

URSZULA ZIARKO-SIWEK

JEDNOSTKI SAMORZĄDU TERYTORIALNEGO JAKO EMITENCI PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Polskie jednostki samorządu terytorialnego od końca lat 90. XX w. są bardzo ważnym uczestnikiem rynku kapitałowego. Z roku na rok liczba podmiotów komunalnych wprowadzających swoje papiery wartościowe na rynek jest coraz większa, a tendencja ta zapewne nie zmaleje, a wręcz przeciwnie – będzie silnie rosnąca. Środki pozyskiwane z emisji i sprzedaży papierów wartościowych stanowią bardzo istotny wkład finansowy podmiotów komunalnych do projektów współfinansowanych ze środków unijnych.

W niniejszym artykule podjęto próbę przedstawienia wszystkich papierów wartościowych, które mogą być emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego w Polsce. Celem pracy jest wskazanie charakterystyk poszczególnych instrumentów ze szczególnym zwróceniem uwagi na wielkość każdego z segmentów rynku komunalnych papierów wartościowych oraz możliwości jego rozwoju.

I. REGULACJE PRAWNE ZACIĄGANIA DŁUGU PRZEZ JEDNOSTKI SAMORZĄDU TERYTORIALNEGO W POLSCE

Zasady zarządzania finansami jednostek samorządu terytorialnego, w tym zarządzania długiem, określone są przede wszystkim w ustawie o dochodach jednostek samorządu terytorialnego¹ oraz w ustawie o finansach publicznych². Ustawa o dochodach określa źródła dochodów jednostek samorządu terytorialnego (JST), zasady ustalania i gromadzenia tych dochodów, a także zasady ustalania i przekazywania subwencji ogólnej oraz dotacji celowych z budżetu państwa. Z kolei wszystko, co dotyczy zasad zarządzania długiem publicznym oraz procedur ostrożnościowych i sanacyjnych wprowadzanych w razie nadmiernego zadłużenia oraz sposobów finansowania deficytu budżetowego, określono w ustawie o finansach publicznych.

Zgodnie z art. 82 ustawy o finansach, jednostki samorządu terytorialnego mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na:

¹ Ustawa z 13 listopada 2003 r. o dochodach jednostek samorządu terytorialnego, Dz. U. Nr 203, poz. 1966.

² Ustawa z 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych, Dz. U. Nr 249, poz. 2104.

– pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu – ten dług podlega spłacie lub wykupowi w tym samym roku, w którym został zaciągnięty,

– finansowanie planowanego deficytu budżetu,

– spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów.

Zgodnie z powyższą klasyfikacją, JST mają do swojej dyspozycji kilka instrumentów, które pozwalają im zaciągać dług. To, czy korzystają z nich wszystkich i w jakim stopniu, wynika z danych zamieszczonych w tabeli 1. Udział papierów wartościowych we wszystkich zobowiązaniach jednostek samorządu terytorialnego w latach 2001-2007 zachowuje stały poziom. Było to mniej więcej 16%. Nie jest to duża liczba, ale należy mieć nadzieję, że mimo iż wciąż największym zainteresowaniem cieszy się kredyt (84% w ogólnej liczbie zobowiązań), to zainteresowanie papierami dłużnymi wzrośnie ze względu na zalety tego instrumentu, które przedstawione będą w dalszej części artykułu.

Jeżeli środki uzyskane z emisji papierów wartościowych przeznaczone są na finansowanie planowanego deficytu budżetowego lub na spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań, z tytułu między innymi emisji papierów wartościowych, to koszty obsługi takiego zobowiązania muszą być ponoszone co najmniej raz do roku, przy czym dyskonto od emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej, a kapitalizacja odsetek jest niedopuszczalna³.

JST decydując się na emisję papierów wartościowych i dokonując analizy możliwości pozyskania środków tą właśnie drogą, zobligowane są zapisami ustawy, zgodnie z którymi suma zaciągniętych kredytów i pożyczek oraz zobowiązań z wyemitowanych papierów wartościowych, o których mowa powyżej, nie może przekroczyć kwoty określonej w uchwale budżetowej jednostki samorządu terytorialnego. Ponadto każdorazowe ubiegania się przez jednostkę samorządu terytorialnego o udzielenie jej kredytu lub pożyczki, a także w przypadku zamiaru emisji papierów wartościowych, wymaga uzyskania opinii regionalnej izby obrachunkowej o możliwości spłaty zaciągniętego długu.

Podmioty samorządowe, określając wielkość programu emisji oraz jego transz, muszą brać pod uwagę ograniczenia dotyczące limitów ustawowych określających maksymalne zaangażowanie. Łączna kwota przypadających w danym roku budżetowym:

– spłat rat kredytów i pożyczek, o których mowa w art. 82 ust. 1 pkt 2 i 3⁴ ustawy o finansach publicznych wraz z należnymi w danym roku odsetkami od kredytów i pożyczek, o których mowa w art. 82 ust. 1 tej samej ustawy,

³ Ibidem, art. 84.

⁴ 1. Jednostki samorządu terytorialnego mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na:

1) pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego,

2) finansowanie planowanego deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego,

3) spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów.

Tabela 1

Zobowiązania JST według tytułów dłużnych (w mln zł)

Rok	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ogółem	6 187,18	9 377,07	12 266,37	15 358,39	17 276,84	19 104,73	21 180,98	24 949,12	25 876,10	28 774,69
papiery wartościowe	738,28	957,28	1 675,14	2 380,96	2 817,78	3 134,44	3 282,69	3 777,83	4 062,34	2 828,32
kredyty i pożyczki	5 082,09	7 369,66	9 791,46	12 237,46	13 785,74	15 589,97	17 634,00	20 934,05	21 633,65	25 777,64
przyjęte depozyty	77,28	199,31	68,99	27,60	24,93	18,57	0,00	3,14	0,16	0,01
wymagalne zobowiązania	289,53	850,82	730,78	712,37	648,39	361,75	264,28	234,10	179,95	168,72

Źródło: mf.gov.pl (20.05.2009).

