

WOJCIECH MISTEREK

*Emisja obligacji komunalnych jako źródło długoterminowego kapitału obcego*

---

Issuance of municipal bonds as a source of long-term foreign capital

**Abstrakt:** Celem artykułu jest prezentacja możliwości wykorzystania emisji dłużnych papierów wartościowych w finansowaniu inwestycji jednostek samorządu terytorialnego w Polsce. Przedstawia zarówno cechy charakterystyczne dla tej formy finansowania jak i procedurę emisyjną. Zwraca także uwagę na rozwiązania odmienne w porównaniu do klasycznej emisji obligacji komunalnych, takie jak euroobligacje czy też obligacje przychodowe. Ostatnia część artykułu jest poświęcona analizie wykorzystania tej formy finansowania przez JST w Polsce w latach 1999–2006. Wskazuje ona na małe zainteresowanie samorządów terytorialnych emisją obligacji komunalnych, co jest efektem porównywalnego kosztu pozyskiwania kapitału z kredytem bankowym oraz brakiem wykorzystania funkcji pozafinansowych emisji.

WPROWADZENIE  
Introduction

Precyzując pojęcie obligacji w ustawie o obligacjach, prawodawca nie określił normatywnej definicji obligacji komunalnych. Analizując jednak podmioty uprawnione do emisji tego instrumentu, należy przyjąć, że to pojęcie odnosić się będzie do papierów wartościowych emitowanych w serii, w których gminy, powiaty, województwa oraz ich związki stwierdzają, że są dłużnikami obligatariusza i zobowiązują się wobec niego do spełnienia określonego w dokumencie

świadczenia.<sup>1</sup> Należy w tym miejscu zaznaczyć, że wyżej wymienione świadczenie wykupowe nie musi przyjmować wyłącznie postaci pieniężnej.

Emisja tych papierów wartościowych pozwala emitentowi na czasowe korzystanie z funduszy pochodzących z pozabankowych źródeł zewnętrznych, dając jednostce samorządu terytorialnego możliwość zdobycia środków pieniężnych bezpośrednio na rynku. Koszt pozyskania środków finansowych na realizację inwestycji samorządowych w formie emisji obligacji komunalnych jest niższy od kosztu kredytu bankowego. Wpływ na to wywierają następujące czynniki:

– Emisja obligacji komunalnych pozwala na pozyskanie środków w zamian za zapłatę niższego oprocentowania. Potencjalni nabywcy obligacji (instytucje finansowe, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne itp.) są skłonni taniej pożyczyć pieniądze niż banki, które udzielając kredytów, korzystają „z droższego kapitału” (np. zgromadzonego na lokatach terminowych). Pożyczając bezpośrednio u inwestorów, emitent zmniejsza koszt pozyskania kapitału o część oprocentowania, jakie bank musi zapłacić celem zgromadzenia niezbędnych funduszy.

– Istotnym argumentem pozwalającym na oferowanie obligatariuszom niższego kuponu odsetkowego niż koszt kredytu jest łatwa zbywalność tego instrumentu. Stworzenie odpowiedniego rynku wtórnego pozwala bowiem na ograniczenie inwestorom ryzyka płynności. Niższe ryzyko gwarantuje znaczne zainteresowanie obligacją na rynku, pomimo jej niższej rentowności.<sup>2</sup>

– W przypadku kredytu banki starają się ograniczać swoje ryzyko przez odpowiednie dodatkowe zabezpieczenia swoich wierzytelności. W większości przypadków stosowany jest bardzo tani weksel własny *in blanco*, jednak dla samorządów bardziej zadłużonych i o niższym standingu finansowym pojawia się konieczność wprowadzania innych, znacznie kosztowniejszych narzędzi (np. hipoteka). W przypadku emisji obligacji problem ten nie istnieje, gdyż w praktyce na rynku dominują emisje niezabezpieczone.<sup>3</sup>

– Bank agent emisji, pośrednicząc w zdobyciu funduszy dla jednostki samorządu terytorialnego, nie ponosi ryzyka utraty środków, jak w przypadku kredytu. Skłonny jest więc znacznie obniżyć swoją prowizję, zwłaszcza że stwarza to szansę do rozszerzania współpracy pomiędzy bankiem i jednostką samorządu terytorialnego.

– Emitując obligacje, można, oprócz oprocentowania, oferować inwestorom różnego rodzaju świadczenia i uprawnienia dodatkowe, które dają możli-

<sup>1</sup> Ustawa z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, Dz. U. 01.120.1300, z późn. zm., art. 4 ust. 1 oraz art. 2 ust. 1.

<sup>2</sup> F. R. Fabozzi, *Rynki obligacji – analiza i strategie*, Wydawnictwo Finansowe WIG-PRESS, Warszawa 2000, s. 105.

