

URSZULA ZIARKO

## **OBLIGACJE KOMUNALNE W POLSCE (PROCEDURY EMISJI I ANALIZA RYNKU)**

Samorząd terytorialny w Polsce tworzą gminy, powiaty i województwa. Są to jednostki realizujące zadania publiczne w imieniu własnym i na własną odpowiedzialność. Realizują te zadania ze środków otrzymywanych w postaci podatków, opłat lokalnych, dotacji i subwencji. Nie każda gmina, powiat czy województwo jest w stanie zrealizować wszystkie niezbędne inwestycje ze środków własnych lub dotacji. Część jednostek samorządu terytorialnego decyduje się na zaciągnięcie długu, dzięki któremu będzie możliwe rozpoczęcie nowych inwestycji czy też kontynuowanie już rozpoczętych. W wielu gminach, środki uzyskane w postaci długu pozwalają na realizację tak niezbędnych inwestycji, jak budowa kanalizacji, czy też szkoły.

Jednostki samorządu terytorialnego decydując się na zaciągnięcie długu na rynku komercyjnym, mają do wyboru kredyt bankowy lub emisję papierów wartościowych. Głównym celem emitowania przez samorząd terytorialny obligacji municypalnych jest zgromadzenie przychodów z przeznaczeniem ich na zadania rozwojowe. Finansowanie określonych inwestycji lokalnych poprzez emisję obligacji może okazać się tańszym od kredytu komercyjnego źródłem finansowania inwestycji, dzięki dogodniejszym warunkom spłaty oraz niższym kosztom pozyskiwanych środków pieniężnych, z uwagi na brak konieczności ponoszenia ryzyka kredytowego przez bank (w przypadku, gdy te papiery są sprzedawane inwestorom, a nie przetrzymywane w portfelach banków agentów emisji). Dodatkowo dzięki emisji obligacji komunalnych gmina może propagować swój teren i przyciągać inwestorów (dopóki jest to instrument nowy i dopóki nie wszystkie gminy jeszcze z niego korzystają).

Na razie jeszcze niewiele gmin decyduje się na emisję obligacji komunalnych, i dlatego też o każdej nowej emisji pisze się w prasie lokalnej oraz krajowej. Dzięki emisji obligacji komunalnych władze gminy mają możliwość zaprezentowania realizowanych projektów inwestycyjnych opinii publicznej, w szczególności mieszkańcom gminy, oraz mogą przyciągnąć uwagę obywateli do podejmowanych działań, a przede wszystkim uzyskać ich poparcie i akceptację.

Jednostki samorządu terytorialnego mogą emitować papiery wartościowe w celu pokrycia występującego w ciągu roku niedoboru budżetu jednostki samorządu terytorialnego oraz w celu sfinansowania wydatków nie mających pokrycia w planowanych dochodach jednostki samorządu terytorialnego. W pierwszym przypadku są to obligacje krótkoterminowe, które

muszą być wykupione w tym samym roku budżetowym, w którym zostały wyemitowane<sup>1</sup>. Natomiast obligacje emitowane w celu sfinansowania wydatków nie znajdujących pokrycia w planowanych dochodach budżetowych są to papiery wartościowe średnio- i długoterminowe.

Właśnie obligacje średnio- i długoterminowe są przedmiotem niniejszej publikacji. Przedstawiono w niej istotę i cele emisji, rodzaje komunalnych papierów wartościowych występujących na rynku polskim w okresie 1995 - 2000 oraz procedury prawne i ekonomiczne emisji obligacji komunalnych.

## 1. DEFINICJA I PODSTAWOWE CECHY OBLIGACJI KOMUNALNYCH

Obligacja komunalna jest papierem wartościowym emitowanym w serii przez jednostki samorządu terytorialnego. Jednostka samorządu terytorialnego emitując obligację stwierdza w niej, że jest dłużnikiem *obligatariusza* (właściciela obligacji) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia, które może mieć charakter pieniężny lub niepieniężny. Obligacja emitowana w serii oznacza, że jest to papier wartościowy, który reprezentuje prawa majątkowe podzielone na określoną liczbę równych jednostek.

Obligacje komunalne emitowane są zazwyczaj w ramach programu emisji. Parametry takiej emisji określa umowa programowa zawierana pomiędzy agentem emisji oraz emitentem. Komunalne papiery wartościowe emitowane są przeważnie w oddzielnych, wcześniej określonych transzach.

Samorządowe papiery wartościowe emitowane w Polsce są to papiery typu kuponowego. Inwestor posiadający papier typu kuponowego w trakcie posiadania papieru otrzymuje odsetki w umownych terminach, natomiast w dniu wykupu otrzymuje wartość nominalną oraz kupon odsetkowy.

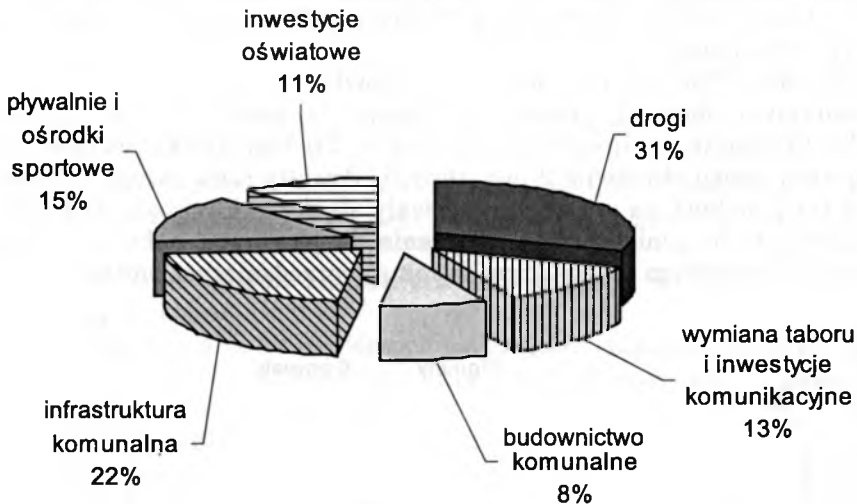
### Cele emisji

Ustawa o obligacjach zawiera zapis, który mówi, że dokument obligacji musi zawierać między innymi zapis o celu jej wyemitowania. Na podstawie tego zapisu jednostki samorządu terytorialnego muszą ściśle określić cel lub cele, na które zostaną przeznaczone środki uzyskane z emisji. Ostatnia nowelizacja ustawy o obligacjach uchyliła ten zapis w stosunku do wszystkich innych podmiotów emitujących obligacje, z wyjątkiem jednostek samorządu terytorialnego. Pozostałe podmioty muszą przeznaczyć środki z emisji na konkretny cel, tylko jeśli go określiły, ale nie muszą go określać, nie jest to już warunkiem koniecznym emisji. Natomiast artykuł 28 ustawy mówi, że emitent będący jednostką samorządu terytorialnego, związkiem tych jednostek lub miastem stołecznym Warszawa, jest obowiązany oznaczyć cel emisji, i nie może przeznaczyć środków pochodzących z emisji obligacji na inne cele niż określony.

<sup>1</sup> Możliwości emisji krótkoterminowych papierów dłużnych przez jednostki samorządu terytorialnego opisano w: U. Ziarko, *Krótkoterminowe gminne skrypty dłużne – możliwości emisji w Polsce, Debiuty Ekonomiczne*, pod red. W. Przybylskiej-Kapuścińskiej, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1999, s. 52 - 70.

Celem emisji średnio- i długoterminowych obligacji komunalnych, w analizowanym okresie, było pozyskanie środków na realizację inwestycji komunalnych. Większość emitentów podejmując uchwałę o emisji obligacji komunalnych określało w niej więcej niż jeden cel, który miał być zrealizowany ze środków uzyskanych z przeprowadzonej emisji. Wśród emisji przeprowadzonych do tej pory w Polsce znajdują się emisje, z których środki finansują dwa, trzy a nawet cztery różne cele.

