

BANK KOMERCYJNY JAKO UCZESTNIK PROCESU EMISJI OBLIGACJI MUNICIPALNYCH

Arkadiusz Marcin NIEDŹWIECKI

1. Wstęp

Uważa się, że dla dynamizacji procesu rozwoju regionalnego w gospodarce polskiej niezbędne są odpowiednie działania jednostek samorządu terytorialnego zmierzające do efektywnego pozyskania środków finansowych na inwestycje rozwojowe w lokalnych systemach gospodarczych. Przy tym fundusze te mogą mieć charakter własny lub obcy, a jednym z przykładów finansowania zewnętrznego jest emisja obligacji municypalnych.¹

Istnieje pogląd, że dla efektywnego pozyskania środków finansowych za pomocą emisji obligacji municypalnych jednostka samorządu terytorialnego winna nawiązać współpracę z instytucją wyspecjalizowaną w działaniu na rynku finansowym- bankiem komercyjnym. Ze względu na swoją domenę funkcjonowania podmiot ten jest w stanie współpracować kompleksowo z samorządem lokalnym na wszystkich etapach emisji komunalnych dłużnych papierów wartościowych.²

W niniejszym opracowaniu proces emisyjny obligacji municypalnych służący pozyskaniu środków finansowych na inwestycje rozwojowe rozumiany jest trój etapowo:

- po pierwsze, przygotowanie emisji dłużnych papierów wartościowych,
- po drugie, uplasowanie obligacji komunalnych na rynku,
- po trzecie, obsługa rynku po ulokowaniu na nim papierów wartościowych.

¹ Biorąc pod uwagę unormowania otoczenia prawnego jednostek samorządu terytorialnego, do ich podstawowych dochodów można zaliczyć:

- dochody publicznoprawne z podatków i opłat lokalnych;
- dochody prywatnoprawne uzyskiwane na podstawie umów cywilnoprawnych z tytułu korzystania przez określone podmioty z majątku komunalnego, zwłaszcza nieruchomości;
- subwencje z budżetu państwa;
- dotacje celowe na realizację zadań zleconych oraz dofinansowywanie zadań własnych;
- wpływy z saompodatkowania mieszkańców, spadki, darowizny, zapisy;
- wpływy z zaciągniętych pożyczek i kredytów.

Przy tym dla poszczególnych „poziomów samorządowych” w Polsce: gminy, powiatu i województwa określone są ściśle źródła ich otrzymywania. [23, 24, 25]

Konkretyzując problematykę zewnętrznych zwrotnych środków finansowych, jakie mogą być wykorzystywane przez jednostki samorządu terytorialnego, oprócz obligacji należy też wymienić:

- kredyty (szczególnie o charakterze preferencyjnym),
- leasing,
- faktoring,
- krótkoterminowe papiery dłużne o charakterze bonów komercyjnych. [11, ss. 4- 13; 19, ss. 4- 6]

² Należy zaznaczyć, że udział w emisji obligacji na zlecenie emitenta nie jest działalnością zastrzeżoną wyłącznie dla banków. Czynnością bankową staje się wówczas, kiedy wykonuje ją bank. [26]

Inne podmioty gospodarujące również mogą współpracować z jednostkami samorządu terytorialnego w procesie kreowania dłużnych papierów wartościowych. Jednak takie przypadki można uznać za stosunkowo rzadkie (np. emisja obligacji komunalnych gminy Warszawa- Mokotów w 1993, gdzie funkcje doradcze pełniło Polskie Towarzystwo Przedsiębiorczości S.A.). [8, s. 10]

Przy tym na każdym z tych etapów aktywną rolę może odgrywać bank komercyjny. Na wstępie procesu emisyjnego wspomaga on proces decyzyjny władz samorządowych (w szczególności w aspekcie wyboru koncepcji emisji, opracowania jej harmonogramu, pomocy w przygotowaniu stosownych dokumentów). W drugim etapie bank zajmuje się m.in. pozyskiwaniem potencjalnych nabywców obligacji, gwarantowaniem uplasowania emisji na rynku, rozliczeniami finansowymi z emitentem w związku z kreacją jego papierów wartościowych. Następnie bank prowadzi specjalistyczne usługi płatnicze związane z obligacjami, a także organizuje ich rynek wtórny. Reasumując, bank komercyjny może profesjonalnie pełnić rolę organizatora emisji obligacji municypalnych.