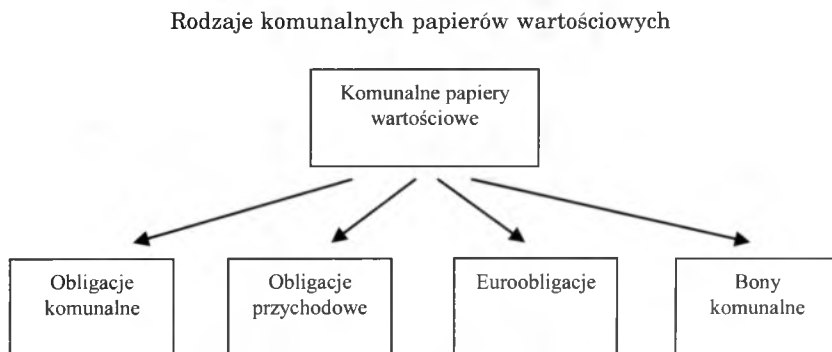
– wykupów papierów wartościowych emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego na cele określone w art. 82 ust. 1 pkt 2 i 3 wraz z należnymi odsetkami i dyskontem od papierów wartościowych emitowanych na cele określone w art. 82 ust. 1,

– potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez jednostki samorządu terytorialnego poręczeń oraz gwarancji, nie może przekroczyć 15% planowanych na dany rok budżetowy dochodów jednostki samorządu terytorialnego⁵. Z kolei łączna kwota długu jednostki samorządu terytorialnego na koniec roku budżetowego nie może przekroczyć 60% wykonanych dochodów ogółem tej jednostki w tym roku budżetowym. Ograniczeń tych jednak nie stosuje się do emitowanych papierów wartościowych, kredytów i pożyczek zaciągniętych w związku z umową zawartą z podmiotem dysponującym środkami pochodzącymi z budżetu Unii Europejskiej oraz niepodlegających zwrotowi. Dzięki temu zapisowi w przypadku projektów finansowanych ze środków unijnych teoretycznie istnieje nieograniczona możliwość zaciągania długu. W praktyce oczywiście każda kolejna emisja obligacji musi mieć pokrycie w przyszłych rozchodach, dzięki którym emisja ta będzie mogła być wykupiona.

II. RODZAJE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH EMITOWANYCH PRZEZ JEDNOSTKI SAMORZĄDU TERYTORIALNEGO W POLSCE

Jak wynika z powyższych zapisów, JST mogą pozyskiwać kapitał obcy zarówno na finansowanie bieżących niedoborów, jak i długoterminowych celów inwestycyjnych. Z powyższej klasyfikacji wynikają rodzaje potencjalnych papierów dłużnych, jakie mogą być emitowane przez polskie samorządy. Należą do nich: obligacje komunalne i przychodowe, euroobligacje oraz bony komunalne.

Schemat 1



Źródło: opracowanie własne.

⁵ Ibidem, art. 169.

Największą popularnością na polskim rynku kapitałowym cieszą się obligacje komunalne. Z jednej strony są one coraz częściej wykorzystywane przez emitentów, i to niejednokrotnie przez ten sam podmiot, a z drugiej – cieszą się także zainteresowaniem wśród podmiotów instytucjonalnych, które lokują wolne środki w bezpieczne i rentowane instrumenty. W dalszej części artykułu przedstawione zostaną najważniejsze cechy poszczególnych papierów komunalnych wraz ze wskazaniem wielkości każdego z segmentów tego rynku.

III. OBLIGACJE KOMUNALNE

1. Charakterystyka obligacji komunalnych i podstawy prawne emisji

Obligacje komunalne są instrumentem finansowym, który na stałe wpisał się w praktykę polskiego rynku finansowego. Cechy obligacji komunalnej w dużej mierze wynikają z ustawy o obligacjach. Zgodnie z jej zapisami, obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji, czyli obligatariusza, i że zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Należy podkreślić, że świadczenie to może mieć charakter pieniężny i niepieniężny⁶. Świadczenie pieniężne oznacza płatność odsetek w terminach i w wysokości zapisanej w Propozycji nabycia (emisja prywatna) lub Prospekcie emisyjnym (emisja publiczna) oraz zwrot wartości nominalnej w okresie zapadalności obligacji. Świadczeniem niepieniężnym może być wszystko, co zostanie ustalone przez emitenta w uchwale o emisji obligacji i zaakceptowane przez przyszłych obligatariuszy. Przykładem tych ostatnich świadczeń może być np. zwolnienie nabywców obligacji komunalnych z lokalnych zobowiązań wobec jednostki samorządu terytorialnego, będącej emitentem tych papierów wartościowych. Innym przykładem obligacji ze świadczeniem niepieniężnym może być zamiana obligacji na akcje danej spółki akcyjnej (spółki komunalnej).

Ustawa o obligacjach wyraźnie definiuje obligację także poprzez określenie elementów, jakie powinna ona zawierać w swojej treści. Wśród nich są:

- powołanie podstawy prawnej emisji,
- nazwa i siedziba emitenta, miejsce i numer wpisu do właściwego rejestru albo wskazanie jednostki samorządu terytorialnego będącej emitentem,
- nazwa obligacji i cel jej wyemitowania, jeżeli jest określony – w przypadku obligacji komunalnych oraz obligacji przychodowych występuje konieczność określenia celu emisji,
- wartość nominalna i numer kolejny obligacji,
- opis świadczeń emitenta, ze wskazaniem w szczególności wysokości tych świadczeń lub sposobu ich ustalania, terminów, sposobów i miejsc ich spełniania,
- oznaczenie obligatariusza – przy obligacji imiennej,
- ewentualny zakaz lub ograniczenie zbywania obligacji imiennej,

⁶ Ustawa z 29 czerwca 1997 r. o obligacjach, Dz. U. Nr 83, poz. 420, art. 4.

– data, od której nalicza się oprocentowanie, wysokość oprocentowania, terminy jego wypłaty i miejsce płatności – jeżeli warunki emisji przewidują oprocentowanie, oraz warunki wykupu,

– zakres i formę zabezpieczenia albo informację o jego braku,

– miejsce i data wystawienia obligacji,

– podpisy osób uprawnionych do zaciągania zobowiązań w imieniu emitenta, przy czym podpisy te mogą być odtwarzane sposobem mechanicznym⁷.

Obligacja może mieć oczywiście formę dokumentu i wtedy wszystkie powyższe informacje będą na niej zapisane. Emisja obligacji w formie papierowej jest bardzo uciążliwa dla wszystkich stron transakcji: emitenta, inwestora oraz agenta emisji. W związku z tym obecnie mają one zazwyczaj postać niematerialną, czyli istnieją tylko w postaci zapisu księgowego. Prawa z obligacji niemających formy dokumentu powstają z chwilą dokonania zapisu w ewidencji i przysługują osobie w niej wskazanej jako posiadacz tych obligacji. Prawa i obowiązki stron w tej sytuacji zapisane są w warunkach emisji. Podmiotami, które mogą prowadzić ewidencję obligacji, są KDPW (emisje publiczne), banki lub firmy inwestycyjne (emisje prywatne). Jeżeli jednak emitent zażyczy sobie przeprowadzenia emisji w formie materialnej, ma do tego prawo, wtedy jednak ze względów organizacyjnych łatwiej jest wyemitować obligacje w formie odcinka zbiorowego.