Część gmin przeznaczała zdobyte środki na inwestycje w obszarze transportu miejskiego. W Gdyni i Łodzi za środki otrzymane z emisji obligacji kupiono autobusy. W Lublinie fundusze z obligacji zostały przeznaczone na rozwój lokalnego transportu zbiorowego. W Gdańsku środki z emisji przeznaczono na modernizację jednej z tras komunikacyjnych oraz wymianę taboru. W Sandomierzu dzięki obligacjom budowane były mieszkania komunalne. Przy użyciu obligacji mieszkaniowych Towarzystwa Budownictwa Społecznego miał zostać rozwiązany problem niedostatku mieszkań na terenie całego miasta<sup>2</sup>. Inne przykładowe obszary przeznaczenia środków z emisji obligacji komunalnych przedstawia wykres 1.



Wykres 1. Cele emisji obligacji komunalnych w okresie 1996 - 2000

**Źródło:** Opracowanie własne na podstawie artykułów publikowanych w „Rzeczpospolitej” w latach 1996 - 2000.

Najczęstszym zadaniem, które było realizowane ze środków uzyskanych z emisji obligacji komunalnych były inwestycje drogowe: remonty i budowy dróg, obwodnic (udział w budowie obwodnic). Aż w 31% przypadków jednym z celów, na które były emitowane obligacje były właśnie inwestycje drogowe. I tak na przykład Miasto Ostrów Wielkopolski przeznaczyło środki uzyskane z wszystkich trzech emisji na remont i budowę dróg.

<sup>2</sup> U. Ziarko, *Emisja obligacji komunalnych w Polsce*, w: *Rynek finansowy. Wybrane zagadnienia*, pod red. W. Przybylskiej-Kapuścińskiej, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 2000, s. 111 - 134.

## Rodzaje obligacji komunalnych

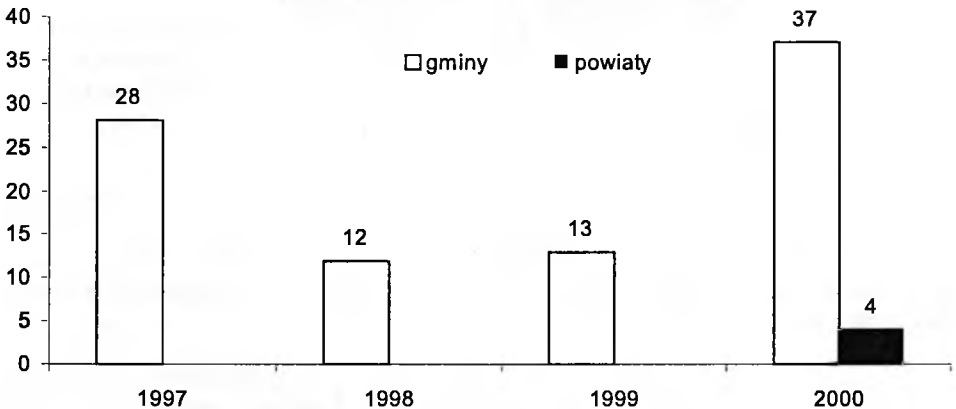
Wśród papierów wartościowych emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego wykształciło się kilka rodzajów obligacji. Poniżej przedstawiono klasyfikację obligacji komunalnych wraz ze wskazaniem, które z nich występują już na rynku polskim.

Ze względu na **rodzaj emitenta** obligacji komunalnych można wyróżnić:

- obligacje gminne, które są emitowane przez gminy miejskie, gminy miejsko-wiejskie oraz gminy wiejskie,
- obligacje powiatowe, które są emitowane przez powiaty, które funkcjonują w Polsce od 1-go stycznia 1999 roku,
- obligacje wojewódzkie, które są emitowane przez województwa,
- obligacje związków jednostek samorządu terytorialnego, które są emitowane przez związki gmin, powiatów lub województw,
- obligacje miasta stołecznego Warszawy<sup>3</sup>.

Do końca 2000 roku na komunalnym rynku kapitałowym dominowały obligacje gminne. Na 89 przeprowadzonych emisji, 85 z nich były to emisje obligacji gminnych. Pozostałe 4 były to emisje powiatowe. Na początku 2001 planuje emisję obligacji komunalnych pierwsze województwo – województwo wielkopolskie.

W roku 2000 po raz pierwszy pojawiły się na kapitałowym rynku komunalnym obligacje powiatowe. Pierwszym powiatem, który pozyskał środki finansowe na inwestycje był Powiat Średzki Śląski. Wartość całego programu emisji stanowiło 9 mln złotych. Powiaty funkcjonują w Polsce od 1999 roku, jednak na emisję zdecydowały się dopiero w roku 2000. Spowodowane było to koniecznością załączenia do propozycji nabycia informacji o zysku bilansowym osiągniętym w roku poprzedzającym emisję.



Wykres 2. Liczba emitentów obligacji komunalnych w poszczególnych latach w okresie 1997 - 2000

**Źródło:** Opracowanie własne.

<sup>3</sup> Autorka wyodrębnia obligacje miasta stołecznego Warszawy jako oddzielny rodzaj obligacji. Jest to spowodowany tym, iż ustawa o obligacjach także wymienia oddzielnie, że podmiotami obligacji mogą być jednostki samorządu terytorialnego, związki tych jednostek oraz miasto stołeczne Warszawa.

Ze względu na **okres zapadalności** obligacje komunalne można podzielić na:

- obligacje komunalne krótkoterminowe, potocznie zwane w Polsce bonami komunalnymi, których termin zapadalności nie przekracza 1 roku,
- obligacje komunalne średnioterminowe, to obligacje których termin zapadalności wynosi od roku do 5 lat,
- obligacje komunalne długoterminowe, to obligacje o terminie zapadalności powyżej 5 lat.

Na rynku polskim, do końca grudnia 2000 roku, przeważały emisje średnioterminowe. Wśród nich najczęściej emitowane były obligacje komunalne o 4- i 5-letnim terminie zapadalności. W tym czasie jedno miasto wyemitowało obligacje o 10-letnim terminie wykupu – Miasto Ostrów Wielkopolski.

Ze względu na **wartość nominalną emisji**, emisje obligacji komunalnych można podzielić na:

- duże emisje obligacji komunalnych – przez które autorka rozumie emisje o wartości powyżej 100 mln złotych,
- średnie emisje obligacji komunalnych – stanowią emisje o wartości od 5 do 100 mln złotych,
- małe emisje obligacji komunalnych – emisje o wartości do 5 mln złotych<sup>4</sup>.

W analizowanym okresie przeważały na komunalnym rynku kapitałowym emisje małe. Emisji obligacji komunalnych o największej wartości programów uruchomiły między innymi: Gdynia (206,3 mln zł), Gdańsk (99,3 mln zł), Lublin (90 mln zł), Sosnowiec (95 mln zł) i Bydgoszcz (144 mln zł).

Ze względu na **sposób zabezpieczenia** obligacji, wyróżnia się następujące obligacje komunalne:

- obligacje komunalne zabezpieczone całkowicie – zabezpieczenie całkowite obejmuje wartość nominalną emitowanych obligacji wraz z sumą należnego oprocentowania i polega na:
  - ustanowieniu zastawu lub hipoteki albo
  - udzieleniu gwarancji przez Narodowy Bank Polski lub bank posiadający kapitał własny w wysokości nie niższej niż równowartość 10 000 000 EURO w walucie polskiej, albo
  - udzieleniu zabezpieczenia przez Skarb Państwa, albo
  - udzieleniu zabezpieczenia przez bank zagraniczny lub międzynarodową instytucję finansową posiadające kapitał własny w wysokości nie niższej niż równowartość 10 000 000 EURO, albo
  - udzieleniu poręczenia przez jednostki samorządu terytorialnego, z zastrzeżeniem, że: jednostki samorządu terytorialnego oraz miasto stołeczne Warszawa mogą poręczać zobowiązania wynikające z obligacji emitowanych przez: inne jednostki samorządu terytorialnego oraz związki, spółki prawa handlowego, w których dana jednostka samo-

<sup>4</sup> W celu uporządkowania klasyfikacji autorka dokonała podziału emisji obligacji na emisje: małe, średnie i duże.

rządu terytorialnego lub miasto stołeczne Warszawa dysponuje ponad 50% głosów na zgromadzeniu wspólników lub walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, przedsiębiorstwa, dla których organem założycielskim jest jednostka samorządu terytorialnego lub miasto stołeczne Warszawa do wysokości 15% dochodów jednostki samorządu terytorialnego planowanych w roku, w którym następuje udzielenie poręczenia. Udzielenie poręczenia wymaga uchwały organu stanowiącego jednostki samorządu terytorialnego lub Rady miasta stołecznego Warszawy,

- obligacje komunalne zabezpieczone częściowo,
- obligacje komunalne niezabezpieczone.