2. Specyfika emisji obligacji municypalnych

W polskim systemie gospodarczym obligacje stanowią przykład wierzycielskich papierów wartościowych.³ Są one emitowane w serii. W treści tych instrumentów finansowych emitent stwierdza, że jest dłużnikiem wobec ich posiadaczy i zobowiązuje się wobec nich jako obligatariuszy do spełnienia określonego świadczenia związanego z wykupem obligacji, przy czym może mieć ono formę pieniężną, a w określonych przypadkach również niepieniężną.⁴ W polskim systemie gospodarczym określono zbiór podmiotów gospodarujących, które posiadają kompetencje do emisji obligacji. Należą

³ Wyemitowane w ramach polskiego systemu gospodarczego obligacje winny zawierać następujące elementy:

- powołanie podstawy prawnej emisji,
- określenie nazwy i siedziby emitenta,
- oznaczenie serii obligacji,
- nazwa obligacji, jej wartość nominalną oraz kolejny numer w serii,
- jednoznaczne określenie celu emisji,
- oznaczenie obligatariusza oraz ewentualny zakaz lub ograniczenie zbywania obligacji (przy obligacji imiennej),
- datę, od jakiej nalicza się oprocentowanie, jego wysokość, a także terminy wypłat, miejsce oraz formę płatności odsetek (z góry lub z dołu),
- wielkość gwarancji i zasady jej udzielania (lub wskazanie jej braku) oraz określenie podmiotu gwarantującego,
- zakres oraz forma zabezpieczenia obligacji albo informacja o jej braku,
- miejsce i data wystawienia obligacji, a także data jej nabycia (w przypadku papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu publicznego dane te są zawarte w świadectwie depozytowym),
- podpisy osób uprawnionych do zaciągania zobowiązań w imieniu emitenta, przy czym istnieje możliwość ich odtworzenia w sposób mechaniczny. [22; 3, ss. 24- 25]

⁴ Świadczenie pieniężne (wykup dłużnych papierów wartościowych) polega na zapłacie posiadaczowi obligacji należności głównej, a także należności ubocznych, czyli odsetek płatnych na warunkach określonych przez emitenta. Natomiast świadczenie niepieniężne może dotyczyć prawa do zamiany obligacji na akcje spółki będącej ich emitentem (obligacje zamienne), udziału w zyskach wypracowanych w przyszłości przez emitenta, a także możliwości objęcia z prawem pierwszeństwa papierów wartościowych kreowanych przez emitenta w przyszłych okresach (w szczególności akcji). [1, ss. 25- 28]

W przypadku obligacji municypalnych świadczenia dodatkowe związane mogą być z mieniem samorządowym, np.: w 1993 gmina Płock wyemitowała obligacje dające możliwość uzyskania 5% bonifikaty przy zakupie nieruchomości na przetargach organizowanych przez jej władze samorządowe oraz 20% upustu przy wykupie mieszkania, a gmina Warszawa- Mokotów uplasowała na rynku papiery wartościowe, którymi ich posiadacze mogli regulować zobowiązania wynikające z najmu, dzierżawy, a także użytkowania wieczystego oraz nabycia nieruchomości komunalnych. [6, ss. 14- 15; 29, s. 22]

do nich m.in. jednostki samorządu terytorialnego, a także ich związki (w tym miasto stołeczne Warszawa).⁵

Polskie jednostki samorządu terytorialnego począwszy od 1995 otrzymały znaczne kompetencje dotyczące pozyskiwania środków finansowych za pomocą emisji obligacji komunalnych.⁶ Przy czym do 1999 włącznie emitentami tych instrumentów finansowych mogły być jedynie gminy (ze względu na konieczność udostępnienia przez emitenta informacji o swojej sytuacji finansowej za ostatni rok obrachunkowy poprzedzający emisję). Natomiast od 2000 również inne jednostki samorządu terytorialnego powstałe w związku z reformą administracyjną Polski mogą kreować obligacje municypalne, czego przykładem są dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez powiaty grodzkie Lublin i Środa Śląska.