Obecnie prawo obowiązujące w Polsce pozwala na emisję obligacji na trzy sposoby. Są to:

– publiczne proponowanie nabycia, o którym mowa w art. 3 ust. 1⁸ ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. Nr 184, poz. 1539),

– publiczne proponowanie nabycia w sposób wskazany w art. 3 ust. 1 ustawy, o której mowa w powyżej, obligacji, do których nie stosuje się przepisów tej ustawy,

– proponowanie nabycia obligacji w inny sposób niż określone powyżej.

W pierwszym przypadku obligacje oferowane są inwestorom w oparciu o przygotowany przez emitenta prospekt emisyjny. W przypadkach drugim i trzecim zapisy na obligacje odbywają się na podstawie propozycji nabycia.

Niezbędnym warunkiem formalnym rozpoczęcia oferty publicznej jest sporządzenie prospektu emisyjnego przez emitenta oraz podmioty współpracujące z nim przy organizowaniu emisji (doradca prawny, doradca finansowy, agent emisji, agencja PR), zatwierdzenie go przez KNF oraz opublikowanie przez emitenta w sposób określony w polskim prawie (w formie jedno- lub trzyczęściowej, poprzez zamieszczenie w dzienniku ogólnopolskim, w formie zwanego dokumentu lub w wersji elektronicznej na stronie internetowej). Prospekt

⁷ Ibidem, art. 5.

⁸ Publicznym proponowaniem nabycia papierów wartościowych jest proponowanie odpłatnego nabycia papierów wartościowych w dowolnej formie i w dowolny sposób, jeżeli propozycja jest skierowana do co najmniej 100 osób lub do nieoznaczonego adresata.

jest podstawowym dokumentem, na podstawie którego przeprowadzana jest oferta publiczna. Zawiera on bardzo szczegółowe informacje na temat: emitenta, prowadzonej przez niego działalności, organizacji emitenta, posiadanych zasobów, osiągniętych wyników finansowych, prognoz wyników finansowych, osób zarządzających, warunków oferty, zasad dopuszczania papierów wartościowych do obrotu regulowanego, kosztów oferty, właścicieli sprzedających papierów wartościowych. Termin ważności prospektu wynosi 12 miesięcy od dnia podania go do publicznej wiadomości. Jeżeli w tym okresie zaistnieją okoliczności zmieniające treść prospektu, emitent ma obowiązek jego aktualizacji w formie aneksu. Każdy z aneksów, podobnie jak sam prospekt, wymaga zatwierdzenia przez KNF (w terminie 7 dni od daty zgłoszenia).

Propozycja nabycia jest to formalny dokument, który przygotowywany jest przez emitenta przy dużym współudziale banku agenta emisji. Choć propozycja nabycia nie jest jedynym dokumentem informacyjnym, który agent emisji wysłał potencjalnym inwestorom, to należy go przygotować z najwyższą starannością. Zawiera ona dane, które stosownie do rodzaju emitenta i obligacji pozwalają na ocenę sytuacji finansowej emitenta. Treść tego dokumentu zawiera w sobie między innymi następujące treści:

- cele emisji, jeżeli są określone,
- wielkość emisji,
- wartość nominalną i cenę emisyjną obligacji lub sposób jej ustalenia,
- warunki wykupu,
- warunki wypłaty oprocentowania,
- wysokość i formy ewentualnego zabezpieczenia i oznaczenia podmiotu udzielającego zabezpieczenia,
- wartość zaciągniętych zobowiązań na ostatni dzień kwartału poprzedzającego udostępnienie Propozycji nabycia oraz perspektywy kształtowania zobowiązań emitenta do czasu całkowitego wykupu obligacji proponowanych do nabycia,
- dane umożliwiające potencjalnym nabywcom obligacji orientację w efektach przedsięwzięcia, które ma być sfinansowane z emisji obligacji oraz zdolności emitenta do wywiązania się z zobowiązań wynikających z obligacji, jeżeli przedsięwzięcie jest określone,
- zasady przeliczania wartości świadczenia niepieniężnego na świadczenie pieniężne.

Ponadto, emitent będący jednostką samorządu terytorialnego musi udostępniać roczne sprawozdania z wykonania budżetu jednostki samorządu terytorialnego wraz z opinią regionalnej izby obrachunkowej.

2. Proces emisji obligacji na rynku publicznym

Procedury emisji papierów wartościowych na rynku publicznym są bardzo szczegółowo opisane w obowiązującym ustawodawstwie (ustawie o ofercie⁹,

⁹ Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz. U. Nr 184, poz. 1539.

ustawie o obrocie¹⁰, ustawie o nadzorze¹¹, Regulaminie Giełdy Papierów Wartościowych¹² oraz w Szczegółowych zasadach obrotu giełdowego¹³). Zgodnie z zapisami poszczególnych aktów prawnych procedura emisji obligacji na rynku publicznym może wyglądać w następujący sposób:

- wybór partnerów – oferującego, doradcy finansowego i kapitałowego, audytora, doradcy prawnego,
- podjęcie uchwały w sprawie emisji,
- sporządzenie prospektu emisyjnego,
- złożenie do KNF wniosku z prospektem,
- postępowanie przed KNF,
- zatwierdzenie prospektu,
- publikacja prospektu,
- publikacja aneksów aktualizujących,
- ewentualne podpisanie umowy o submisję,
- publikacja przedziału cenowego,
- budowanie księgi popytu (*book-building*) i ustalenie ostatecznej ceny emisyjnej,
- podpisanie umowy z KDPW,
- otwarcie publicznej subskrypcji i przyjmowanie zapisów,
- redukcja zapisów,
- przydział obligacji,
- ubieganie się o dopuszczenie do obrotu giełdowego,
- rejestracja obligacji w KDPW,
- wprowadzenie do obrotu giełdowego.

3. Proces emisji obligacji na rynku prywatnym

Emisja obligacji na rynku prywatnym jest procesem mało sformalizowanym w porównaniu do emisji na rynku publicznym. Praktyka rynkowa przez ostatnie lata ukształtowała określone procedury emisyjne, zgodnie z którymi emitenci dokonują emisji. Wśród etapów prowadzących do pozyskania środków w drodze emisji obligacji można wyróżnić:

- podjęcie wstępnej uchwały o emisji obligacji – podejmowana jest ona w celu przekazania kompetencji na niższy szczebel i rozpoczęcia procesu organizacji emisji; celem takiej uchwały może być także przekazanie dyspozycji wyboru doradcy prawnego i finansowego,
- wybór doradcy prawnego i finansowego,
- rozpoczęcie prac nad emisją – celem tego etapu jest dokonanie analizy ekonomiczno-finansowej możliwości spłaty pożyczki obligacyjnej, ustalenie wstępnych warunków emisji, wybór i wyszukanie potencjalnych inwestorów,

¹⁰ Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz. U. Nr 183, poz. 1538.