Z informacji posiadanych przez autorkę, wszystkie przeprowadzone w Polsce emisje w analizowanym okresie, były emisjami niezabezpieczonymi.

Ostania nowelizacja ustawy o obligacjach, która weszła w życie 27 sierpnia 2000 roku, nie wprowadza już pojęć dotyczących obligacji zabezpieczonych częściowo, całkowicie i niezabezpieczonych. Ustawa mówi natomiast tylko o tym:

- że jednostki samorządu terytorialnego mogą określonym podmiotom wymienionym w ustawie poręczać zobowiązania wynikające z obligacji,
- jak ustanowić hipotekę stanowiącą zabezpieczenie roszczeń obligatariuszy,
- że emitent odpowiada całym swoim majątkiem za zobowiązania wynikające z obligacji z wyjątkiem obligacji przychodowych, w przypadku których emitent może ograniczyć w treści obligacji 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.

Ze względu na **rodzaj świadczenia związanego z posiadaniem obligacji**, obligacje komunalne można podzielić na:

- obligacje komunalne ze świadczeniem pieniężnym – świadczenie pieniężne polega na zapłacie należności głównej i należności ubocznych (odsetek) w sposób i w terminach określonych w warunkach emisji, za należności uboczne uważa się również różnicę między ceną nominalną a ceną emisyjną obligacji,
- obligacje komunalne ze świadczeniem niepieniężnym.

Emisja obligacji komunalnych może mieć charakter emisji publicznej oraz prywatnej. Wprowadzenie obligacji do publicznego obrotu jest warunkiem niezbędnym do późniejszego ubiegania się o notowanie papierów na Giełdzie Papierów Wartościowych lub na regulowanym wtórnym publicznym rynku pozagiełdowym – Centralnej Tabeli Ofert. Wszystkie przeprowadzane dotąd emisje uplasowane były na rynku niepublicznym. Tylko jedno miasto – Ostrów Wielkopolski – wprowadziło następnie swoje trzy emisje do obrotu publicznego, które były następnie notowane na Centralnej Tabeli Ofert (CeTO).

Ze względu na **rodzaj kuponu** można wyróżnić następujące rodzaje obligacji komunalnych:

- obligacje komunalne o stałym kuponie (oprocentowaniu) – obligacje przynoszące dochód w stałej wysokości, płacony w ustalonych okresach,

wyrażany zwykle jako procent wartości nominalnej obligacji. Są one emitowane na ściśle określone terminy, w czasie których Emitent zobowiązuje się do regularnej ich obsługi. Odsetki naliczane na bazie stałej stopy procentowej (kuponu) płacone są przynajmniej raz do roku, najczęściej w dniu tożsamym z dniem emisji obligacji,

- obligacje komunalne o zmiennym kuponie (oprocentowaniu) – obligacje, których dochód określany jest w stosunku do innego instrumentu finansowego lub miernika rynkowego, np. w stosunku do inflacji, stóp procentowych na rynku finansowym, bonów skarbowych itp. Są to obligacje indeksowane lub obligacje o zmiennym kuponie,
- obligacje komunalne z zerowym kuponem odsetkowym – obligacje nie przynoszące dochodu w całym okresie ważności, aż do dnia wykupu, sprzedawane są z dyskontem w stosunku do wartości nominalnej. Dochód z takiej obligacji wyznacza różnica pomiędzy ceną sprzedaży (nabycia) a wartością nominalną. Ustawa o finansach publicznych wprowadza pewne ograniczenia w wykorzystywaniu obligacji zerokuponowych. Ustawodawca w art. 50 określa, że jednostki samorządu terytorialnego mogą zaciągać jedynie takie zobowiązania finansowe, których koszty obsługi są ponoszone co najmniej raz do roku, przy czym dyskonto nie może przekraczać 5% wartości nominalnej.

W większości przypadkach obligacje komunalne emitowane w Polsce były to obligacje o zmiennym kuponie. Rentowność obligacji komunalnych uzależniona była od stawki referencyjnej oraz premii za ryzyko (marży dla inwestorów). Najczęściej stawką referencyjną była rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych, a w przypadku Gminy Mieścisko były to bony 13-tygodniowe. Na komunalnym rynku kapitałowym wyemitowano także obligacje o stałym kuponie. Były to obligacje Miasta Wrocław, których oprocentowanie ustalone zostało na poziomie 9%<sup>5</sup>.

Ze względu na **walutę i rynek emisji** można wśród obligacji komunalnych wyróżnić następujące:

- obligacje emitowane na rynku krajowym, w walucie krajowej, to emisja obligacji komunalnych sprzedawana na rynku krajowym – w Polsce i nominowana w walucie krajowej – w złotychkach,
- obligacje emitowane na rynku krajowym, w walutach obcych, to emisja obligacji komunalnych sprzedawana na rynku krajowym – w Polsce i denominowana w walucie obcej – na przykład w markach niemieckich,
- obligacje emitowane na rynkach zagranicznych, w walucie obcej, to emisja obligacji komunalnych sprzedawana na rynku obcym – na przykład amerykańskim i denominowana w walucie obcej – na przykład w dolarach amerykańskich.

Wśród emisji obligacji komunalnych przeprowadzonych przez polskie jednostki samorządu terytorialnego znajduje się jedna emisja euroobligacji. Pierwsza emisja euroobligacji została przeprowadzona przez Kraków. Była to emisja denominowana w DM.

---

<sup>5</sup> Emisja obligacji komunalnych przeprowadzona przez Miasto Wrocław była emisją specyficzną. Była to emisja obligacji połączona z emisją bankowych papierów wartościowych związanych z programem prywatyzacji mieszkań komunalnych.

## 2. PROCEDURY PRAWNE I EKONOMICZNE REGULUJĄCE PROCES EMISJI OBLIGACJI KOMUNALNYCH

### Procedury prawne emisji

Jednostki samorządu terytorialnego emitujące obligacje komunalne podlegają następującym aktom prawnym:

- ustawie o obligacjach,
- odpowiednio ustawie o samorządzie gminnym, powiatowym lub wojewódzkim,
- ustawie o finansach publicznych,
- ustawie o regionalnych izbach obrachunkowych,
- ustawie prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi.

**Ustawa o obligacjach** z czerwca 1995 roku, następnie kilkakrotnie nowelizowana, wymienia podmioty mogące emitować obligacje. Ustawa ta określa także warunki, jakie musi spełniać emisja obligacji. Zgodnie z ustawą o obligacjach emitentem obligacji komunalnych są jednostki samorządu terytorialnego, czyli gminy, powiaty i województwa, związki komunalne tych jednostek oraz Miasto Stołeczne Warszawa.

Znacząca zmiana dla emisji obligacji komunalnych została wprowadzona ostatnią nowelizacją ustawy o obligacjach z dnia 27 sierpnia 2000 roku. Nowelizacja ustawy wprowadza nowe uregulowania dotyczące publicznej emisji. Zgodnie z nowym zapisem w przypadku emisji obligacji, w której wartość nominalna jednej obligacji jest nie mniejsza niż równowartość 40 000 euro, do emisji nie stosuje się przepisów ustawy prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, pod warunkiem iż emitent w terminie 7 dni przed dniem rozpoczęcia emisji zawiadomi Komisję Papierów Wartościowych i Giełd<sup>6</sup>.

Do 1 stycznia 1999 roku w Polsce funkcjonowanie samorządu terytorialnego określała tylko ustawa o samorządzie terytorialnym<sup>7</sup>. Wraz z wejściem w życie trójszczeblowego podziału kraju i powstaniem powiatów, ustawa o samorządzie terytorialnym została zastąpiona **ustawą o samorządzie gminnym oraz weszły w życie dwie nowe ustawy: o samorządzie powiatowym<sup>8</sup> i o samorządzie wojewódzkim<sup>9</sup>**. Ustawy te dotyczą między innymi zakresu działania i zadań jednostek samorządu terytorialnego, władz, gospodarki finansowej, gospodarowania mieniem, nadzoru nad działalnością. Ustawy te określają także między innymi organa jednostek samorządu terytorialnego, które podejmują uchwały dotyczące emisji papierów wartościowych.