Proces emisji obligacji municypalnych może być przeprowadzony za pomocą następujących ścieżek:

- publiczna subskrypcja w trybie obrotu publicznego [27],
- krótkoterminowa publiczna subskrypcja wyłączona z obrotu publicznego [14, ss. 8- 9],
- emisja niepubliczna (prywatna).⁷

Jednak w świetle faktów gospodarczych należy stwierdzić, że do końca 2000 wszystkie emisje komunalnych papierów dłużnych zostały przeprowadzone w formie niepublicznej.⁸ Jedynie gmina Ostrów Wielkopolski upubliczniła wykreowane uprzednio na rynku prywatnym emisje obligacji, wprowadzając je na kapitałowy regulowany rynek pozagiełdowy-
Centralną Tabelę Ofert (1997)
[18, ss. 17- 29; 28, s. 20].

Z prywatną „ścieżką” emisyjną związana była relatywnie wysoka cena nominalna wyemitowanych w gospodarce polskiej obligacji municypalnych. Uogólniając, była ona wielokrotnie wyższa niż np. wartość nominalna obligacji skarbowych. Uważa się, że

⁵ Podmiotami uprawnionymi do emisji obligacji w gospodarce polskiej (oprócz jednostek samorządu terytorialnego) są:

- Skarb Państwa,
- podmioty prowadzące działalność gospodarczą, posiadające osobowość prawną (wliczając fundacje i stowarzyszenia),
- Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej oraz odpowiednie fundusze wojewódzkie,
- Agencja Własności Rolnej Skarbu Państwa. [1, s. 28]

⁶ W 1995 weszły w życie odpowiednie normy otoczenia prawnego polskiego rynku kapitałowego, jakie ułatwiły kreację municypalnych instrumentów finansowych. [22] Należy przy tym zaznaczyć, że gminy mogły emitować obligacje komunalne na początku lat dziewięćdziesiątych. Jednak w świetle analizy literatury można stwierdzić, że właśnie mechanizmy wprowadzone przepisami ustawy o obligacjach z 1995 uznać należy za sprawniejsze, umożliwiające efektywniejsze pozyskanie środków finansowych na szczeblu lokalnym.

Obligacje komunalne w latach 1990- 1994 zostały wyemitowane przez następujące gminy: Międzyrzec, Braniewo, Gorzów Wielkopolski, Warszawa- Mokotów, Płock, Lublin, Trzcianka. [8, s. 9; 13, ss. 13- 14] Uważa się, że podstawowymi przesłankami tych emisji były:

- finansowanie deficytu budżetowego w gospodarkach lokalnych,
- wzmocnienie procesów prywatyzacyjnych na szczeblu lokalnym. [6, s. 15]

⁷ W warunkach polskich istnieje również możliwość emisji obligacji municypalnych na rynkach zagranicznych, np. w formie euroobligacji. Jednak ze względu na relatywnie wysokie koszty takiego przedsięwzięcia, potencjalne możliwości pozyskiwane w ten sposób środków finansowych posiadają jedynie stosunkowo duże ośrodki miejskie, m.in. Warszawa, Gdańsk, Kraków, Łódź, Szczecin, Wrocław. [14, s. 9]