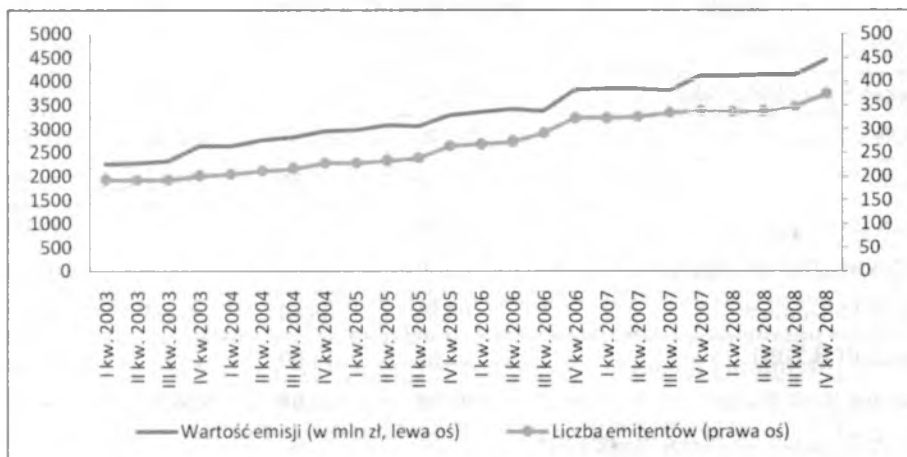
¹¹ Ustawa z 29 lipca 2005 r. o nadzorze kapitałowym, Dz. U. Nr 183, poz. 1537.

¹² Uchwała Rady Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie Nr 1/1110/2006 z 4 stycznia 2006 r., z późn. zm.

¹³ Uchwała Nr 4/2006 Zarządu Giełdy z 10 stycznia 2006 r. z późn. zm.

Wykres 1

Wartość wyemitowanych obligacji komunalnych i liczba emitentów w latach 2003-2008



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Fitch Ratings.

- uchwała odpowiedniego organu w sprawie emisji obligacji,
- negocjowanie i podpisanie umów z bankiem – umowa agencyjna, umowa prowadzenia depozytu, umowa płatnicza, umowa gwarantowania emisji,
- przygotowanie memorandum informacyjnego,
- przygotowanie propozycji nabycia,
- rozpoczęcie procesu sprzedaży – rozesłanie do potencjalnych klientów niezbędnych dokumentów (memorandum informacyjnego, propozycji nabycia, warunków emisji i obrotu, regulaminu banku w zakresie pośrednictwa przy sprzedaży papierów wartościowych),
- przyjmowanie zapisów,
- przydział obligacji.

4. Wielkość rynku obligacji komunalnych w Polsce

Od 1999 r. wartość emisji rośnie z roku na rok, a jednostki samorządu terytorialnego z coraz większym zainteresowaniem sięgają po to źródło finansowania inwestycji. Wartość aktywnych programów emisji obligacji samorządowych na koniec 2008 r. wyniosła 4461,24 mln zł, co w porównaniu z 1999 r. (653,60 mln zł) oznacza wzrost o 583%.

Termin zapadalności obligacji komunalnych kształtuje się bardzo różnie. Nie brakuje emisji tzw. średnioterminowych (3-, 4-, 5-letnich), choć zauważalna jest tendencja istotnego wydłużenia czasu trwania obligacji do 7, 8, 9, czy nawet 15 lat. Oprocentowanie obligacji komunalnych uzależnione jest od

Tabela 2

Wartość emisji obligacji komunalnych według kryterium organizatora emisji (w mln zł)

Banki	IV kw. 2005	IV kw. 2006	IV kw. 2007	II kw. 2008
PKO Bank Polski	1227,35	1481,14	1660,82	1681,32
Pekao S.A./CDM Peako	868,70	904,12	793,63	775,24
BOŚ	259,79	310,91	293,16	295,56
BGK	304,34	430,85	538,90	539,10
BRE Bank	185,00	115,00	60,00	60,00
BZ WBK/DM BZ WBK	130,40	105,00	105,00	105,00
Bank Millennium	96,80	68,45	53,25	49,75
Bank BPH/GBG	41,60	18,60	–	–
Nordea Bank Polska	46,30	76,05	133,59	–
Bank Gesselschaft Berlin/Bank BPH	30,00	18,60	–	–
BISE	58,59	217,88	–	–
GBW	15,80	15,80	17,35	17,35
BGŻ	16,54	16,54	16,54	16,54
Bank Polskiej Spółdzielczości	11,20	11,20	11,20	11,20
DZ BANK Polska SA	1,50	1,50	–	–
Fortis Securities	1,30	1,30	1,30	1,30
Pekao SA/Nordea Bank Polska	–	20,00	–	–
ING Bank Śląski	–	–	33,20	33,70
Bank BPH/Berlinerbank	–	30,00	–	–
Berlinerbank	–	–	30,00	30,00
Dexia Kommunalkredit Bank	–	–	70,00	70,00
Bank DNB NORD Polska SA	–	–	314,23	323,60

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Fitch Ratings.

kształtowania się rentowności przede wszystkim 52-tygodniowych bonów skarbowych oraz WIBORu 1M, 3M i 6M. Rynek obligacji komunalnych, podobnie jak rynek obligacji korporacyjnych, zdominowany jest przez emisje prywatne. Do 30 czerwca 2008 r. publiczne obligacje komunalne wyemitowało Województwo Dolnośląskie, Ostrów Wielkopolski, Poznań oraz Rybnik. Obligacje te notowane są na rynku pozagiełdowym MTS-CeTO.

Pozytywną tendencją jest nie tylko wzrost wartości emisji, ale przede wszystkim wzrost liczby emitentów. Nowe podmioty, pozyskujące kapitał w drodze emisji obligacji komunalnych, gwarantują, że rynek ten będzie się cały

czas rozwijał. Na koniec 2008 r. obligacje wyemitowało 373 emitentów, co w porównaniu z liczbą emitentów obligacji korporacyjnych jest bardzo dobrym wynikiem.

To, czy dany segment rynku papierów dłużnych rozwija się dynamicznie, czy też nie, zależy w największym stopniu od popytu generowanego przez inwestorów. Polski rynek jest pod tym względem bardzo specyficzny, co potwierdza struktura nabywców obligacji komunalnych. 31 maja 2008 r. aż w 84% nabywcami obligacji komunalnych były banki, w prawie 13% – podmioty zagraniczne, a pozostałe kilka procent nabyły przedsiębiorstwa, fundusze inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe i pozostałe jednostki.