**Ustawa o finansach publicznych<sup>10</sup>** określa zasady planowania środków publicznych oraz dysponowania nimi, zasady zarządzania państwo-

<sup>6</sup> Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach, Dz. U. Nr 83, poz. 420, z późn. zm., art. 5c, ust. 1.

<sup>7</sup> Ustawa z dnia 8 marca 1990 roku o samorządzie terytorialnym, Dz. U. Nr 13, poz. 74.

<sup>8</sup> Ustawa z dnia 5 czerwca 1998 roku o samorządzie powiatowym, Dz. U. Nr 91, poz. 578.

<sup>9</sup> Ustawa z dnia 5 czerwca 1998 roku o samorządzie wojewódzkim, Dz. U. Nr 91, poz. 576.

<sup>10</sup> Ustawa z dnia 26 listopada 1998 roku o finansach publicznych, Dz. U. Nr 155, poz. 1014.



wym długiem publicznym, sposób finansowania deficytu i zasady operacji finansowych dokonywanych przez podmioty sektora finansów publicznych. Rozdział 4 w II dziale Ustawy określa ogólne zasady zaciągania zobowiązań przez jednostki samorządu terytorialnego. Zgodnie z omawianą ustawą jednostki samorządu terytorialnego mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na takie cele, jak:

- pokrycie występującego w ciągu roku niedoboru budżetu jednostki samorządu terytorialnego,
- finansowanie wydatków nie znajdujących pokrycia w planowanych dochodach jednostki samorządu terytorialnego<sup>11</sup>.

Suma zaciągniętych kredytów i pożyczek oraz zobowiązań z wyemitowanych papierów wartościowych, nie może przekroczyć kwoty określonej w budżecie jednostki samorządu terytorialnego.

Ustawa o finansach publicznych zawiera istotny zapis, który jest związany z emisją komunalnych papierów wartościowych. Mówi on, że jednostki samorządu terytorialnego mogą zaciągać jedynie takie zobowiązania finansowe<sup>12</sup>, z przeznaczeniem na cel, których koszty obsługi są ponoszone co najmniej raz do roku, przy czym<sup>13</sup>:

- dyskonto od emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej,
- kapitalizacja odsetek jest niedopuszczalna.

Innym, ważnym dla poruszanej tematyki w artykule, zapisem w ustawie jest informacja o tym, że jednostki samorządu terytorialnego nie mogą zaciągać, także zgodnie z nową ustawą, zobowiązań finansowych, których maksymalna wartość nominalna, wyrażona w złotych, nie została ustalona w dniu zawierania transakcji<sup>14</sup>. Jednocześnie rozporządzenie Rady Ministrów w sprawie przypadków, w których nie stosuje się ograniczeń dotyczących zaciągania niektórych zobowiązań finansowych przez jednostki samorządu terytorialnego mówi, że<sup>15</sup>: ograniczeń dotyczących zaciągania przez jednostki samorządu terytorialnego, których maksymalna wartość nominalna, wyrażona w złotych, nie jest ustalona w dniu zawierania transakcji, nie stosuje się w przypadku zobowiązań finansowych, nominowanych w walutach obcych, zaciąganych:

- w formie kredytów i pożyczek: w międzynarodowych instytucjach finansowych, których Rzeczpospolita Polska jest członkiem lub z którymi podpisała umowę o współpracy, od rządów lub instytucji rządowych państw obcych, na mocy porozumień zawieranych przez Radę Ministrów z właściwym rządem lub instytucją rządową,
- w formie obligacji o terminie wykupu powyżej roku, emitowanych na międzynarodowych rynkach kapitałowych,

<sup>11</sup> Ibidem, art. 48.

<sup>12</sup> Dotyczy to wydatków nie znajdujących pokrycia w planowanych dochodach jednostki samorządu terytorialnego.

<sup>13</sup> Ustawa o finansach publicznych, art. 50.

<sup>14</sup> Ibidem, art. 51.

<sup>15</sup> Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 28 września 1999 roku w sprawie przypadków, w których nie stosuje się ograniczeń dotyczących zaciągania niektórych zobowiązań finansowych przez jednostki samorządu terytorialnego oraz inne podmioty sektora finansów publicznych, z wyjątkiem Skarbu Państwa, Dz. U. Nr 80, poz. 905.

- w celu ustanowienia zabezpieczenia na rzecz Skarbu Państwa, w związku z udzielanymi przez Skarb Państwa poręczeniami lub gwarancjami. Ograniczeń tych nie stosuje się również w przypadku:
- zobowiązań finansowych objętych poręczeniem lub gwarancją Skarbu Państwa lub podmiotów, o których mowa w punkcie 1 powyżej,
- zobowiązań finansowych zaciągniętych w celu współfinansowania przedsięwzięcia, którego jednym z źródeł finansowania są środki uzyskane w wyniku zaciągnięcia zobowiązania objętego poręczeniem lub gwarancją Skarbu Państwa, lub podmiotów, o których mowa w punkcie 1 powyżej,
- zobowiązań finansowych, które mogą powstać w wyniku otrzymania środków bezzwrotnych podlegających zwrotowi w przypadku niewypełnienia warunków zawartych w umowie, na podstawie której są otrzymane od podmiotów, o których mowa w punkcie powyżej, oraz instytucji, których organem założycielskim jest Unia Europejska.

Zobowiązania finansowe, o których mowa powyżej, mogą być zaciągane jedynie na finansowanie wydatków inwestycyjnych nie znajdujących pokrycia w planowanych dochodach jednostki samorządu terytorialnego.

Jednostki samorządu terytorialnego mogą zaciągać zobowiązania finansowe, w formie obligacji o terminie wykupu powyżej roku, emitowanych na międzynarodowych rynkach kapitałowych, jedynie w przypadku, gdy uzyskały ocenę wiarygodności kredytowej na poziomie inwestycyjnym, wydaną przez jedną spośród agencji oceniających wiarygodność kredytową (agencje ratingowe), które wraz z odpowiadającymi im przedziałami ocen wiarygodności kredytowej na poziomie inwestycyjnym wskaże minister właściwy do spraw finansów publicznych.

Łączna kwota przypadających do spłaty w danym roku budżetowym rat kredytów i pożyczek oraz potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez jednostki samorządu terytorialnego poręczeń wraz z należnymi w danym roku odsetkami od tych kredytów i pożyczek, oraz należnych odsetek i dyskonta, a także przypadających w danym roku budżetowym wykupów papierów wartościowych emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego, nie może przekroczyć 15% planowanych na dany rok budżetowy dochodów jednostki samorządu terytorialnego<sup>16</sup>.

Do końca 1998 roku, przed wejściem w życie ustawy o finansach publicznych, gminy obowiązywała ustawa o finansowaniu gmin<sup>17</sup>. Określała ona także między innymi warunki zaciągania pożyczek i kredytów oraz emisji papierów wartościowych przez gminy. Zgodnie z tą ustawą, tak jak i ustawą o finansach publicznych, limit łącznej kwoty przypadającej do spłaty w danym roku z tytułu rat kredytów i pożyczek oraz potencjalnych spłat kwot wynikających z udzielonych przez gminę poręczeń wraz z należnymi w danym roku odsetkami od tych kredytów i pożyczek, przypadających do wykupu w danym roku papierów wartościowych wyemitowanych przez gminę, pomniejszona o kwotę przypadających na dany rok spłat rat i odsetek od zaciągniętych przez gminę kredytów i pożyczek, dla których ustanowiono zabezpieczenie na mieniu gminy, był taki sam.

<sup>16</sup> Ustawa o finansach publicznych, art. 113.

<sup>17</sup> Ustawa z dnia 10 grudnia 1993 roku o finansowaniu gmin, Dz. U. Nr 129, poz. 600.

Nowym elementem wprowadzonym ustawą o finansach publicznych są natomiast dwa następujące ograniczenia dotyczący zaciągania długu przez jednostki samorządu terytorialnego. W przypadku, gdy relacja, o której mowa w artykule 12 ust. 1 pkt 2 lit. b) Ustawy o finansach publicznych<sup>18</sup>, przekroczy 55%, to łączna kwota, o której jest mowa wyżej, nie może przekroczyć 12% planowanych dochodów jednostki samorządu terytorialnego, chyba że obciążenia te w całości wynikają z zobowiązań zaciągniętych przed datą ogłoszenia tej relacji<sup>19</sup>. Natomiast łączna kwota długu jednostki samorządu terytorialnego na koniec roku budżetowego nie może przekraczać 60% dochodów tej jednostki w tym roku budżetowym<sup>20</sup>.

