji inwestorom finalnym. Syndykat dokonuje tego w ciągu jednego-dwóch tygodni. *Lead manager* nadzoruje działalność banków plasujących emisję. W tym czasie prosi on o notowanie emisji na giełdzie.

Zamknięcie emisji, to data z góry ustalona – *closing day*. Tego dnia banki przesyłają *lead managerowi* kwoty odpowiadające liczbie uplasowanych euroobligacji. W zamian banki otrzymują te walory. *Lead manager* publikuje w specjalistycznej gazecie finansowej tzw. ogłoszenie nagrobkowe (*Tombstone*), które informuje o udanej emisji euroobligacji i przedstawia listę banków partycypujących w niej.

Przedstawiona powyżej procedura emisyjna pozwala w ciągu kilku tygodni zebrać sumę dochodzącą nawet do miliarda dolarów. Emitent otrzymuje w krótkim okresie duże fundusze i może od razu nimi dysponować – najczęściej wykorzystując na przewidziane inwestycje.

Poza wypłatą odsetek i spłatą pożyczki w dniu wykupu euroobligacji emitent ponosi dodatkowo koszt emisji. To emitent opłaca banki uczestniczące i organizujące emisję. Zwykle koszt sumy wszystkich prowizji bankowych waha się od 1,5 do 2,5% nominalnej sumy całej pożyczki. Strukturę kosztu emisji prezentuje tab. 4.

Tabela 4

Prowizje emisyjne na rynku euroobligacji w stopach procentowych

Czas emisji	3 lata	4 lata	5 lat	6-7 lat	8-10 lat
Prowizja dyrekcyj	0,5	0,25	0,375	0,375	0,5
Prowizja gwarancyjna	0,5	0,375	0,375	0,375	0,5
Prowizja plasowania	1	0,125	1,25	1,5	1,5
Suma prowizji	1,5	1,75	2	2,25	2,5

Źródło: H. de la Bruslerie, *Euro-obligation*, Paris 1984, s. 111.

1.2. RYNEK WTÓRNY

1.2.1. ORGANIZACJA I FUNKCJONOWANIE RYNKU WTÓRNEGO EUROOBLIGACJI

Wtórny rynek euroobligacji jest rynkiem pozagiełdowym, bez stałej lokalizacji. Nie jest on jednak typowym rynkiem OTC (*over the counter market*), gdyż walory są zarejestrowane na konkretnej giełdzie (najczęściej w Londynie lub Luksemburgu). Jego delokalizacja przejawia się w fakcie, że transakcje na nim dokonywane odbywają się poza giełdą, rejestracja jest właściwie tylko symboliczna i służy raczej jako informacja o ukazaniu się danej emisji. Wszystkie transakcje odbywają się za pomocą wyspecjalizowanych pośredników – *market makerów* i *dealerów*, którymi są najczęściej banki lub inne instytucje finansowe rozmieszczone na całym świecie.

Informacje cyrkulują pomiędzy tymi pośrednikami poprzez specjalne programy informacyjne, jak Reuter International Bond Service czy Data Stream-Telekurs oraz systemy *on line*, jak Telerate. Natomiast zlecenia dokonywane są najczęściej przez specjalne systemy informatyczne, telefon, fax, telex lub drogą pocztową. Wypłata konkretnych sum i dostarczenie walorów realizowana jest przez międzynarodowe centra *clearingowe* (Euroclear, Cedel) lub podobne agencje narodowe, jak Sicovam we Francji i Karsenverein w Niemczech⁶.

Euroobligacje narodowe, które są rejestrowane na giełdach narodowych, czasami bywają rozprowadzane poprzez te giełdy. Jednak zasięg transakcji na giełdzie narodowej jest znacznie mniejszy niż realizowany za pomocą pośredników międzynarodowych, giełdy te nie są przystosowane do plasowania tak wielkich emisji. Międzynarodowy rynek finansowy oferuje przede wszys-

⁶ P. Prissert, *Strategie et economie des echanges internationaux*, ITB, Paris 1993, s. 174.

tkim dostęp do wszystkich liczących się inwestorów na całym świecie. „Skoro emisje są międzynarodowe, to rynek też powinien być międzynarodowy, aby realizować w wystarczająco krótkim czasie transakcję kupna i sprzedaży na tym rynku”⁷.