W procesie emisji obligacji komunalnych banki pełnią w Polsce bardzo ważną funkcję. Z jednej strony organizują emisje jako agent, a następnie w drodze umowy gwarantowania stają się posiadaczami tych papierów, generując na nie stosunkowo duży popyt. Dane zawarte w tabeli 2 wskazują na to, że duża liczba banków stara się być aktywna na rynku obligacji komunalnych jako organizatora lub gwarant emisji. Nie można jednak nie zauważyć, że tak naprawdę lider jest tylko jeden – jest nim PKO BP SA. Na koniec drugiego kwartału 2008 r. udział tego banku w rynku obligacji komunalnych jako agenta emisji (wartościowo) wyniósł 42%. Drugim bankiem jest Pekao SA z udziałem 19%. PKO BP SA swój duży udział zapewne zawdzięcza temu, że jest bankiem, który obsługuje rachunki bieżące bardzo wielu jednostek samorządu terytorialnego. Organizacja emisji obligacji komunalnych jest niczym innym, jak dopełnieniem kompleksowej oferty bankowej.

IV. OBLIGACJE PRZYCHODOWE

1. Charakterystyka obligacji przychodowych i podstawy prawne emisji

Ustawa o obligacjach już od dawna daje polskim samorządom możliwość pozyskiwania kapitału za pośrednictwem emisji obligacji przychodowych. Mimo stworzenia stosownych regulacji podmioty komunalne nie zainteresowały się nowymi możliwościami aż do czasu emisji zorganizowanych przez Bydgoszcz i Łódź.

Zgodnie z ustawą o obligacjach, obligacja przychodowa to instrument, w którego treści emitent ograniczył swoją odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z tych obligacji do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszowi służy prawo pierwszeństwa na zasadach określonych w ustawie. Emitentami takich papierów wartościowych mogą być:

- jednostka samorządu terytorialnego, związek jednostek samorządu terytorialnego, miasto stołeczne Warszawa,
- spółka akcyjna albo spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, w której podmiot powyższy posiada taką liczbę akcji albo udziałów, jaka zapewnia mu

więcej niż 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub zgromadzeniu wspólników, o ile jedynym przedmiotem działalności spółki jest zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej,

- spółka akcyjna albo spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, której jedynym przedmiotem działalności jest wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej na podstawie umowy zawartej z jednostką samorządu terytorialnego, związkiem jednostek samorządu terytorialnego lub miastem stołecznym Warszawa i która zadania te będzie wykonywać co najmniej przez okres równy okresowi zapadalności obligacji,

- spółka akcyjna, która na podstawie upoważnienia ustawowego lub na podstawie koncesji albo zezwolenia wykonywać będzie zadania z zakresu użyteczności publicznej albo świadczyć usługi w zakresie transportu lub komunikacji oraz utrzymania i rozwoju infrastruktury komunikacyjnej lub transportowej co najmniej przez okres równy okresowi zapadalności obligacji¹⁴.

Tak jak przy każdej emisji obligacji, tak i w tym przypadku do przeprowadzenia takiej emisji niezbędne jest podjęcie uchwały o emisji obligacji przychodowych, która w swojej treści powinna określać: rodzaj i cel przedsięwzięcia, sposób obliczenia przychodów z inwestycji, a także wskazywać, do jakiej części przychodów lub majątku służy obligatariuszom prawo pierwszeństwa. Obligacje przychodowe mogą przyznawać obligatariuszowi prawo do zaspokojenia swoich roszczeń:

- z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta z całości albo z części przychodów lub z całości albo części majątku przedsięwzięć, które zostały sfinansowane ze środków uzyskanych z emisji obligacji, lub

- z całości albo z części przychodów z innych przedsięwzięć określonych przez emitenta.

Bardzo ważnym elementem emisji obligacji przychodowych jest wprowadzenie zakazu zbywania i obciążania składników majątkowych przedsięwzięcia, z wyjątkiem sytuacji, gdy dokonuje się zbycia w ramach prawidłowej gospodarki, nie powodując istotnego zmniejszenia wartości tego przedsięwzięcia. Ponadto wierzycielności tworzące przychody, do których pierwszeństwo przysługuje obligatariuszom obligacji przychodowych, nie mogą być przedmiotem zabezpieczenia zastawem ani też przedmiotem cesji. Na emitencie obligacji przychodowych ciążyą szczególne zobowiązania w stosunku do obligatariuszy. Gdy emitentem obligacji jest spółka, emitent zobowiązany jest do udostępniania obligatariuszom rocznych sprawozdań finansowych wraz z opinią biegłego rewidenta w okresie od dokonania emisji do czasu całkowitego wykupu obligacji. Natomiast w przypadku jednostek samorządu terytorialnego, należy udostępniać roczne sprawozdania z wykonania budżetu wraz z opinią RIO w okresie od dokonania emisji do momentu całkowitego wykupu obligacji. Ponadto emitent musi udostępniać dodatkowo obligatariuszom co najmniej na 2 tygodnie przed każdym terminem wypłaty świadczeń z obligacji, jednakże nie rzadziej niż raz w roku, sprawozdanie zawierające:

¹⁴ Ustawa o obligacjach, art. 23a, ust. 2.

- dane o sumie przychodów z przedsięwzięcia, które wpłynęły na rachunek bankowy oraz o kwotach wypłaconych obligatariuszom oraz emitentowi z tego rachunku w okresie od poprzedniej wypłaty świadczeń,
- omówienie struktury przychodów z przedsięwzięcia oraz struktury kosztów ponoszonych przez emitenta na utrzymanie inwestycji w tym okresie¹⁵.

W przypadku przyznania obligatariuszom prawa do zaspokojenia swoich roszczeń z przychodów z określonego przedsięwzięcia, wszystkie przychody z takiej inwestycji powinny wpływać na rachunek bankowy przeznaczony wyłącznie do ich gromadzenia i dokonywania wypłat. Jest to tzw. specjalny rachunek bankowy. Emitent nie może dokonywać wypłat środków z tego rachunku dla celów innych niż zaspokojenie roszczeń obligatariuszy, z jednym wyjątkiem. Można dokonywać wypłat z rachunku bankowego w innych celach, niż zaspokojenie roszczeń obligatariuszy wyłącznie kwot przewyższających kwotę wystarczającą do zaspokojenia ich roszczeń wynikających z obligacji w okresie następnych 12 miesięcy, o ile możliwość taką przewidziano w warunkach emisji¹⁶.