<sup>3</sup> P. Śliwiński, J. Ostrowski, M. Stępniewski, *Obligacje komunalne i ich rola w finansowaniu inwestycji*, Twigger, Warszawa 2005, s. 1999.

wości realnego zmniejszenia oprocentowania. Możliwość ustalenia innego niż pieniężny sposobu wykupu obligacji wpływa pozytywnie na zdolność kredytową emitenta i jednocześnie pobudza zainteresowanie wierzycieli daną emisją. Dzięki dodatkowym świadczeniom o charakterze niepieniężnym można konstruować emisję pod określone preferencje inwestorów, wykorzystując wiele instrumentów hybrydowych takich jak: obligacje zamienne na akcje, obligacje przychodowe czy też obligacje mieszkaniowe.<sup>4</sup>

Należy jednak pamiętać, że wyżej opisane czynniki zwykle nie występują razem, co ogranicza ich efektywność. Dodatkowo w przypadku emisji obligacji pojawiają się wydatki, które nie występują w przypadku pozyskiwania środków przez najczęściej stosowany przez JST kredyt bankowy. W konsekwencji nie da się jednoznacznie wskazać, który z instrumentów jest tańszy i lepszy. Jest to silnie uzależnione od wielkości i charakteru projektu inwestycyjnego, sytuacji jednostki oraz aktualnej specyfiki rynku.

W przypadku analizy efektywności obu instrumentów trzeba także uwzględnić czynniki niewymierne. Obligacje komunalne, dzięki swojej konstrukcji, pozwalają jednostkom samorządu terytorialnego nie tylko na realizację głównego zadania emisji, jakim jest tanie pozyskanie niezbędnych funduszy. W wielu przypadkach realizacja innych zadań może być równie istotna. Wykorzystując obligacje zamienne, jest możliwe na przykład pozyskanie inwestora strategicznego dla przedsiębiorstwa komunalnego, przy jednoczesnym dokonaniu bezpiecznego i kontrolowanego procesu jego restrukturyzacji.<sup>5</sup> Poza tym niektóre jednostki samorządu terytorialnego, a w szczególności gminy, w swoich aktywach posiadają majątek o dużej wartości, który ze względu na brak odpowiednio wyszkolonej kadry nie może być należycie zarządzany. W takiej sytuacji właściwa konstrukcja emisji obligacji komunalnych pozwala na sprywatyzowanie posiadanego mienia, przy jednoczesnym zgromadzeniu niezbędnych funduszy inwestycyjnych. Przykładem mogą być udane emisje obligacji mieszkaniowych Stargardu oraz Wrocławia, które pozwoliły na efektywną prywatyzację komunalnych zasobów mieszkaniowych.<sup>6</sup>

Emisja obligacji komunalnych może stanowić także ważny element strategii promocyjnej samorządu. Sam fakt emisji oraz idące za tym obowiązki informacyjne, przy aktywnym wsparciu działań promocyjnych, pozwalają na kształtowanie wizerunku jednostki samorządu terytorialnego jako podmiotu innowacyj-

<sup>4</sup> J. Młodzianowska, G. Namietkiewicz, P. Wyzgowski, *Prawne aspekty emisji obligacji komunalnych*, Municipium, Warszawa 1995, s. 19.

<sup>5</sup> D. Hajdys, *Rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce w latach 1996–2000*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2003, s. 34.

<sup>6</sup> M. Maciejasz-Świątkiewicz, *Obligacje komunalne*, [w:] *Perspektywy współpracy banku z samorządem terytorialnym w Polsce*, pod. red. D. Korenik, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2005, s. 143–144.

nego i dynamicznie rozwijającego się. Płynący z tego wzrost znajomości regionu i jego odpowiedni wizerunek może w konsekwencji mieć duży wpływ na zachęcenie prywatnych inwestorów do zaangażowania się na jego terenie. To zaś pozwala na długoterminowy rozwój gospodarczy regionu i jednocześnie pozytywnie wpływa na poziom życia społeczności lokalnej.<sup>7</sup>

Jak już zostało wspomniane, emisja obligacji komunalnych to nie tylko korzyści. W niektórych przypadkach<sup>8</sup> koszt emisji obligacji komunalnych znacznie przewyższa koszt pozyskania środków finansowych przez kredyt bankowy, a dodatkowe czynniki niemierzalne nie rekompensują poniesionych strat. Emisja obligacji jest obciążona także niebezpieczeństwem pozyskania znacznie mniejszych funduszy, niż zakładano, co uniemożliwia realizację zaplanowanych inwestycji. W przypadku obligacji utrudnieniem jest także bardziej skomplikowana, wymagająca więcej czasu oraz wiedzy procedura. Jednostka samorządu terytorialnego, która zdecyduje się na pozyskanie środków finansowych tą drogą, musi liczyć się z wieloetapowym procesem przygotowania, jak i samej emisji.