Następnymi zaletami dokonywania transakcji poprzez rynek międzynarodowy euroobligacji jest jego elastyczność, dyspozycyjność i dyskrecja. Transakcje można przeprowadzić na nim w każdej chwili. Ustalania cen walorów (*quotation*) odbywają się przez cały dzień, otwarcie tego rynku zwykle jest dużo wcześniejsze niż giełd na rynkach narodowych. Umożliwia to transakcje pomiędzy klientami z krajów z obu półkul, niwelując duże różnice czasu. Rynek ten jest praktycznie nieregulowany, natomiast na giełdach narodowych kurs walorów jest nadzorowany.

1.2.2. WYSPECJALIZOWANI POŚREDNICY (*MARKET MAKERZY, DEALERZY*) I STOWARZYSZENIE AIBD

Wyspecjalizowani pośrednicy, którzy organizują międzynarodowy rynek euroobligacji, dzielą się na *market makerów* i *dealerów*.

Market makerzy, czyli „robiący rynek”, zajmują się kreowaniem tego rynku. Dbają, aby liczba transakcji była możliwie największa. Robią to poprzez ustalenie odpowiednich cen na rynku, tak aby znalazł się chętny do transakcji kupna, jak i do sprzedaży. Zapewnienie płynności rynku, to ich podstawowe zadanie. *Market makerzy* interweniują, gdy rynek osiąga moment stagnacji lub w chwili nadwyżki kursów. Odgrywają wtedy rolę kontrpartniera i kupują walory, tworząc tzw. rynek jednostronny (*one way market*). Natomiast, gdy następuje niebezpieczne obniżenie się kursów, *market makerzy* nakładają duże marże (*trading spread*) pomiędzy ceną kupna a sprzedaży, co powoduje, że cena waloru dla klienta nie jest już tak atrakcyjna. Ta marża, to podstawa wynagrodzenia *market makerów*. W normalnych warunkach *market maker* jest w stanie podjąć się transakcji opiewającej na minimum 100 milionów dolarów i zarządzanie tą pozycją jest wtedy dynamiczne.

Organizacja AIBD dysponuje listą *market makerów*, którzy uzyskali status *reporting dealers*. Aby ten status uzyskać, *market maker* musi odznaczać się profesjonalizmem i zaangażować się formalnie w zabezpieczanie transakcji kupna i sprzedaży na tym rynku. Musi on być gotowy na podjęcie się przeprowadzania operacji nieustannie, w ciągu całego dnia, gdy rynek jest otwarty. Poza tym *market maker* powinien przedstawić listę walorów, którymi handluje, i ta lista musi być dość obszerna – zawierać od 200 do

⁷ C. P. Einzig, *The Euro-Bond Market*, Macmillan, London 1987.

500 różnych walorów. Następnie suma pojedynczej transakcji, którymi on operuje, musi przekraczać konkretne kwoty podane przez AIBD, przykładowo: 500 tys. dolarów dla obligacji w dolarach o stałym oprocentowaniu, a dla obligacji o zmiennym oprocentowaniu 1 mln dolarów.

Reporting dealerzy mają również obowiązek dostarczania informacji o swoich transakcjach stowarzyszeniu AIBD. Raz w tygodniu przekazują oni listę walorów, którymi handlowali, a codziennie – z chwilą zamknięcia rynku – muszą przekazać kursy kupna i sprzedaży przez nich ustalone.

W roku 1989 na rynku euroobligacji było 106 *reporting dealerów*. Większość z nich była zlokalizowana w Wielkiej Brytanii. Jednak lokalizacja ta nie ma większego znaczenia, gdyż i tak w znacznym stopniu były to filie banków zagranicznych.

Formalnie jednak *reporting dealerzy* zarejestrowani na rynku brytyjskim są zobligowani do przekazywania wszystkich informacji dotyczących ich operacji władzom tego rynku. Dokonuje się tego za pomocą specjalnego systemu informatycznego – TRAX.