2. Wielkość rynku obligacji przychodowych w Polsce

Rynek obligacji przychodowych w Polsce prawie nie istnieje. Dotychczas przeprowadzono dwa programy emisji, a trzeci przygotowywany jest przez Miasto Stołeczne Warszawa. Pierwszą emisją obligacji przychodowych były obligacje MWiK (Miejskie Wodociągi i Kanalizacja) w Bydgoszczy. Była to emisja o całkowitej wartości programu 400 mln zł, z oprocentowaniem opartym o WIBOR 6M plus marża i z terminem zapadalności w 2024 r. Zgodnie z programem emisji, obligatariusze posiadają prawo pierwszeństwa przed innymi wierzycielami do zaspokojenia ich roszczeń ze składników majątku i dochodów z działalności MWiK – w tym przypadku cała działalność oraz wszystkie przychody zostały zdefiniowane jako przedsięwzięcie. Emisja została zorganizowana przez bank Pekao SA i poddano ją ocenie agencji ratingowej, która nadała ocenę BBB-.

Druga emisja została zorganizowana przez MPK w Łodzi. Wartość programu wyniosła 166 mln zł, oprocentowanie oparte zostało o jednoroczny WIBOR powiększony o marżę. Termin wykupu wspomnianych papierów wartościowych ustalono na 2030 r. Przychody z obligacji wyemitowanych przez MPK Łódź zostały przeznaczone na budowę linii tramwajowej – Łódzki Tramwaj Regionalny (ŁTR), która była także współfinansowana ze środków unijnych. Agentem emisji był Bank BPH, a przyznany rating miał poziom BBB-.

Przy emisji obligacji przychodowych, w przeciwieństwie do obligacji tradycyjnych, należy zwrócić uwagę na dwie szczególne kwestie:

- jak zdefiniowane jest przedsięwzięcie, które ma być sfinansowane ze środków uzyskanych z emisji obligacji przychodowych,
- czy zawarta jest tzw. umowa wsparcia pomiędzy emitentem oraz nadzrędną jednostką samorządu terytorialnego.

¹⁵ Ibidem, ust. 5.

¹⁶ Procedura emisji obligacji przychodowych zarówno na rynku publicznym, jak i prywatnym jest taka sama, jak w przypadku obligacji komunalnych.

Miasto Łódź udzieliło wsparcia dla programu obligacji przychodowych MPK poprzez umowę zawartą między Miastem i przedsiębiorstwem. Zgodnie z tą Umową, Miasto ma wnieść dopłatę do kapitału w wysokości 107 760 120 zł. Dochody z tytułu świadczenia usług przewozowych przez ŁTR będą wypłacane przez ZDiT na podstawie kontraktu na usługi transportowe podpisanego między MPK i ZDiT na okres 25 lat. Umowa między ŁTR i ZDiT wygasa 31 grudnia 2030 r., jednak ze względu na to, że MPK ma pozycję monopolistyczną w zakresie usług komunikacji tramwajowej, zostanie przedłużona na kolejny długi okres. Projekt ŁTR ma dla Łodzi strategiczne znaczenie, co zostało potwierdzone nie tylko w umowie wsparcia, ale także dodatkową dopłatą do projektu w wysokości 52,5 mln zł dokonaną w 2007 r., co zmniejszyło istotnie ryzyko finansowe przedsięwzięcia¹⁷.

W przypadku emisji w Bydgoszczy także doszło do podpisania umowy wsparcia zawartej pomiędzy Spółką MWiK, administratorem programu (Bank Pekao SA) oraz miastem. Zgodnie z tym porozumieniem, proces ustalania stawek taryfowych przez Radę Miasta powinien zapewnić odpowiedni poziom taryf przy spełnieniu warunków określonych w obowiązujących przepisach. Taryfy powinny pozwolić na terminową realizację projektu i obsługę zobowiązań finansowych emitenta związanych z tym projektem oraz utrzymanie wskaźników finansowych na odpowiednim poziomie. Ponadto MWiK nie będą wypłacać Miastu dywidendy w okresie trwania projektu, nie może dojść do zmian własnościowych w MWiK w okresie trwania projektu, a Miasto nie powinno ingerować w zarządzanie MWiK. Podobnie jak w przypadku Łodzi, Miasto Bydgoszcz zobowiązało się do dokonania dopłat do kapitału MWiK, jeśli wskaźnik obsługi zadłużenia z tytułu obligacji przychodowych spadnie poniżej określonego poziomu lub ściągalność opłat spadnie poniżej 95%. Alternatywnym sposobem finansowego zasilenia spółki może być przyznanie jej ulg w podatku od gruntów i nieruchomości. Miasto powinno także wspierać program inwestycyjny MWiK poprzez sprawne i szybkie udzielanie zezwoleń budowlanych¹⁸.

Zawarcie umów wsparcia jest istotne dla przyszłych obligatariuszy, ponieważ daje dodatkowe gwarancje powodzenia inwestycji oraz zapewnia dodatkowe wsparcie finansowe. Jest to nowy element na rynku obligacji pozaskarbowych w Polsce.

Przychodem z przedsięwzięcia w programie MWiK określa się wszystkie wpływy za dostawę wody i ścieków zebrane w obszarze działania MWiK. Podobnie za aktywa przedsięwzięcia uznaje się wszystkie aktywa MWiK, a nie tylko te, które zostały zbudowane i sfinansowane na bazie wpływów z obligacji przychodowych. Z kolei przedsięwzięciem objętym programem obligacji przychodowych w przypadku MPK określa się wyłącznie projekt budowy Łódzkiego Tramwaju Regionalnego, który obejmuje modernizację linii tramwajowej obsługującej Zgierz, Łódź i Pabianice, zakup nowego taboru tramwajowego,

¹⁷ Obligacje przychodowe w Polsce, Polska. Raport specjalny, Fitch Ratings, październik 2008, s. 1-12.

¹⁸ Ibidem.

budowę nowego systemu sterowania ruchem tramwajowym oraz przebudowę skrzyżowań. W tej sytuacji środki, które są gromadzone na rachunku przedsięwzięcia, pochodzą tylko z wpływów generowanych przez ŁTR, dopłat do kapitału spółki dokonywanych przez miasto oraz wpływów z „innych przedsięwzięć”, które stanowić będą przychody z innych niezdefiniowanych obszarów działalności MPK.

Szczegółowa analiza dwóch zorganizowanych emisji pozwala sformułować kilka cech obligacji przychodowych, które zapewne będą miały istotny wpływ na przyszłe emisje tego typu papierów wartościowych, a przez to na cały rynek. Obligacje przychodowe są instrumentami:

- długoterminowymi – kilkudziesięcioletnimi,
- posiadającymi rating kredytowy,
- zabezpieczonymi konkretnymi projektami inwestycyjnymi,
- opiekującymi na bardzo duże kwoty,
- z którymi jest związana umowa wsparcia potencjalnie obniżająca ryzyko inwestycyjne konkretnej emisji.