#### PROCEDURA POZYSKANIA ŚRODKÓW PRZEZ EMISJĘ OBLIGACJI KOMUNALNYCH

The procedure of obtaining funds through the issuance of municipal bonds

Pierwszy etap stanowi uchwała wstępna podjęta przez radę gminy (rada miasta), radę powiatu czy sejmik województwa o zaciągnięciu zobowiązania drogą emisji obligacji komunalnych. Pozwala to na stworzenie podstawy prawnej emisji i upoważnienia organ wykonawczy JST do podjęcia wszelkich działań związanych z daną inwestycją oraz pozyskiwaniem środków na jej realizację. Uchwała ta może również określać limity kosztów, jakie mogą zostać poniesione przez zarząd w celu przeprowadzenia całej procedury.<sup>9</sup>

Po uzyskaniu upoważnienia zarząd może przystąpić do wyboru instytucji doradczej, której celem jest przygotowanie projektu emisji, kosztorysu oraz doradztwo w zakresie prawnym. Z uwagi na złożoność zagadnień ekonomicznych i prawnych związanych z emisją obligacji oraz brak doświadczeń samych jednostek skorzystanie z pomocy takich podmiotów wydaje się bardzo uzasadnione. Wybór agentów emisji winien odbyć się w formie zamówienia publicznego, co powinno pozwolić na ocenę realności zgłoszonych propozycji oraz na wybór optymalnego rozwiązania. Kryteriami wyboru powinny być nie tylko koszty

<sup>7</sup> P. Śliwiński, *Kryteria wyboru zewnętrznych źródeł finansowania deficytu budżetowego jednostki samorządu terytorialnego*, „Finanse Komunalne” 2002, nr 5, s. 24–25.

<sup>8</sup> Dotyczy to głównie projektów emisyjnych o małej wartości.

<sup>9</sup> J. Ostrowski, M. Stępniewski, P. Śliwiński, *Emisja obligacji komunalnych w teorii i praktyce*, Twigger, Warszawa 2000, s. 65.

związane z prowizją agenta, ale także możliwości kompleksowej obsługi. Agent emisji powinien przygotować, oprócz kilku wariantów emisji, analizę ekonomiczną inwestycji i emitenta oraz analizę możliwości pozyskania środków tą drogą. Dodatkowo agent może podjąć się zorganizowania rynku wtórnego dla tych papierów wartościowych lub pełnienia funkcji underwritera. Usługa ta zapewnia jednostce samorządu terytorialnego uplasowanie na rynku całej emisji i gwarantuje pozyskanie zaplanowanej wielkości funduszy. Istotnym zadaniem agenta emisji jest także szczegółowe opracowanie harmonogramu dalszych prac oraz kosztorysu emisji. Informacje te są podstawą podjęcia decyzji przez zarząd o wyborze odpowiedniego wariantu emisji oraz źródłem danych do ostatecznej uchwały organu stanowiącego, co jest ostatnim etapem przygotowawczym.<sup>10</sup>

Uchwała ta powinna zawierać, oprócz decyzji o emisji obligacji komunalnych, jej warunki, a w szczególności: cel emisji, zakres obciążenia finansowego gminy w rozłożeniu na poszczególne lata, ewentualne opcje wcześniejszego wykupu lub podziału obligacji, warunki wypłat oprocentowania, datę i miejsce wykupu. Powinna zawierać także informacje dotyczące warunków dojścia emisji do skutku i wskazanie źródeł dochodów, z których zobowiązanie obligacyjne zostanie pokryte, oraz ewentualnych zabezpieczeń.<sup>11</sup>

Projekt tej uchwały powinien być przedstawiony przez zarząd regionalnej izby obrachunkowej, która ma obowiązek wydać opinię. Negatywna opinia regionalnej izby obrachunkowej nie ma charakteru wiążącego i nie powoduje odstąpienia od emisji. Może jednak skutecznie zniechęcić potencjalnych inwestorów do nabycia danych papierów wartościowych.<sup>12</sup>

Kolejnym krokiem jest dotarcie do inwestorów i przedłożenie im oferty. Jednostki samorządu terytorialnego, podobnie jak i inne podmioty, mają pełną swobodę wyboru jednego z dwóch sposobów emisji wynikających z ustawy o obligacjach: publiczne proponowanie nabycia lub propozycji nabycia skierowanej do indywidualnych adresatów w liczbie nie większej niż 100 osób.<sup>13</sup>