Zgodnie z **ustawą o regionalnych izbach obrachunkowych**<sup>21</sup>, jednostki samorządu terytorialnego podlegają regionalnym izmom obrachunkowym (RIO), które są państwowymi organami nadzoru i kontroli ich gospodarki finansowej. Właściwa regionalna izba obrachunkowa wydaje na wniosek pożyczkodawcy lub kredytodawcy, opinię o możliwości spłaty pożyczki, kredytu lub wykupu obligacji, opiniowanie możliwości sfinansowania deficytu budżetowego oraz prognozy kształtowania się długu publicznego. Opinia RIO jest dla inwestorów nabywających obligacje komunalne pewnego rodzaju „potwierdzeniem dobrej sytuacji finansowej gminy”.

Podmioty emitujące obligacje podlegają także **ustawie prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi**. Jednostki samorządu terytorialnego emitując papiery wartościowe – obligacje komunalne – mogą emitować je na rynku publicznym lub niepublicznym. Emisja obligacji może odbywać się na trzy sposoby:

- proponowanie nabycia zgodnie z art. 2 ust. 1 ustawy Prawo o publicznym obrocie, stanowiąca publiczny obrót;
- proponowanie nabycia zgodnie z art. 2 ust. 1 ustawy Prawo o publicznym obrocie, obligacji:
  - o terminie realizacji praw krótszym niż 1 rok, opiewających wyłącznie na wierzytelności pieniężne, do których nie stosuje się przepisów tej ustawy pod warunkiem zawiadomienia KPWiG w terminie 7 dni przed rozpoczęciem emisji,
  - których wartość nominalna jednej obligacji jest nie mniejsza niż 40 000 euro, do których nie stosuje się przepisów tej ustawy pod warunkiem zawiadomienia KPWiG w terminie 7 dni przed rozpoczęciem emisji;
- proponowanie nabycia obligacji w inny sposób niż określony powyżej.

### Procedury ekonomiczne

Gmina, która chce wyemitować obligacje podlega także pewnym procedurom ekonomicznym. Cały proces emisyjny można podzielić na dwie fazy.

<sup>18</sup> Minister Finansów ogłasza, w drodze obwieszczenia, w Dzienniku Urzędowym Rzeczypospolitej Polskiej Monitor Polski relacje do produktu krajowego brutto łącznej kwoty państwowego długu publicznego powiększonej o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych do produktu krajowego brutto.

<sup>19</sup> Ustawa o finansach publicznych, art. 113.

<sup>20</sup> Ibidem, art. 114.

<sup>21</sup> Ustawa z dnia 7 października 1992 roku o regionalnych izbach obrachunkowych, Dz.U. Nr 85, poz. 428.

Pierwsza z nich to faza przygotowawcza, która wykonywana jest przez pracowników gminy lub też doradcę finansowego i prawnego. Druga faza rozpoczyna się w momencie, gdy zostanie już zakończony proces przetargowy i wybrany bank – agent emisji, który to zajmie się dalszymi etapami procesu emisyjnego.

#### Zadania i czynności wykonywane przez emitenta lub emitenta i doradcę emitenta

Jednostka samorządu terytorialnego, chcąc pozyskać fundusze na inwestycje poprzez emisję obligacji komunalnych, powinna przejść przez pewne określone etapy. Może je wykonać sama lub też przy pomocy firmy doradczej. W Polsce działa już kilka firm consultingowych specjalizujących się w doradztwie finansowym przy emisji obligacji przez jednostki samorządu terytorialnego.

Pierwszą czynnością, którą powinien wykonać emitent obligacji jest podjęcie uchwały rozpoczynającej pracę zarządu gminy nad emisją obligacji. Następnie należy dokonać analizy finansowej budżetu gminy, która pozwoli ocenić zdolność potencjalnego emitenta do spłaty długu w przyszłości. Wykonywana analiza finansowa powinna składać się z analizy danych historycznych, na podstawie których będzie można sporządzić prognozę dochodów oraz wydatków gminnych w okresie zapadalności papierów wartościowych. Celem przeprowadzanej analizy finansowej jest pokazanie optymalnej wielkości emisji obligacji, czyli takiej, która nie spowoduje zachwiania sytuacji finansowej gminy przy danych potrzebach emisyjnych. Z analizy finansowej powinna także wynikać właściwa struktura emisji. Dzięki odpowiedniej strukturze emisji emitent uniknie spiętrzenia wymagalnych zobowiązań oraz zachwiania płynności.

Uzyskane wyniki powinny być przedstawione przez zarząd oraz doradcę radzie gminy, ponieważ to właśnie ona podejmie ostateczną decyzję, co do terminu i wielkości emisji obligacji gminnych. Następnie rada gminy musi podjąć uchwałę w sprawie emisji obligacji komunalnych oraz uchwalić zmianę budżetu, w którym to muszą znaleźć się informacje o zamiarze emisji obligacji.

Kolejnym etapem może być uzyskanie pozytywnej opinii regionalnej izby obrachunkowej. Gmina może ubiegać się we właściwej RIO o opinię w sprawie możliwości wykupu papierów wartościowych. Uzyskanie takiej opinii może okazać się pomocne przy sprzedaży obligacji komunalnych inwestorom. Pozytywna opinia RIO jest potwierdzeniem dobrej sytuacji finansowej gminy.

Gdy gmina posiada już uchwałę rady w sprawie emisji obligacji komunalnych oraz pozytywną opinię RIO, zezwalającej na emisję charakteryzującą się danymi parametrami, można rozpocząć pracę nad przygotowaniem i przeprowadzeniem przetargu.

Ponieważ jednostki samorządu terytorialnego są podmiotami publicznymi, proces wyboru agenta emisji obligacji komunalnych podlega ustawie o zamówieniach publicznych<sup>22</sup>. Ustawa ta określa zasady, formy i tryb udzielania zamówień publicznych, organ właściwy w sprawach o zamówie-

<sup>22</sup> Ustawa z dnia 10 czerwca 1994 roku o zamówieniach publicznych, Dz. U. Nr 76, poz. 344.

nia publiczne, a także tryb rozpatrywania protestów i odwołań złożonych w toku postępowania o udzielenie zamówienia publicznego<sup>23</sup>.

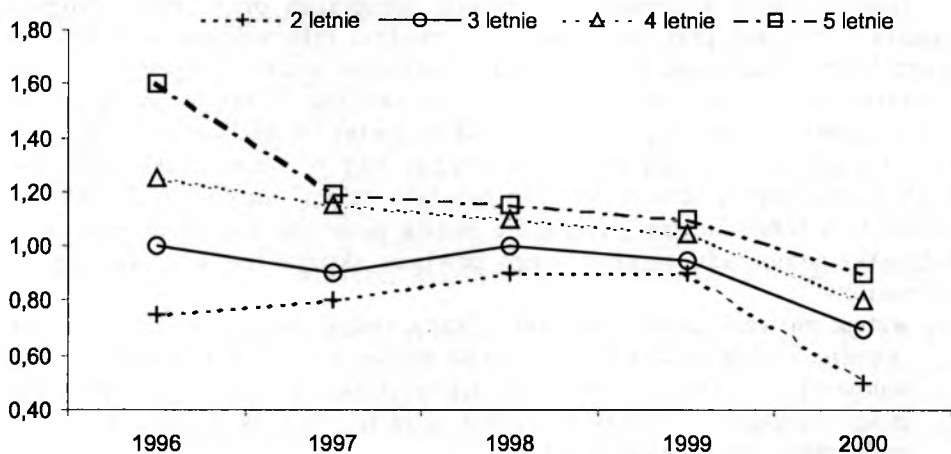
Zamówienie publiczne może być, zgodnie z artykułem 3 ustawy o zamówieniach publicznych, udzielone w trybie przetargu nieograniczonego, przetargu ograniczonego, przetargu dwustopniowego, negocjacji z zachowaniem konkurencji, zapytania o cenę, zamówienia z wolnej ręki.