V. EUROOBLIGACJE

Euroobligacje są to obligacje denominowane w określonej walucie, emitowane i sprzedawane na rynkach kapitałowych w różnych krajach, innych niż kraj pochodzenia tej waluty¹⁹. Euroobligacje charakteryzują się tymi samymi cechami co tradycyjne obligacje, z tym że posiadają jeden dodatkowy walor, który zasługuje na szczególne podkreślenie. Euroobligacje emitowane są na rynku, który stwarza nieograniczone możliwości pozyskiwania kapitału. Dostęp do tak dużego rynku i tak wielu inwestorów gwarantuje możliwość pozyskania większego kapitału tańszym kosztem. Aby jednak zostać emitentem obligacji na rynku międzynarodowym, należy posiadać odpowiedni rating finansowy. Poziom oceny decyduje o zainteresowaniu danym instrumentem na rynku zagranicznym.

Istotną zaletą euroobligacji, w stosunku do obligacji krajowych, jest pełnienie funkcji agenta i dealera emisji przez zagraniczny, bardzo znany bank lub konsorcjum takich banków. Ma to ogromne znaczenie z punktu widzenia skuteczności sprzedaży wyemitowanych obligacji oraz jakości emisji.

1. Proces emisji euroobligacji

Podobnie jak w przypadku wszystkich emisji papierów wartościowych, euroobligacje mogą być emitowane na rynku publicznym oraz prywatnym. Emisje prywatne przeprowadzane są zazwyczaj przy pomocy jednego banku inwestycyjnego, który na zlecenie emitenta wyszukuje kilku lub kilkunastu

¹⁹ G. Kozuń-Cieślak, *Obligacje komunalne. Instrument dłużny dla jednostek samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 158.

dużych inwestorów instytucjonalnych. Emisje takie nie są wprowadzane na rynek giełdowy, a ich ewentualny obrót wtórny organizowany jest najczęściej przez agenta emisji. W przypadku tego typu emisji oczywiście bardzo często podpisana jest umowa gwarantująca dojsię emisji do skutku. Underwriterem jest jeden lub kilka banków.

Emisje publiczne, w odróżnieniu od prywatnych, ze względu na bardziej skomplikowane i wymagające procedury organizowane są przy udziale konsorcjów bankowych, w skład których wchodzi duże międzynarodowe instytucje finansowe. Publiczne euroobligacje są następnie wprowadzane na jedną lub kilka giełd o randze światowej. Dzięki temu płynność papierów wartościowych na rynku wtórnym jest zapewniona, a marża za płynność oczekiwana przez inwestorów jest niższa niż w przypadku obligacji krajowych.

2. Euroobligacje emitowane przez polskie jednostki samorządu terytorialnego

Euroobligacje nie są instrumentem często wykorzystywanym przez polskie samorządy. Dotychczas tylko dwie jednostki samorządu terytorialnego zorganizowały emisję papierów dłużnych na rynku międzynarodowym. Były to Kraków i Warszawa.

Pierwsza emisja Miasta Kraków miała miejsce 27 listopada 1998 r. Była to emisja 2-letnich euroobligacji o wartości nominalnej jednostkowej 250 000 DEM i łącznej wartości 66 mln DEM. Cena emisyjna jednego papieru wartościowego wynosiła 99,9 za 100 jednostek. Kraków w celu przeprowadzania tej emisji starał się o rating dla tej emisji. Przyznała go agencja Standard&Poor's – BBB + dla rynku krajowego i BBB dla rynku międzynarodowego. Kancelarią prawną obsługującą emisję była Weil, Gotshal & Manges z siedzibą w Warszawie i Londynie, a emisję przeprowadziło konsorcjum banków: Westdeutsche Landesbank Polska, West Merchant Bank, CIB Securities, BPH, Bank Zachodni. Agentem płatniczym był Westdeutsche Landesbank Girozentrale i WestLB International. Emitent zaproponował obligatariuszom zmienne oprocentowanie uzależnione od 6-miesięcznego LIBORu dla marki niemieckiej powiększonej o 1% marży inwestorskiej. Obligacje te były notowane na giełdzie w Luksemburgu. W 2000 r. Miasto Kraków dokonało ponownie emisji, denominowanej w euro, której celem było rolowanie poprzedniej emisji. Oprocentowanie obligacji II emisji zależało od zmiennej stopy procentowej – 6-miesięcznego EUROIBORu powiększonego o 0,75% marży inwestorskiej.

Drugim emitentem euroobligacji jest Miasto Stołeczne Warszawa. Emisja została przeprowadzona w maju 2009 r., a jej wartość wyniosła 200 mln euro. Termin zapadalności tych obligacji przypada na 2014 r. Przeprowadzona emisja ma charakter emisji publicznej, a miejscem notowania papierów wartościowych jest giełda w Luksemburgu. Agentami emisji były Deutsche Bank i BNP Paribas. Emisja na rynku pierwotnym została skierowana do inwestorów instytucjonalnych, przede wszystkim z Wielkiej Brytanii, Szwajcarii, Czech i Niemiec.

VI. BONY KOMUNALNE

Jednostki samorządu terytorialnego, poza finansowaniem inwestycji średnio- i długoterminowych, zgłaszają dodatkowo zapotrzebowanie na środki krótkoterminowe – kilkunasto-, czy też kilkudziesięciodniowe. W tym celu zaciągają najczęściej kredyty w rachunku bieżącym na warunkach zawartych w umowie z bankiem prowadzącym rachunek bieżący gminy czy powiatu. Nie jest to jednak jedyna możliwość, jaką mają do swojej dyspozycji JST. Innym rozwiązaniem – niewykorzystywanym jeszcze w Polsce – jest zaciągnięcie długu krótkoterminowego poprzez emisję bonów komunalnych (*municipal papers*).

Krótkoterminowe papiery dłużne są dokumentami, w których emitent potwierdza zaciągnięcie pożyczki i zobowiązuje się do jej zwrotu w ustalonym terminie, krótszym niż jeden rok oraz do zapłacenia odpowiednich odsetek. Dla emitenta krótkoterminowe walory stanowią instrument pozyskiwania kapitałów bezpośrednio na rynku pieniężnym na krótki okres. Systematyczne wprowadzanie na rynek kapitałowy nowych emisji skryptów umożliwia także przekształcenie tej pożyczki w długoterminową. Wówczas można regulować zobowiązania z tytułu wykupu gminnych papierów przychodami z ich kolejnej emisji (rolowanie długu)²⁰.

Krótkoterminowy gminny skrypt dłużny mógłby być formą długu gminy zaciągniętego u jego nabywcy – inwestora. Byłby to instrument finansowy, który umożliwiałby emitentowi – gminie zaciąganie na rynku pieniężnym krótkoterminowych zobowiązań wykorzystywanych przede wszystkim do zachowania płynności, finansowania bieżących wydatków. Umożliwiałby stosunkowo szybkie gromadzenie zasobów na pokrycie niedoboru środków pieniężnych. Zobowiązanie to nie byłoby, w odróżnieniu od innych podobnych konstrukcji finansowych, związane z konkretnymi transakcjami handlowymi, stanowiłoby jedynie instrument zdobywania krótkoterminowych funduszy dla poprawienia płynności finansowej.