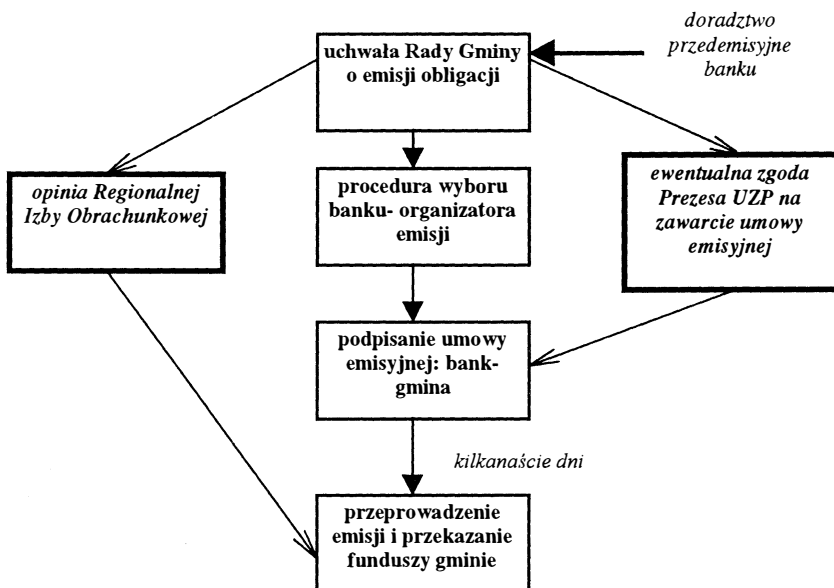
⁸ O relatywnej „przewadze” emisji niepublicznych nad publicznymi decydują przede wszystkim niższe koszty kreacji instrumentów finansowych dzięki niej. Wynikające z wymogów otoczenia prawnego polskiego rynku kapitałowego stosunkowo wysokie koszty emisji publicznej związane są m. in. z obowiązkowym audytem budżetu przyszłego emitenta.

w celu minimalizacji kosztów przygotowania i druku arkuszy obligacji, wartość nominalna pojedynczego papieru wartościowego winna kształtować się na poziomie 100 tys. zł. [17, s. 1]

W związku z normami otoczenia prawnego polskiego rynku kapitałowego obligacje jednostek samorządu terytorialnego mogą charakteryzować się zróżnicowanym poziomem zabezpieczenia emisji. W związku z tym wyodrębnia się obligacje zabezpieczone, częściowo zabezpieczone, a także niezabezpieczone. Wyemitowane w gospodarce polskiej do końca 2000 komunalne papiery wartościowe nie były zabezpieczone.⁹ Uważa się, że świadczy to o relatywnie wysokiej wiarygodności samorządów terytorialnych jako emitentów.[29, ss. 21- 22]

SCHEMAT 1

Etapy kreacji obligacji gminnych



Źródło: opracowanie własne na podstawie [17, s. 3].

Uogólniając, obligacje stanowią długoterminowy instrument finansowy. Na polskim rynku kapitałowym emitowano obligacje municypalne z terminem wykupu od 1 roku do 6 lat. Posiadały one roczny okres odsetkowy.¹⁰ W związku z tym odsetki dla ich posiadaczy należy wypłacać raz w roku, a wartość nominalną spłacać

⁹ Brak konieczności zabezpieczenia emisji obligacji stanowi jedną z różnic między tymi instrumentami finansowymi a kredytem, którego jedną z cech jest konieczność zabezpieczenia jego zwrotu (w celu minimalizacji ryzyka kredytowego). Uważa się, że taki sposób pozyskiwania obcych funduszy na rynku może być stosunkowo tani, ponieważ z zabezpieczeniami wiążą się dodatkowe koszty. Jest on również sprawniejszy, gdyż brak wymogu ustanowienia zabezpieczeń pozwala uniknąć stosunkowo czasochłonnnych procedur związanych np. z ustanowieniem hipoteki lub poręczenia. [9, ss. 59- 60]

¹⁰ Przy tym możliwe jest ustalenie okresu odsetkowego krótszego niż rok, np. kwartał, co powinno korzystnie oddziaływać na płynność tych instrumentów finansowych na rynku wtórnym.

jednorazowo w chwili wykupu papierów wartościowych.¹¹ Oprócz tego w odniesieniu do dochodu odsetkowego posiadaczy obligacji samorządowych należy stwierdzić, że oprocentowanie tych papierów wartościowych było zmienne, a więc w każdym okresie odsetkowym jego wysokość była korygowana. [8, ss. 9- 10].