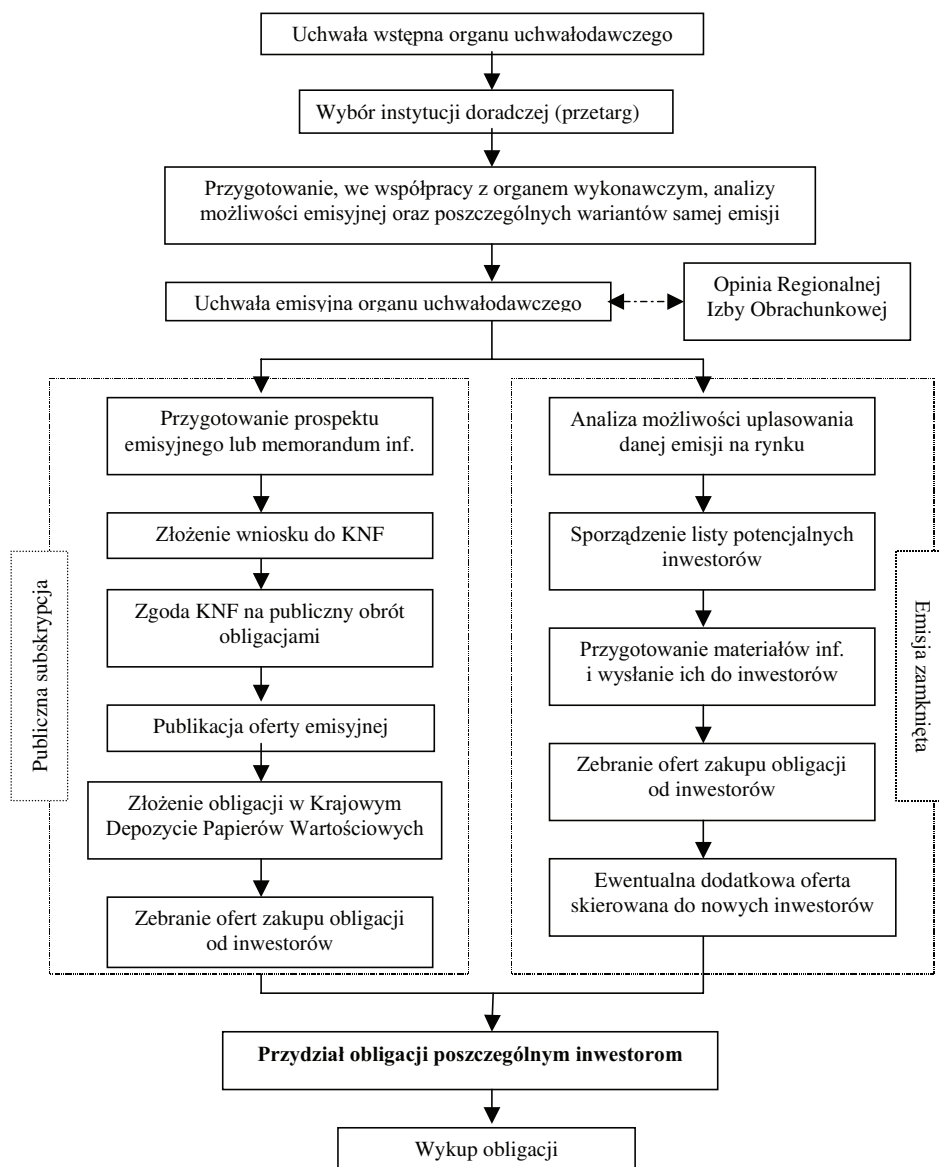
Ogólnie rzecz ujmując, publiczna subskrypcja polega na ogłoszeniu w środkach masowego przekazu informacji o zamiarze emisji obligacji i zaproszeniu do składania deklaracji ich zakupu. Proces przygotowawczy dla tej drogi jest jednak bardzo skomplikowany i pociąga za sobą znaczne wydatki związane z przygotowaniem niezbędnych dokumentów oraz ze spełnieniem wszystkich obowiązków informacyjnych.

<sup>10</sup> A. Wacławczyk, *Obligacje komunalne*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 2003, s. 88–89.

<sup>11</sup> P. Śliwiński, J. Ostrowski, M. Stępniewski, *Obligacje komunalne...*, s. 49–51.

<sup>12</sup> *Ibid.*, s. 51–52.

<sup>13</sup> Ustawa z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, art. 9 oraz ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz. U. 05.184.1539, z późn. zm., art. 3.



Rys. 1. Przebieg procesu emisji obligacji komunalnych  
Emission process of the municipal bond

Źródło: Opracowanie własne.

Na początku samorząd terytorialny podpisuje umowę z biurem maklerskim i za jego pośrednictwem składa wniosek do Komisji Nadzoru Finansowego o do-

puszczenie obligacji do publicznego obrotu.<sup>14</sup> Do wniosku powinien być dołączony prospekt emisyjny lub memorandum informacyjne (w zależności od miejsca obrotu tymi walorami) – dokumenty te dają obraz sytuacji ekonomicznej emitenta.<sup>15</sup>

Po uzyskaniu zgody Komisji na wprowadzenie obligacji do publicznego obrotu jednostka samorządu terytorialnego ma obowiązek opublikowania informacji o emisji w mediach publicznych.<sup>16</sup> Na tym etapie są realizowane także nieobowiązkowe działania promujące emitenta i emisję. Jest to istotny proces pozwalający na pozyskanie odpowiedniej grupy inwestorów, gwarantujących dojście emisji do skutku. Końcowym etapem emisji obligacji komunalnych drogą publicznej subskrypcji jest przypisanie odpowiedniej liczby walorów poszczególnym inwestorom i zgromadzenie planowanych funduszy.