Ustawa o zamówieniach publicznych szczegółowo opisuje, jakie warunki muszą być spełnione, aby można było wybrać poszczególne rodzaje przetargów. Przetarg jest organizowany przez zamawiającego w celu wyboru najkorzystniejszej oferty na wykonanie zamówienia publicznego.

Po upływie wyznaczonych terminów na składanie ofert przez potencjalnych agentów emisji, oferty są dokładnie analizowane pod względem merytorycznym oraz finansowym. Po wybraniu najkorzystniejszej oferty<sup>24</sup> zamawiający – jednostka samorządu terytorialnego – ogłasza wynik przetargu. O wyniku przetargu zamawiający zawiadamia niezwłocznie pozostałych oferentów, wskazując firmę (nazwę) i siedzibę tego, którego ofertę wybrano oraz cenę.

W wyniku zorganizowanego przetargu zostaje wyznaczona rentowność obligacji komunalnych. Rentowność obligacji komunalnych emitowanych w Polsce jest uzależniona od stawki referencyjnej oraz premii za ryzyko (marży dla inwestorów). Banki składając w przetargu oferty podają wysokość marży odsetkowej.

Mediany premii za ryzyko ponad średnią rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych przedstawia wykres 3<sup>25</sup>.



Wykres 3. Mediany marż ponad rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych dla obligacji o 2-, 3-, 4- i 5-letnim okresie zapadalności w latach 1996 - 2000

Źródło: Opracowanie własne.

<sup>23</sup> Ibidem, art. 1.

<sup>24</sup> „Najkorzystniejsza oferta” – należy przez to rozumieć ofertę z najniższą ceną przy takiej samej jakości przedmiotu zamówienia lub ofertę, która przedstawia najkorzystniejszy bilans ceny, kosztów eksploatacji, czasu wykonania lub dostawy oraz innych kryteriów opisanych w specyfikacji istotnych warunków zamówienia (Ustawa o zamówieniach publicznych Dz. U. Nr 76, poz. 344, art. 2, ust. 8).

<sup>25</sup> U. Ziarko, *Rynek obligacji komunalnych w Polsce*, w: „Przegląd Komunalny” nr 10/2000, s. 76 - 77.

Jak pokazuje wykres 3 marże ponad rentowność 52-tygodniowych występujące na rynku obligacji komunalnych są coraz niższe. I tak, mediana marży dla obligacji 2-letnich w roku 1996 wyniosła 0,75 natomiast do końca 2000 wyniosła ona już 0,5. W przypadku obligacji 5-letnich różnica między rokiem 1996 i 2000 także była znaczna. Mediana marż dla obligacji o takim terminie wykupu wyniosła w 1996 roku 1,6 natomiast do końca 2000 było to 0,9.

Ponieważ obligacje komunalne o terminie wykupu 6-, 7-, 8- i 10-letnim nie występowały we wszystkich latach w okresie 1996 - 2000, mediany ich marż nie zostały pokazane na wykresie. Na przykład mediana marż ponad rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych dla obligacji 8-letnich w roku 1999 wyniosła 1,2.

W analizowanym okresie widoczna jest spadkowa tendencja w obszarze marż ponad rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych. Spadkowa tendencja marż jest równoznaczna ze zmniejszającą się ceną pieniądza dla jednostek samorządu terytorialnego. Zdaniem autorki, rok 2000 był ostatnim rokiem tak niskich marż. Marże obligacji komunalnych nie powinny dalej spadać, a związane to jest głównie z brakiem płynnego rynku wtórnego dla obligacji komunalnych oraz małym zainteresowaniem wśród inwestorów tymi papierami.

Ostatnią czynnością wykonywaną przez doradcę wraz z gminą jest doprowadzenie do podpisania umów: agencyjnej, depozytowej i gwarancyjnej.

Bardzo ważnym elementem procesu doradczego przy emisji obligacji komunalnych jest przygotowanie memorandum informacyjnego, które jest potrzebnym elementem przy sprzedaży papierów wartościowych przyszłym inwestorom i nabywcom papierów. Memorandum informacyjne powinno być w części wykonane przez pracowników gminy (mieszkańców), ponieważ to oni najbardziej znają charakter gminy, oraz w części przez obiektywnych konsultantów, którzy „spojrzą świeżym okiem” na gminę. Każde Memorandum Informacyjne związane z emisją papierów wartościowych przez jednostki samorządu terytorialnego powinno składać się z następujących elementów<sup>26</sup>:

- wstęp: nazwa i siedziba emitenta, liczba, rodzaj, jednostkowa wartość nominalna i oznaczenie emisji papierów wartościowych, w przypadku emisji wprowadzanej do publicznego obrotu, wszystkie niezbędne do tego informacje (szczegółowy wykaz informacji zawarty jest w rozporządzeniu),
- podsumowanie i czynniki ryzyka,
- osoby odpowiedzialne za informacje zawarte w memorandum,
- dane o papierach wartościowych,
- dane o emitencie i jego działalności gospodarczej,
- sprawozdania finansowe,
- informacje dodatkowe,
- załączniki.

<sup>26</sup> Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 22 grudnia 1998 roku w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinien odpowiadać prospekt emisyjny, skrót prospektu emisyjnego oraz memorandum informacyjne i skrót memorandum informacyjnego, Dz. U. Nr 163, poz. 1162.

Cały proces opisany powyżej trwa około 3 - 4 miesięcy, w zależności od zaangażowania się pracowników gminy i ich aktywnego udziału w pracach.

### Zadania i czynności wykonywane przez agenta emisji i emitenta

Pierwszą czynnością banku – agenta, wybranego w przetargu, są konsultacje w sprawie umów, które będą podpisane przez bank i gminę. Do tych umów należą między innymi: umowa agencyjna, umowa depozytowa, umowa prowadzenia i obsługi wszelkich rozliczeń związanych z obsługą emisji oraz umowa gwarancyjna. Umowy te mogą być zawarte w oddzielnych dokumentach lub też stanowić integralną całość w ramach jednej umowy.

Agent emisji przygotowuje propozycję nabycia obligacji komunalnych i rozsyła ją do potencjalnych inwestorów. Zgodnie z ustawą o obligacjach propozycja nabycia zawiera dane, które pozwalają na ocenę sytuacji finansowej emitenta. Emitent zobowiązany jest do udostępnienia informacji dotyczących w szczególności:

- celów emisji – jeżeli są określone,
- wielkości emisji,
- wartości nominalnej i ceny emisyjnej obligacji lub sposobu jej ustalenia,
- warunków wykupu,
- warunków wypłaty oprocentowania,
- wysokości i formy ewentualnego zabezpieczenia i oznaczenia podmiotu udzielającego zabezpieczenia,
- wartości zaciągniętych zobowiązań na ostatni dzień kwartału poprzedzającego udostępnienie propozycji nabycia oraz perspektywy kształtowania zobowiązań emitenta do czasu całkowitego wykupu obligacji proponowanych do nabycia,
- danych umożliwiających 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,
- zasad przeliczania wartości świadczenia niepieniężnego na świadczenie pieniężne.

Podmioty zainteresowane nabyciem obligacji składają u agenta emisji odpowiedź na propozycję nabycia. W zależności od wielkości zgłaszanego popytu na zakup obligacji komunalnych danej emisji, emitent dokonuje przydziału odpowiadającego złożonym ofertom lub też dokonuje redukcji zapisów w przypadku, gdy popyt przewyższa podaż.