Podsumowując niniejszą część opracowania, należy przedstawić ogólny schemat ilustrujący kreację obligacji municypalnych (Schemat 1.), której celem jest pozyskanie środków finansowych na określone inwestycje w gospodarce lokalnej. Przy tym, ze względu na fakt, że w warunkach gospodarki polskiej zdecydowana większość emisji obligacji municypalnych została dokonana przez gminy, uwzględniono na nim właśnie te podmioty samorządowe. Ze Schematu 1. wynika, że bank komercyjny jest w stanie wydatnie wspomóc proces emisji obligacji samorządowych już na jego wstępie, sprawnie ulokować papiery wartościowe na rynku i stosunkowo szybko przekazać pozyskane środki finansowe emitentowi.

3. Opracowanie koncepcji emisji

Jednostka samorządu terytorialnego, która zamierza przeprowadzić emisję obligacji powinna na wstępie określić swoje potrzeby finansowe związane z planowanymi inwestycjami.¹² Następnie należy przeprowadzić analizę dotychczasowego i przyszłego zadłużenia wynikającego z zamierzeń inwestycyjnych samorządu terytorialnego ze szczególnym uwzględnieniem limitów zobowiązań kredytowych kreślonych w odpowiednich regulacjach prawnych.¹³ Uważa się, że już na tym etapie konieczne jest nawiązanie współpracy między jednostką samorządu terytorialnego, a bankiem komercyjnym, którego wyspecjalizowane komórki organizacyjne na poziomie oddziału operacyjnego lub centrali wspomagają proces decyzyjny potencjalnego emitenta.¹⁴

¹¹ Należy zwrócić uwagę, że w przypadku emisji jednej serii obligacji istnieje dla emitenta ryzyko zachwiania płynnością budżetu lokalnego w związku z wykupem obligacji. W celu minimalizacji tego zagrożenia jednostki samorządu terytorialnego winny dokonywać kreacji papierów wartościowych w kilku seriach o różnych terminach zapadalności. Przy tym struktura emisji powinna być dostosowana do prognozowanych dochodów gospodarki lokalnej oraz jej obciążeń finansowych wynikających z dotychczasowego zadłużenia. [17, s. 6].

¹² Środki finansowe pozyskiwane w drodze emisji obligacji winny być przeznaczone na ściśle określony cel. Polskie jednostki samorządowe fundusze uzyskane na rynku dłużnych papierów wartościowych przeznaczały głównie na inwestycje infrastrukturalne w gospodarce lokalnej. Szacuje się, że blisko 30% środków finansowych z emisji obligacji komunalnych zostało spożytkowane na rozwój „komunikacji”, 15%- „dróg”, 11%- „wodociągów”, 5%- „gospodarki odpadami”. [11, s. 10].

Konkretyzując te cele, należy wymienić konkretne przykłady emisji obligacji komunalnych:

- Legnica: 1997, 21,0 mln zł, zakup taboru autobusowego,
- Goleniów: 1998, 5,0 mln zł, budowa centrum administracyjnego oraz kompleksu sportowo-rekreacyjnego,
- Bielawa: 1998, 3,0 mln zł, budowa krytej pływalni,
- Jawor: 1998, 8,5 mln zł, budowa centrum sportowego,
- Pruszcz Gdański: 1998, 0,6 mln zł, rozwój sieci kanalizacyjnej,
- Wejherowo: 1998, 1,1 mln zł, zakup taboru komunikacji miejskiej,
- Krotoszyn: 1999, 10, 0 mln zł, budowa kompleksu sportowo- rekreacyjnego,
- Koło: 2000, 15,0 mln zł, budowa i remont dróg. [16, s. 4; 17, ss. 7- 8]

¹³ Spłata zadłużenia kredytowego jednostki samorządu terytorialnego w danym roku nie może przekraczać 15% jego dochodów, a łączne zobowiązania kredytowe nie powinny być większe niż 60% dochodów. [4, s. 8]

¹⁴ Określenie konkretnej komórki organizacyjnej zajmującej się współpracą z potencjalnym emitentem jest uzależnione głównie od wielkości emisji. Jednak najczęściej banki komercyjne delegują do współpracy w procesie emisyjnym obligacji municypalnych wyspecjalizowane komórki organizacyjne swoich central, ponieważ samorządy są jednymi z ich strategicznych klientów. [12, ss. 81- 87]

Kompleksowa analiza potrzeb inwestycyjnych i możliwości finansowych potencjalnego emitenta umożliwia określenie efektywnej wysokości zadłużenia, a także harmonogram jego zaciągania i spłaty.