Przed ostatecznym wprowadzaniem obligacji do obrotu publicznego jednostka samorządu terytorialnego ma jeszcze obowiązek złożenia w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych obligacji dopuszczonych do publicznego obrotu, odbywa się to przez złożenie zbiorczego odcinka danej serii. Od tego momentu obligacje występują w obrocie jedynie w formie zdematerializowanej, pod postacią elektronicznych zapisów komputerowych.<sup>17</sup>

W przypadku emisji w trybie propozycji nabycia skierowanej do indywidualnych adresatów w pierwszej kolejności agent emisji powinien przeanalizować rynek i wyselekcjonować potencjalnych inwestorów, którzy zdolni byłiby zapewnić skuteczność emisji. Kolejnym krokiem jest przygotowanie materiałów informacyjnych, pozwalających na określenie wiarygodności kredytowej emitenta oraz celowości i efektywności samej inwestycji. W tym przypadku zakres informacyjny zawarty w materiałach nie jest formalnie sprecyzowany i może być węższy niż w przypadku prospektu emisyjnego. Następnie te materiały, włącznie z propozycją nabycia, powinny zostać dostarczone wcześniej wyselekcjonowanej grupie potencjalnych inwestorów, aby umożliwić im objęcie emisji.

Termin przyjęcia propozycji nabycia wynosi trzy tygodnie od dnia jej otrzymania. Jeżeli osoby, do których skierowano propozycję nabycia, wyraziły zamiar objęcia obligacji w liczbie niewystarczającej, organizator emisji może kierować ofertę do innych inwestorów. Termin kierowania kolejnych propozycji nabycia obligacji nie może być jednak dłuższy niż sześć tygodni od skierowania

<sup>14</sup> Wyjątek stanowią obligacje emitowane w trybie publicznej subskrypcji, które nie stanowią publicznego obrotu w rozumieniu ustawy, czyli obligacje krótkoterminowe inkorporujące wyłącznie wierzytelności pieniężne. Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie..., art. 2, ust. 3.

<sup>15</sup> Szerzej na ten temat: K. G o r z e l a k, *Oferta publiczna i dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym obligacji komunalnych*, „Finanse Komunalne” 2007, nr 3, s. 8–13.

<sup>16</sup> R. C z e r n i a w s k i, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2003, s. 105–106.

<sup>17</sup> I. W e i s s, *Obligacje*, KiK, Warszawa 1997, s. 58–61.

pierwszej propozycji.<sup>18</sup> Cała procedura kończy się przydziałem papierów wartościowych, a po odpowiednim okresie wynikającym z samej obligacji także wykupem. Wykup polega na spełnieniu przez emitenta świadczenia pieniężnego lub niepieniężnego wynikającego z treści obligacji. Po dokonaniu wykupu obligacje podlegają umorzeniu.

NIEKLASYCZNE FORMY POZYSKIWANIA KAPITAŁU PRZEZ EMISJĘ DŁUŻNYCH  
PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Unusual forms of raise capital by issuing debt securities

W ostatnich latach na rynku dłużnych papierów wartościowych pojawiła się możliwość emisji nowego rodzaju instrumentu, jakim są obligacje przychodowe. Rozwiązanie to zostało wprowadzone zmianą ustawy o obligacjach z 29 czerwca 2000 roku.<sup>19</sup> Cechą charakterystyczną tego instrumentu jest możliwość ograniczenia przez emitenta swojej odpowiedzialności za zobowiązania wynikające z obligacji do kwoty przychodu lub wartości majątku przedsięwzięcia. Tym samym zmniejszone jest ryzyko w stosunku do klasycznej emisji, gdyż JST nie odpowiada za zobowiązania całym swoim majątkiem.<sup>20</sup> Dodatkową zaletą obligacji przychodowych jest fakt, że nie obciążają one budżetów samorządowych, gdyż środki na ich obsługę nie pochodzą z dochodów podatkowych.<sup>21</sup> Tym samym dług powstałego przy ich emisji nie zalicza się do zadłużenia jednostki samorządu terytorialnego i nie uwzględnia przy weryfikacji zgodności z limitami wynikającymi z ustawy o finansach publicznych.<sup>22</sup> Znaczny potencjał obligacji przychodowych pokazały dotychczas dwie emisje. Pierwsza została przeprowadzona przez firmę Miejskie Wodociągi i Kanalizacja sp. z o.o. w Bydgoszczy przy współpracy Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju oraz miasta Bydgoszcz, a środki pozyskane dzięki tym dłużnym papierom wartościowym przeznaczono na przebudowę wodociągów, stworzenie systemu monitorowania całej sieci wodociągowo-kanalizacyjnej, budowę kolektorów oraz unowocześnienie istniejących oczyszczalni ścieków. Ten kompleksowy projekt realizowano w latach 2004–2008, a jego całkowity koszt miał wynieść ponad miliard zł, z czego

<sup>18</sup> Ustawa z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, art. 12, ust. 3.

<sup>19</sup> Ustawa z 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw, Dz. U. 2000, nr 60, poz. 702.

<sup>20</sup> P. M. Woroniecki, *Obligacje przychodowe*, „Inwestycje Komunalne – Przegląd Zamówień Publicznych” 2004, nr 12, s. 22.

<sup>21</sup> M. Poniałowicz, *Obligacje przychodowe i sekurytyzacyjne jako innowacyjne instrumenty na polskim rynku komunalnych papierów wartościowych*, „Finanse Komunalne” 2005, nr 3, s. 21.