Szczególną uwagę należy zwrócić na różnicę pomiędzy kredytem bankowym a skryptem dłużnym, a mianowicie na zbywalność. Skrypty, takie jak papiery gminne, byłyby zbywalne bez ograniczeń i większych formalności, co nie występuje w przypadku kredytów. Dzięki rynkowi wtórnemu JST mogłyby liczyć na korzystniejsze oprocentowanie pożyczki niż w przypadku kredytu w rachunku bieżącym. Oprocentowanie krótkoterminowych papierów gminnych zależałoby w dużym stopniu od zaufania klientów do danej gminy występującej w roli emitenta. Gdy emitentem będzie duża, znana inwestorom gmina, to oprocentowanie może tylko nieznacznie przewyższać oprocentowanie bonów skarbowych o podobnym terminie wykupu. Jeśli jednak emitentem będzie nieduża gmina, oprocentowanie będzie znacznie wyższe, zbliżone do oprocentowania bonów komercyjnych.

Na rentowność krótkoterminowych papierów gminnych wpływać będzie rentowność papierów skarbowych i *commercial papers* o analogicznym okresie wykupu oraz sytuacja na rynku finansowym, która wyznacza wysokość premii za ryzyko powierzania środków emitentowi. Wyższa rentowność skryptu będzie

²⁰ W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, DIFIN, Warszawa 1996, s.71.

wynikała także z mniej płynnego rynku wtórnego w Polsce. Musi upłynąć trochę czasu zanim w Polsce wykształci się prawdziwy, płynny rynek wtórny dla krótkoterminowych papierów dłużnych. Dla porównania, w Polsce *commercial papers* emitowane są od ponad 10 lat, a nie stworzono dla nich jeszcze zorganizowanego rynku wtórnego, czy też jednolitego aktu prawnego, który by regulował sposób emisji tych papierów.

Skrypty gminne, podobnie jak *commercial papers*, mogłyby być emitowane w oparciu o jedną z trzech podstaw prawnych:

- Prawo wekslowe z 1934 r. z późniejszymi zmianami,
- ustawę z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach,
- Kodeks cywilny.

Wybór jednej z powyższych ustaw decyduje o formie papieru wartościowego, w której jest on emitowany. Może to być obligacja, weksel własny lub zaciągnięcie długu według zasad Kodeksu cywilnego. W zależności od tego, jaką formę prawną wybierze dany emitent, prawa i obowiązki emitenta i inwestorów będą się kształtowały w różny sposób. Analizując rozwój rynku *commercial papers*, na którym to także występują wymienione powyżej 3 podstawy prawne emisji, zauważalne jest coraz większe zainteresowanie ustawą o obligacjach. Ustawa ta była kilkakrotnie nowelizowana, a wprowadzone zmiany okazały się być trafionymi i oczekiwanymi przez emitentów i inwestorów, co widoczne jest w rosnącej liczbie emisji przeprowadzanych w oparciu o ustawę o obligacjach. Z tego też powodu należy przypuszczać, że jeśli rynek *municipal papers* zacząłby się w Polsce rozwijać, to zapewne JST także wybierałby właśnie tę podstawę prawną emisji.

Rynek bonów komunalnych obecnie w Polsce nie istnieje. Podejmowane były próby zorganizowania emisji krótkoterminowych dłużnych papierów komunalnych, ale były to próby bezskuteczne. Być może stworzenie rynku wtórnego, a szczególnie rynku regulowanego, skłoniłoby JST do pozyskiwania środków na krótki okres właśnie w drodze emisji papierów wartościowych, a nie tylko poprzez zaciąganie kredytu w rachunku bieżącym.

VII. ZAKOŃCZENIE

Komunalne papiery wartościowe będą z roku na rok odgrywały coraz większą rolę w pozyskiwaniu środków na finansowanie potrzeb jednostek samorządu terytorialnego. 10-letnie doświadczenie zdobyte w tym zakresie, zarówno przez emitentów, jak i organizatorów emisji, jest gwarancją dalszego rozwoju rynku. Największą barierą ekspansji tego rynku jest wciąż bardzo mały obrót wtórny tymi instrumentami, co na pewno ogranicza zainteresowanie zakupem obligacji samorządowych przez osoby indywidualne – szczególnie 15-letnich obligacji. Wprowadzanie większej liczby emisji na rynek publiczny, a potem na rynek giełdowy mogłoby tę sytuację radykalnie zmienić. Problem ten zauważany jest także przez instytucje tworzące rynek kapitałowy w Polsce, czego potwierdzeniem jest ostatnia inicjatywa podjęta przez GPW w Warszawie, której efektem jest powołanie Komitetu ds. Rozwoju Rynku Obligacji. Jego głównym zadaniem będzie wspieranie procesu tworzenia i rozwoju zorga-

nizowanego rynku papierów dłużnych. Dzięki tej inicjatywie w Polsce ma powstać rynek instrumentów dłużnych emitowanych w sposób publiczny i wprowadzanych realnie do obiegu. W wyniku tego przedsięwzięcia powstanie pierwszy w Polsce i w regionie Europy Środkowo-Wschodniej zorganizowany rynek obligacji korporacyjnych i obligacji samorządowych. Wśród zadań powołanego Komitetu jest m.in. przygotowanie podstaw i dyskusja nad najważniejszymi uwarunkowaniami rozwoju zorganizowanego rynku papierów dłużnych w szerokim rozumieniu, obejmującym aktywność inwestorów, emitentów korporacyjnych i samorządowych, doradców z otoczenia biznesu, agencji zajmujących się oceną ryzyka inwestowania. Należy w związku z powyższym mieć nadzieję, że podjęta inicjatywa będzie istotnym impulsem dla rozwoju tak ważnego segmentu rynku finansowego – segmentu obligacji pozaskarbowych²¹.

dr Urszula Ziarko-Siwek

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

TERRITORIAL SELF-GOVERNMENT UNITS AS ISSUERS OF SECURITIES

Summary

For over ten years now territorial self-government units in Poland have been gradually becoming an active borrower in the capital market. This paper is focused on the issues of ways of raising capital by public entities such as through the issue of debentures or other forms of securities. Four of the main types of those instruments have been analysed in depth, and the issuing procedures of either of them as well their market share in the financial leverage of self-governing units have been presented.

²¹ http://www.inwestycje.pl/instrumenty_dluzne/obligacje/gielda_powolala_komitet_ds_rozwoju_rynk_u_obligacji;50915;0.html (04.04.2009).