W tej wstępnej fazie procesu emisyjnego dokonywana jest ostateczna decyzja o wyborze źródła finansowania inwestycji samorządowych. [10, ss. 2- 3] Do analiza efektywności kreacji obligacji municypalnych może być pomocny Wzór 1. [10, s. 10], dzięki któremu możliwe jest określenie kosztu długu obligacyjnego, a następnie dokonanie bezwzględnej i względnej analizy efektywności pozyskania kapitału na inwestycje w drodze emisji obligacji samorządowych.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{I_t \cdot (1 - T)}{(1 + k_d)^t} + \frac{P_n}{(1 + k_d)^n} \quad (1.)$$

gdzie: k_d - koszt długu obligacyjnego, P_0 - wartość rynkowa obligacji w momencie emisji, pomniejszona o jej koszty, I_t - odsetki w okresie t , na jaki emitowane są obligacje, T - stopa podatku dochodowego od przychodów odsetkowych z tytułu posiadania obligacji, P_n - cena wykupu obligacji.

Wyznaczone w oparciu o Wzór 1. koszt kapitału obcego pochodzącego z emisji obligacji pokazuje, że w tym przypadku nie jest istotny jedynie poziom stopy procentowej obligacji, ale również relacja między ceną emisyjną a wartością nominalną dłużnych papierów wartościowych. Do określenia tych wielkości pomocna może być również współpraca z bankiem komercyjnym.

Po określeniu kosztu długu obligacyjnego, dokonuje się jego dalszej analizy. Po pierwsze, bada się, czy jego poziom jest akceptowany przez emitenta. Jeżeli tak, prace przygotowawcze emisji obligacji wkraczają w następną fazę. Jeżeli nie, dokonuje się odpowiednich kalkulacji w celu zmniejszenia jego poziomu lub wybiera się inny instrument finansowy, dzięki któremu możliwe będzie zrealizowanie danego przedsięwzięcia inwestycyjnego. [15, ss. 29- 31]

Kolejną fazą przygotowań na wstępnym etapie emisji obligacji municypalnych jest podjęcie odpowiedniej uchwały przez uprawniony do tego organ jednostki samorządu terytorialnego (rada gminy, rada powiatu, sejmik wojewódzki), która stanowi prawną podstawę kreacji obligacji municypalnych i jest niezbędna w procesie emisyjnym tych instrumentów finansowych. Uchwała powinna określać istotne parametry emisji obligacji, m. in.: wielkość emisji, okres, na jaki są emitowane papiery wartościowe, konstrukcję i wysokość oprocentowania¹⁵, cel emisji, źródła finansowania płatności

Bank, rozpoczynając współpracę z przyszłym samorządowym emitentem obligacji, bierze pod uwagę następujące jego charakterystyczne cechy:

- jednostka samorządu terytorialnego w praktyce nie może zbankrutować, ale może znaleźć się w trudnej sytuacji finansowej, jaka ograniczy jej płynność finansową, [20, ss. 45- 46]
- relatywnie wysoka wartość majątku trwałego (zwłaszcza nieruchomości, w przypadku, kiedy ich wartość zostanie oszacowana podejściem kosztowym),
- względna niezależność i samodzielność finansowa (związana z szeroką bazą dochodową), ale przy tym uzależnienie części dochodów jednostki samorządowej od decyzji zewnętrznych,
- stosunkowo ograniczona możliwość manewrowania wydatkami wynikająca ze złożoności zadań samorządów lokalnych,
- zarządzanie o charakterze publicznym i biurokratycznym (np. procedury przetargowe). [9, s. 62]