<sup>22</sup> P. Łasak, *Obligacje przychodowe – mało popularne papiery wartościowe*, „Finanse Komunalne” 2006, nr 7–8, s. 56.



około 62% stanowiły środki z Funduszu Spójności.<sup>23</sup> Druga emisja Miejskiego Przedsiębiorstwa Komunikacyjnego – Łódź sp. z o.o. miała na celu pozyskanie pieniędzy na realizację projektu Łódzki Tramwaj Regionalny. Organizatorem i agentem emisji jest Bank BPH SA. Obligacje zostaną wyemitowane na łączną wartość do 166 mln z terminem wykupu do 24 lat.

Drugim nieklasycznym instrumentem mogącym w przyszłości stanowić istotne źródło pozyskiwania taniego kapitału na finansowanie inwestycji infrastrukturalnych, zwłaszcza w przypadku dużych miast na prawach powiatów lub samorządów województw, są euroobligacje. Dzięki możliwości plasowania ich w dowolnej walucie<sup>24</sup> instrument ten pozwala na pozyskiwanie kapitału bezpośrednio na rynku międzynarodowym. Mimo że w dotychczasowej historii polskich JST euroobligacje zostały wykorzystane tylko raz, kilka lat temu, przez miasto Kraków, to w przyszłości mogą mieć one coraz większe znaczenie w finansowaniu zobowiązań jednostek samorządu terytorialnego. Wpływ na to ma wartość polskiej waluty, która jeszcze niedawno systematycznie się umacniała. Spowodowało to, że koszt pozyskania kapitału na rynku europejskim był niższy niż na rynku krajowym. Szacuje się, że różnica w koszcie kapitału na rynku krajowym i na rynku europejskim wynosiła około 1 punktu procentowego<sup>25</sup>, co przy dużych emisjach powinno pozwalać na pokrycie zwiększonych kosztów związanych z euroemisją. Obecna sytuacja na rynku finansowym nie pozwala na jednoznaczne określenie, w którym kierunku będzie zmieniał się kurs złotego, a w konsekwencji trudno określić efektywność emisji euroobligacji.

STOPIEŃ WYKORZYSTANIA OBLIGACJI KOMUNALNYCH W FINANSOWANIU  
ZADŁUŻENIA JEDNOSTEK SAMORZĄDOWYCH W POLSCE  
The degree of utilization of municipal bond debt in the financing of local government units  
in Poland

Analiza danych zamieszczonych na rysunku 2 wskazuje na dominujący udział kredytów i pożyczek w strukturze zobowiązań jednostek samorządu terytorialnego w Polsce. W latach 1999–2006 instrumenty te stanowiły 81,48% zobowiązań ogółem JST, co potwierdza opinie, że gminy, powiaty i województwa, zaciągając zobowiązania, korzystają głównie z usług instytucji oferujących preferencyjne pożyczki lub z banków udzielających kredyty komercyjne. W badanym okresie zobowiązania JST z tytułu emisji obligacji komunalnych stanowiły około

<sup>23</sup> M. Cyrankiewicz, *Pionierzy w Bydgoszczy*, „Inwestycje Komunalne – Przegląd Zamówień Publicznych” 2004, nr 12, s. 23.

<sup>24</sup> T. Koniński, *Euroobligacje na rynkach światowych – czynniki determinujące rentowność, ratingi krajów rozwijających się, asymetria prawdopodobieństwa bankructwa czasowych macierzy przejść*, „Bank i Kredyt” 2006, nr 8, s. 26.

15% zobowiązań ogółem JST, co wskazuje na niski stopień finansowania inwestycji przez środki pozyskane bezpośrednio na rynku kapitałowym. Wynika to w dużej mierze z niskiego stopnia wykorzystania funkcji pozafinansowych emisji papierów dłużnych, które mogłyby przyczynić się do poprawy efektywności tej formy finansowania. W analizowanym okresie porównywalny był także koszt kapitału w przypadku kredytu i obligacji komunalnych. W Polsce dla kredytów długoterminowych za stopę bazową najczęściej przyjmuje się koszt pozyskania pieniądza na rynku międzybankowym, czyli WIBOR. Do tej stawki jest dodawana marża, która zależy od wiarygodności jednostki oraz znaczenia transakcji dla banku, waha się od 0,1% do 1,5%.<sup>26</sup> W przypadku obligacji komunalnych koszt kapitału jest naliczany na podstawie rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych i ustalany najczęściej przed rozpoczęciem rocznego okresu odsetkowego.<sup>27</sup> Tutaj także jest naliczana dodatkowa marża ponad stopę bazową.<sup>28</sup> Na jej wielkość poza standingiem finansowym jednostki samorządu terytorialnego wpływ wywiera termin zapadalności oraz oczekiwany popyt na obligacje z danej emisji. Opisywana marża w latach 2001–2006 dla większości przypadków wynosiła od 0,6 do 1,2 punkta procentowego. W skrajnych przypadkach sięgała jednak wartości od 0,35 dla emisji Łodzi do 3,0 punkta procentowego dla gminy Mszczonów.<sup>29</sup> Wyżej zaprezentowana porównywalność kosztów pozyskania kapitału mogła skłaniać JST do korzystania z oferty banków komercyjnych.