Następnie zostają wydrukowane dokumenty obligacji, które są podpisane przez emitenta oraz złożone do depozytu banku. Agent emisji przygotowuje wzór dokumentu obligacji, który powinien zawierać następujące elementy<sup>27</sup>:

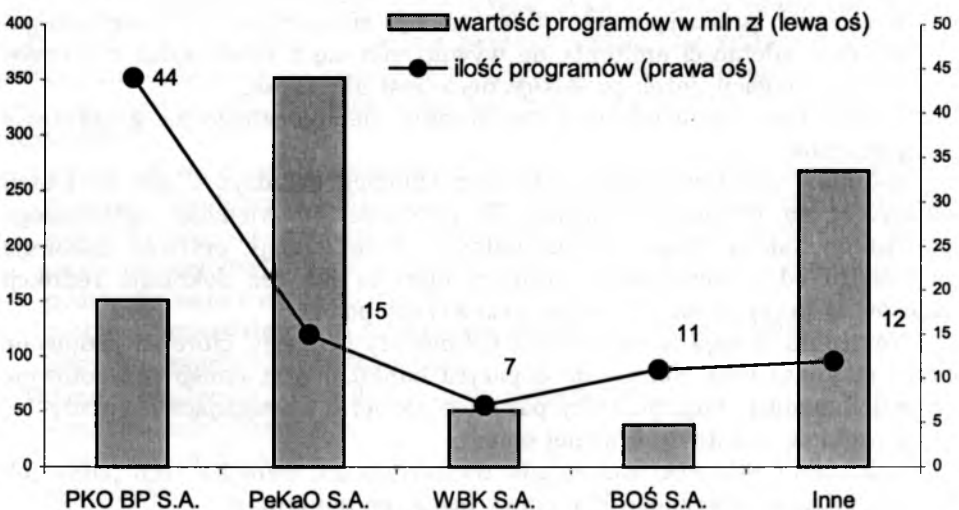
- powołanie podstawy prawnej emisji,
- wskazanie jednostki samorządu terytorialnego, związku tych jednostek lub miasta stołecznego Warszawy będącego emitentem,

<sup>27</sup> Ustawa o obligacjach, art. 5, ust. 1.

- nazwę obligacji i cel jej wyemitowania, jeżeli jest określony,
- wartość nominalną i numer kolejny obligacji oraz serię,
- opis świadczeń emitenta, ze wskazaniem w szczególności wysokości tych świadczeń lub sposobu ich ustalenia, terminów, sposobów i miejsc ich spełnienia,
- oznaczenie obligatariusza – przy obligacji imiennej,
- ewentualny zakaz lub ograniczenie zbywania obligacji imiennej,
- datę, 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 datę wystawienia obligacji oraz datę nabycia obligacji,
- podpisy osób uprawnionych do zaciągania zobowiązań w imieniu emitenta, przy czym podpisy te mogą być odtwarzane sposobem mechanicznym.

Gdy zostaną przelane środki przez nabywców obligacji na wskazany rachunek emitenta, bank wystawi zaświadczenia depozytowe o ilości zakupionych papierów wartościowych oraz przekazuje je inwestorom.

Rynek obligacji komunalnych w Polsce został zdominowany przez kilka banków pełniących funkcję agentów Emisji. Należą do nich między innymi PKO BP S.A., PeKaO S.A., WBK S.A., BOŚ S.A. Są to banki, które zorganizowały po kilka lub kilkanaście emisji. Jak pokazuje wykres 4, pod względem ilości przeprowadzonych emisji najaktywniejszym bankiem w analizowanym okresie był PKO BP S.A. Natomiast pod względem wartości zorganizowanych programów emisji obligacji komunalnych najaktywniejszym bankiem agentem był w analizowanym okresie PeKaO S.A.



Wykres 4. Najaktywniejsi agenci emisji obligacji komunalnych na 31.12.2000 roku

Źródło: Opracowanie własne na podstawie „Rating & Rynek”.



Ponieważ wszystkie emisje, z wyjątkiem emisji obligacji komunalnych Miasta Ostrów Wielkopolski, są emisjami, które nie są emisjami publicznymi i nie są notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych lub Centralnej Tabeli Ofert, trudno jest mówić w Polsce o rozwiniętym rynku wtórnym tych papierów.

Potencjalni inwestorzy mogą nabywać obligacje komunalne do swojego portfela za pośrednictwem banku Agenta emisji czy też banku, który zobowiązany jest do tego stosowną umową.

Nabywcami obligacji komunalnych mogą być przede wszystkim banki, które organizują emisję i nabywają obligacje komunalne w ramach umowy o gwarantowaniu emisji. Banki – Agenci emisji – mogą nabyte obligacje komunalne w ramach gwarantowania sprzedawać zainteresowanym inwestorom lub też zatrzymać je w swoim portfelu jako inwestycje własne.

Do grupy potencjalnych nabywców papierów wartościowych emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego należą także fundusze emerytalne. Zgodnie z Rozporządzeniem Rady Ministrów fundusze emerytalne mogą lokować swoje aktywa w obligacje komunalne do<sup>28</sup>:

- 15% wartości aktywów – w przypadku lokaty w obligacjach i innych dłużnych papierach wartościowych emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego, związki komunalne lub miasto stołeczne Warszawa, które zostały dopuszczone do publicznego obrotu,
- 5% wartości aktywów – w przypadku lokaty w obligacjach i innych dłużnych papierach wartościowych emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego, związki komunalne lub miasto stołeczne Warszawa, które nie są dopuszczone do publicznego obrotu.

Wśród innych podmiotów, które mogą lokować swoje aktywa w obligacje komunalne są fundusze inwestycyjne oraz zakłady ubezpieczeniowe.

### 3. WIELKOŚĆ I DYNAMIKA RYNKU OBLIGACJI KOMUNALNYCH

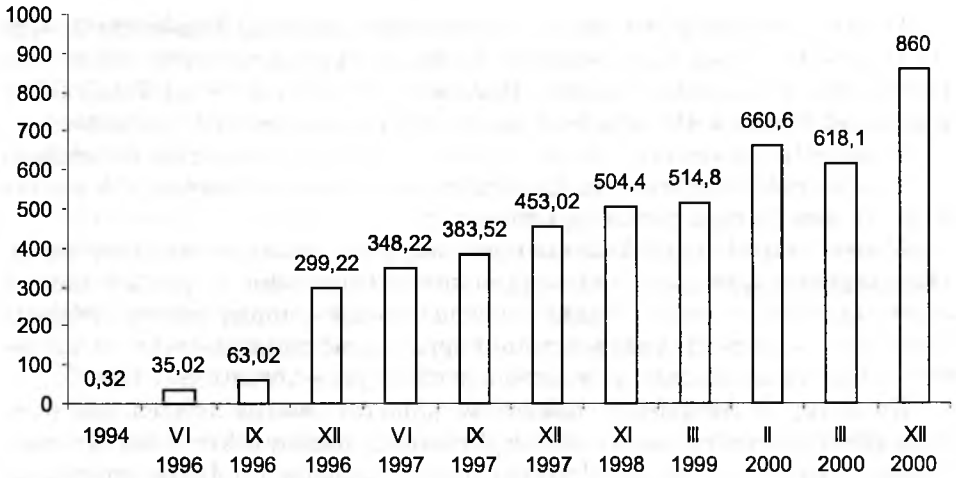
Zgodnie z Ustawą o obligacjach, wśród emitentów obligacji znajdują się jednostki samorządu terytorialnego: gminy, powiaty i województwa. W Polsce obecnie jest 2489 gmin, 373 powiaty i 16 województw<sup>29</sup>. Jest to potencjalna liczba emitentów komunalnych papierów wartościowych. Od wejścia w życie Ustawy z roku na rok wzrastała zarówno liczba emitentów obligacji komunalnych, jak i globalna wartość zadłużenia z tytułu emisji komunalnych. Wykres 5 przedstawia wartość zadłużenia z tytułu wyemitowanych transz rozpoczętych programów emisyjnych w latach 1994 - 2000<sup>30</sup>. Innymi słowy wykres ten przedstawia wartość znajdujących się w obrocie obligacji komunalnych.

Tabela 1 zawiera informacje dotyczące wartości rynku obligacji komunalnych oraz liczby emitentów na koniec lat 1997, 1998, 1999 i 2000. Pod

<sup>28</sup> Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 12 maja 1998 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne, Dz. U. Nr 63, poz. 407.

<sup>29</sup> „Rzeczpospolita” nr 142 z dnia 21 czerwca 1999 roku, dodatek „Moje prawo”, D9.

<sup>30</sup> Program emisji może składać się z transz, które mogą być emitowane w różnych okresach.