Szacuje się, że dwóch trzecich wszystkich operacji dokonuje się za pośrednictwem jednej trzeciej *market makerów*, którymi są najczęściej *reporting dealerzy*. Wiele banków – *market makerów* specjalizuje się w poszczególnych typach transakcji. Na przykład BNP (Banque Nationale de Paris) zajmuje się głównie emisjami we franku francuskim.

Dealerzy, to zwykle „czyści” pośrednicy na rynku wtórnym euroobligacji. Kontaktują tylko potencjalnych partnerów transakcji, ale nie ustalają cen walorów. Informują swojego klienta o cenie kupna bądź sprzedaży, po której może on nabyć dane euroobligacje od *market makera* lub innego *dealera*. Gdy klient zaakceptuje tę cenę, *dealer* zawiadamia kontrpartniera i transakcja dochodzi do skutku. *Dealer* działa tutaj jako kurier i dostaje z tego powodu prowizję nazywaną *brokerage fee*.

Dealer może jednak działać na własny rachunek. Może zajmować pozycję długą lub krótką na rynku. Pozycja krótka oznacza, że zadeklarował się sprzedać po określonej cenie walory, których jeszcze nie posiada. Jest dłużnikiem transakcji i liczy na spadek kursu walorów w przyszłości. Natomiast zajmując pozycję długą, kupuje on euroobligacje, nie mając jeszcze kontrpartniera, któremu mógłby je odsprzedać. Liczy na wzrost kursu i sprzedaż w późniejszym terminie po korzystniejszej cenie. *Dealerzy* mogą więc sami ustalać ceny walorów, nie podlegają jednak regulacji AIBD, nie mają zatem statusu oficjalnych *market makerów*. Zwykle opierają się na swojej renomie na rynku międzynarodowym.

AIBD to skrót od *Association of International Bond Dealers*. Jest to stowarzyszenie regulujące wtórny rynek euroobligacji, które powstało w roku 1969, a jego siedzibą jest Zurych i podlega ono prawu szwajcarskiemu. Stowarzyszenie liczy ok. 900 członków i zrzesza wszystkie instytucje finansowe

aktywne na rynku pierwotnym i wtórnym euroobligacji. Głównym zadaniem AIBD jest podwyższanie kompetencji i profesjonalizmu jego członków oraz rozwiązywanie problemów technicznych pojawiających się na rynku euroobligacji. Spełnia ono również funkcję reprezentanta swoich członków wobec rządów i organizacji międzynarodowych.

Najważniejszą rolę w tym stowarzyszeniu odgrywa walne zgromadzenie, na którym corocznie jest obecnych aż 60% jego członków. Ustalają oni najważniejsze decyzje w poszczególnych sekcjach, takich jak: sekcja rynku pierwotnego czy sekcja do spraw prawnych. AIBD organizuje również specjalne kursy i szkolenia dla przyszłych pracowników międzynarodowego rynku euroobligacji, publikuje różne profesjonalne biuletyny informacyjne.

Jak widać, procedura emisji euroobligacji jest jasna i w miarę prosta. Na świecie to właśnie banki nakłaniają jednostki samorządu terytorialnego do emisji euroobligacji. To one organizują konferencje informujące o korzyściach dla emitentów (np. miast) z ich zaistnienia na międzynarodowym rynku finansowym. Nie jest to tylko forma pozyskania kapitału, ale również reklama i promocja miasta, i co za tym idzie sposób na przyciągnięcie zagranicznych inwestorów. W Polsce rynek euroobligacji municypalnych zaczyna się bardzo powoli rozwijać. Dobrym przykładem jest tutaj Kraków, który przeprowadził udaną emisję w 1998 r. Nasi samorządowcy nie powinni bać się emisji euroobligacji, do zyskania jest naprawdę dużo.

Magdalena Godek

THE ISSUE PROCESS OF EUROBONDS IN FINANCING MUNICIPALITIES

As the administrative reform was conducted in 1990 Polish public sector was decentralized and municipalities have gained more independence in pursuing financial policies. Nowadays city councils search for non-governmental financial funds. One of the solutions could be an issuance of municipal eurobonds on the International Financial Market, which possesses broad investor base and hence shows great liquidity. The issue process of eurobonds is quite simple to follow because new issuers can model on well-established pattern already worked out by previous borrowers.