Analiza zmienności udziału poszczególnych rodzajów zobowiązań w latach 1999–2004 wskazuje, że emisja dłużnych papierów wartościowych początkowo stawała się coraz powszechniejszą formą zadłużania się JST. Udział tego źródła systematycznie wzrastał od roku 1999 do roku 2004. Można byłoby więc przypuszczać, że jednostki samorządu terytorialnego w tej formie pozyskiwania kapitału znalazły efektywną alternatywę dla pożyczek i kredytów komercyjnych. Niestety lata 2005–2006 wskazują na odwrócenie tego trendu. Jest to efekt coraz większego rozczarowania samorządowców, którzy w swoich opiniach coraz częściej wskazują na niewielkie korzyści emisji obligacji komunalnych w porównaniu z poniesionymi nakładami czasu oraz pracy. Dodatkowo banki i inne instytucje kredytowe zaczęły znacznie lepiej przygotowywać swoją ofertę kredytową dla tej grupy klientów, w konsekwencji jednostki samorządu terytorialnego za-

<sup>25</sup> L. B a j, *Polskie samorzady będą musiały się zadłużyć*, „Gazeta Wyborcza” 17.02.2008.

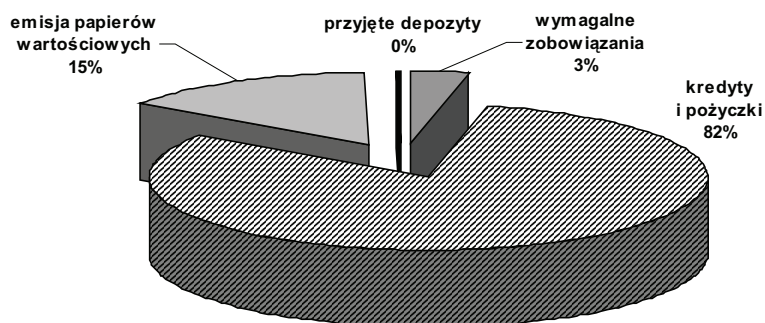
<sup>26</sup> P. Ś l i w i ń s k i, J. O s t r o w s k i, M. S t ę p n i e w s k i, *Obligacje komunalne...*, s. 197.

<sup>27</sup> Często jest stosowane zastrzeżenie, że całkowity koszt kapitału nie może przekroczyć średniej arytmetycznej z opublikowanych średnich ważonych stóp rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych oferowanych na czterech (rzadziej dwóch) ostatnich przetargach poprzedzających datę ustalania oprocentowania na kolejny okres odsetkowy.

<sup>28</sup> P. Ś l i w i ń s k i, *op. cit.*, s. 28.

<sup>29</sup> Wartość marży dla obligacji komunalnych została podana na podstawie analizy Rating & Rynek w latach 2001–2006 [www.fitchpolska.com.pl](http://www.fitchpolska.com.pl).

częły coraz powszechniej wykorzystywać zarówno pożyczki i kredyty preferencyjne, jak i kredyty bankowe. Potwierdzeniem tego jest wzrost udziału kredytów i pożyczek w wartości zobowiązań JST w latach 2005–2006 do poziomu ponad 83%.

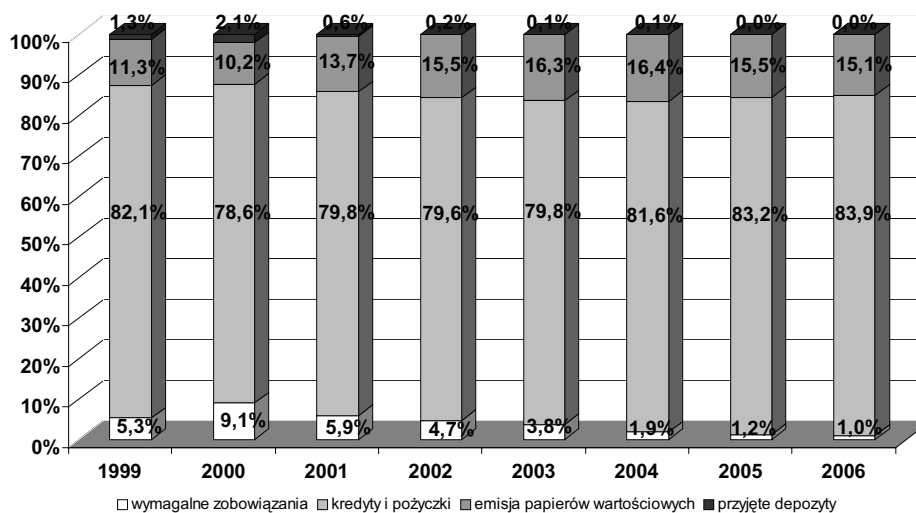


Rys. 2. Średni udział poszczególnych rodzajów instrumentów w wartości zobowiązań jednostek samorządu terytorialnego w Polsce w latach 1999–2006

Average share of individual types of obligations of local government in Poland in the years 1999–2006

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Sprawozdań z wykonania budżetu państwa w latach 1999–2006*.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Sprawozdań z wykonania budżetu państwa w latach 1999–2006*.