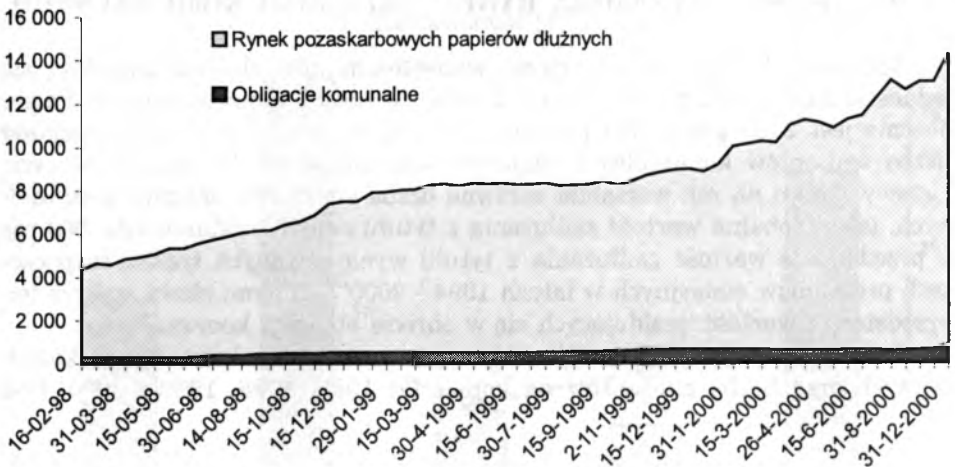


Wykres 5. Wartość zadłużenia z tytułu emisji wyemitowanych obligacji komunalnych w Polsce na dzień 31.12.2000 roku w mln PLN

**Źródło:** Opracowanie własne na podstawie „Rating & Rynek”.

względem wartości emisji największą dynamiką charakteryzował się rok 1998, natomiast pod względem liczby emitentów najaktywniejszym był rok ostatni – 2000.

Obligacje komunalne należą do rynku pozaskarbowych papierów dłużnych. Oprócz papierów wartościowych emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego, do tego rynku należą obligacje przedsiębiorstw i banków oraz krótkoterminowe papiery komercyjne emitowane przez przedsiębiorstwa, tzw. *commercial papers*. Udział obligacji komunalnych



Wykres 6. Obligacje komunalne na tle całego rynku pozaskarbowych papierów dłużnych w Polsce w okresie 16.02.1998 - 31.12.2000 (w mln PLN)

**Źródło:** Opracowanie własne na podstawie „Rating & Rynek”.

w rynku pozaskarbowych papierów dłużnych przedstawiony jest na wykresie 6 oraz w tabeli 1.

Tabela 1

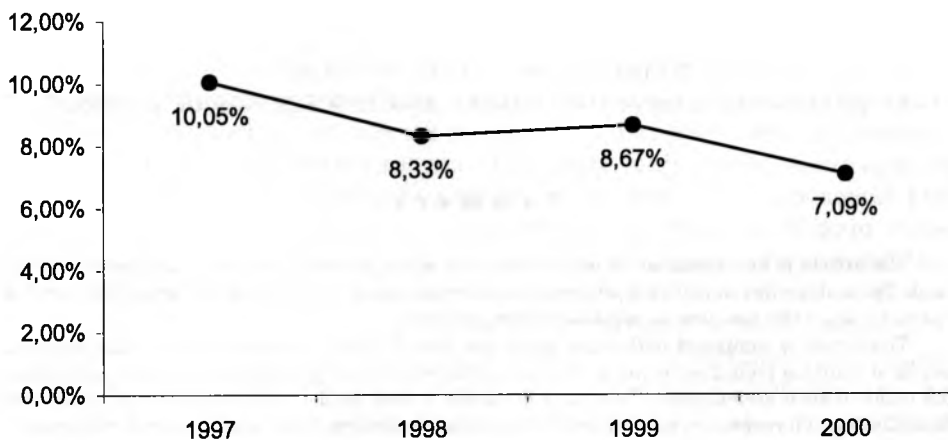
## Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych w latach 1997 - 2000

	1997.12.31	1998.12.31	1998.12.31	2000.12.31
<b>Krótkoterminowe papiery dłużne</b>				
Wartość rynku (w mln zł)	2 544,2	5 610,7	6 657,8	10 931
Dynamika rynku		120,53%	18,66%	64,18%
Liczba emitentów	113	176	229	328
<b>Obligacje przedsiębiorstw i banków</b>				
Wartość rynku (w mln zł)	563,5	1 378,8	1 830,9	2 492,8
Dynamika rynku		144,69%	32,79%	36,15%
Liczba emitentów	19	47	46	52
<b>Obligacje komunalne</b>				
Wartość rynku (w mln zł)	296,9	526,1	653,6	859,6
Dynamika rynku		77,20%	24,23%	31,52%
Liczba emitentów	28	40	53	89
<b>Wartość rynku (w mln zł)</b>	<b>2 954,1</b>	<b>6 312,8</b>	<b>7 540,4</b>	<b>12 118,6</b>
Dynamika rynku	0	113,70%	19,45%	60,72%

Źródło: www.cera.com.pl.

Choć z roku na rok wzrasta wartość emisji obligacji komunalnych, to wzrost ten nie jest tak duży, jak wzrost wartości całego rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych. Wielkość udziału obligacji komunalnych w tym rynku spada.

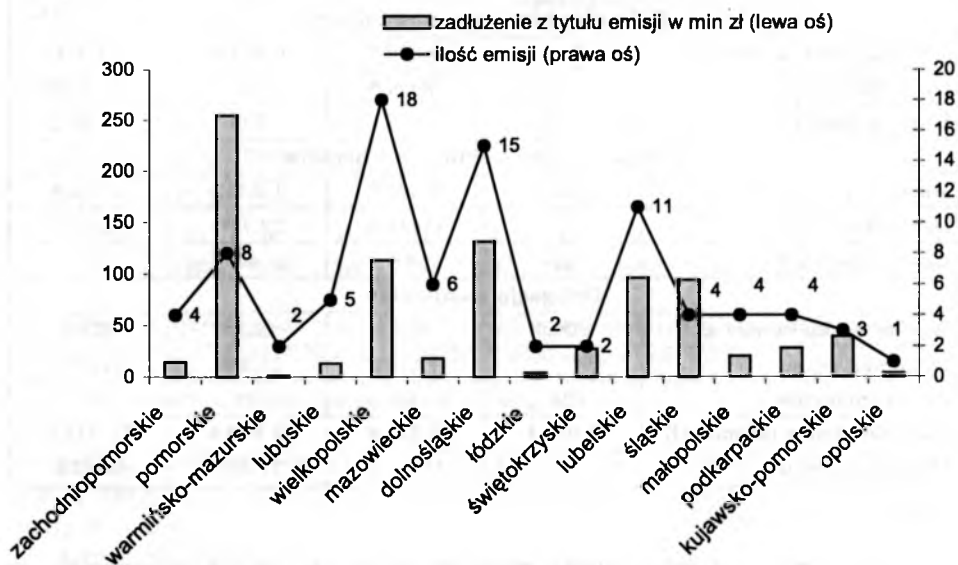
Obligacje komunalne, jako źródło finansowania inwestycji komunalnych, wybierają najczęściej jednostki samorządu terytorialnego mające swoją



Wykres 7. Udział wartości emisji obligacji komunalnych w wartości emisji całego rynku pozaskarbowych papierów dłużnych w latach 1997 - 2000

Źródło: Opracowanie własne na podstawie „Rating & Rynek”.

siedzibę na terenie województwa wielkopolskiego. Do końca 2000 roku 18 emisji obligacji komunalnych dotyczyło emitentów właśnie z województwa wielkopolskiego, 15 z dolnośląskiego i 11 z lubelskiego. Pod względem wartości emisji obligacji komunalnych, dzięki między innymi obligacjom Gdyni i Gdańska, przoduje województwo pomorskie – 254,6 mln złotych.



Wykres 8. Wartość programów i ilość emisji obligacji komunalnych w poszczególnych województwach w latach 1996 - 2000

**Źródło:** Opracowanie własne na podstawie „Rating & Rynek”.

## COMMUNAL SECURITIES IN POLAND. AN ANALYSIS OF RESPECTIVE MARKET AND PROCEEDINGS OF EMISSION

### S u m m a r y

The article is an evaluation of real functioning of the market of communal securities in Poland. The Author has aimed at a presentation of development of this market during the last five years, i.e. since the new law on securities went into force.

The paper is composed with three parts the first of which informs us about the essential points of emitting securities by particular units of territorial self-government in Poland and about the tasks of such an emission. Particular attention is here paid to different kinds of communal securities met on respective market in Poland within the analyzed period with special reference to the most popular ones among the communes and counties. The second part of the article presents legal and economic procedures of communal securities' emission such as they were shaped in Poland since 1995. The last part comprises information on the global volume and dynamics of this market.