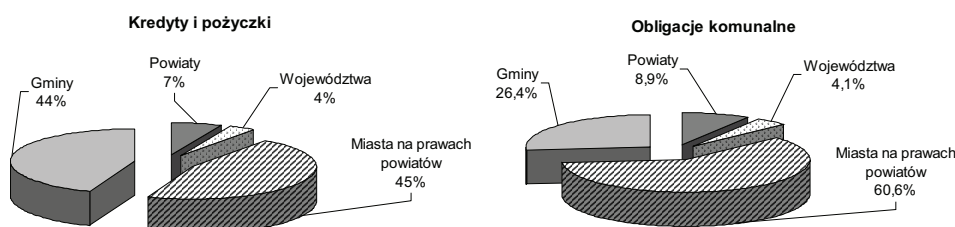


Rys. 3. Struktura zobowiązań jednostek samorządu terytorialnego w Polsce w latach 1999–2006

The structure of the obligations of local government in Poland in the years 1999–2006

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Sprawozdań z wykonania budżetu państwa w latach 1999–2006*.

Wyżej zaprezentowane tendencje obejmowały łącznie wszystkie szczeble samorządu terytorialnego. Wydaje się jednak, że specyfika gmin, powiatów czy województw mogła mieć wpływ na wybór źródła finansowania zewnętrznego. W przypadku korzystania z kredytów i pożyczek dominują gminy oraz miasta na prawach powiatów, których udział sięga odpowiednio 44,3% oraz 45,6%. Należy jednak zauważyć, że w przypadku tego pierwszego szczebla ta forma finansowania jest dominująca, a w przypadku alternatywnych obligacji komunalnych udział gmin wynosił zaledwie 26,4%. Odwrotna sytuacja miała miejsce dla miast na prawach powiatów, których udział na rynku dłużnych papierów wartościowych był znacznie wyższy i wynosił ponad 60%.



Rys. 4. Struktura JST korzystających z kredytów i pożyczek oraz obligacji komunalnych w latach 1999–2006

The structure of local governments use the loans and municipal bonds in the years 1999–2006

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Sprawozdań z wykonania budżetu państwa w latach 1999–2006*.

Także w przypadku powiatów ziemskich oraz województw samorządowych udział w rynku obligacji komunalnych jest znacznie większy niż w przypadku rynku pożyczek i kredytów. I chociaż wartość zobowiązań finansowanych przez dłużne papiery wartościowe jest ponad 4-krotnie niższa niż przez instytucje finansowe, to powiaty i województwa znacznie częściej sięgają po obligacje komunalne niż gminy. Dodatkowo analiza rynku obligacji komunalnych wskazuje, że powiaty i województwa emitują programy o znacznie większych wartościach niż podstawowy szczebel samorządowy.

#### PODSUMOWANIE

##### Conclusion

Stosunkowo niewielkie dotychczasowe znaczenie obligacji komunalnych na rynku kapitałowym jest niewątpliwie efektem sceptycznego podejścia władz samorządowych do tej formy pozyskania kapitału. Gminy, powiaty czy województwa wolą realizować inwestycje ze środków własnych, niż korzystać z ze-

wewnętrznych źródeł finansowania. Jeżeli już decydują się na takie posunięcie, najczęstszym instrumentem finansowym jest kredyt komercyjny. Niski udział obligacji komunalnych w finansowaniu inwestycji jest także efektem braku odpowiednio wykszcolonej kadry, która potrafiłaby właściwie przygotować emisję, wykorzystując cały potencjał funkcji, jaki można zastosować.<sup>30</sup>

Chociaż istnieje bardzo duży popyt wśród inwestorów na dłużne papiery jednostek samorządu terytorialnego, co jest niewątpliwie wynikiem wysokiej ich rentowności oraz ograniczonego ryzyka, to emisje trafiają głównie do banków, będących jednocześnie agentami emisji. Obligacje objęte w całości przez bank pozostają poza obrotem do dnia ich umorzenia – stanowią atrakcyjną, lecz niepłynną inwestycję. Należy zauważyć, że w takich przypadkach emisja obligacji komunalnych w praktyce niczym nie różni się od kredytu komercyjnego i znacznie odbiega od emisji występujących na wysoko rozwiniętych rynkach kapitałowych. Zminimalizowaniu ulegają także wszystkie pozafinansowe funkcje związane z emisją, które mogą przyczyniać się do wzrostu aktywności samorządów na rynku kapitałowym.

#### SUMMARY

The article presents the use of debt securities in the financing of investment units of local self-government in Poland. It presents both the characteristics of this form of financing as well as the procedure for issue. It also highlights the different solutions to the classical bond issues such as municipal eurobonds or revenue bonds. Last part of the article is devoted to the analysis of the use of this form of financing by the local government in Poland in the years 1999–2006. It indicates little interest in the issue of local municipal bonds that is the result of the comparable cost of capital from bank credit and lack of use of non-emission features.

<sup>30</sup> D. Skrobisz, *Nie bójcie się długu*, „Home and Market” 1999, nr 5, s. 161.