¹⁵ W warunkach gospodarki polskiej często do określania wysokości oprocentowania obligacji wykorzystywano średnią rentowność 52- tygodniowych bonów skarbowych wyliczoną za określony okres odsetkowy obligacji. Do tak określonej stopy bazowej oprocentowania dodawana jest określona marża procentowa (0,5%- 2,0% w zależności od poziomu goodwill'u emitenta). Dzięki temu obligacje municypalne

odsetek obligacyjnych i wykupu obligacji, a także upoważniać władze wykonawcze jednostki samorządu terytorialnego do wyboru banku- organizatora emisji. Z formalnego punktu widzenia przeprowadzenie emisji samorządowych papierów wartościowych jest możliwe po zaopiniowaniu uchwały przez Regionalną Izbę Obrachunkową. Oprócz tego jeżeli emisja obligacji następuje na okres dłuższy niż 3 lata na zawarcie odpowiedniej umowy z bankiem- organizatorem emisji konieczna jest zgoda Prezesa Urzędu Zamówień Publicznych.

4. Wprowadzanie obligacji na rynek

Współpraca w procesie emisyjnym obligacji między jednostką samorządu terytorialnego a bankiem może być nawiązana już w początkowym etapie kreacji tych instrumentów finansowych. Jednak jeżeli emitent samodzielnie opracował wstępną koncepcję emisji dłużnych papierów wartościowych, współpraca może zostać rozpoczęta na etapie plasowania emisji na rynku kapitałowym. W takim przypadku umowa emisyjna, regulująca całokształt obowiązków emitenta i banku komercyjnego w procesie emisyjnym nie będzie obejmowała doradztwa przedemisyjnego, zostanie ograniczona do organizacji i obsługi emisji.¹⁶

Bank komercyjny na podstawie uzyskanych od emitenta materiałów przygotowuje memorandum informacyjne, które będzie wysyłane potencjalnym inwestorom. Opisuje ono emitenta, jego kondycję finansową ze szczególnym uwzględnieniem dochodów i wydatków budżetu, dotychczasowego zadłużenia i prognoz finansowych na czas trwania emisji.¹⁷ W memorandum scharakteryzowany jest również szczegółowo cel emisji. Uważa się, że przejrzystość informacyjna opracowanego przez bank memorandum jest ważnym czynnikiem sprzyjającym zdobyciu zaufania inwestorów, a w konsekwencji wpływającym na powodzenie emisji.

Bank może przeprowadzić analizę rynku potencjalnych inwestorów w celu zapoznania ich z emisją. Informacje o przyszłej emisji mogą być także prezentowane w prasie finansowej (np.: „Prawo i Gospodarka”, „Parkiet”, „Puls Biznesu”) oraz

charakteryzują się wyższym poziomem „atrakcyjności” inwestycyjnej z punktu widzenia inwestorów. [8, ss. 9-10]

¹⁶ Bank komercyjny pobiera określone wynagrodzenie za wykonywane przez siebie czynności. Wybierając bank- organizatora emisji, jednostka samorządu terytorialnego winna kierować się szeregiem przesłanek, do jakich należy m. in. wysokość opłat i prowizji związanych z procesem emisyjnym obligacji municypalnych, a należnych za:

- opracowanie ostatecznej koncepcji emisji,
- doradztwo prawne i finansowe,
- uplasowanie emisji na rynku pierwotnym,
- zorganizowanie i prowadzenie depozytu obligacji oraz rejestru obligatariuszy,
- zorganizowanie i obsługa rynku wtórnego,
- gwarantowanie emisji,
- promocja emisji,
- wydrukowanie arkuszy obligacji,
- przygotowanie prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego oraz koszty związane z prowadzeniem dłużnych instrumentów municypalnych do obrotu publicznego. [21]

¹⁷ Memorandum informacyjne gminy Ostrów Wielkopolski w celu zwiększenia przejrzystości informacyjnej zawiera m. in. szczegółową charakterystykę ryzyka inwestycyjnego związanego z nabyciem jej obligacji komunalnych. Zostało ono podzielone na następujące rodzaje:

- ryzyko związane z papierami wartościowymi o zmiennym oprocentowaniu,
- ryzyko właściwe dla jednostek samorządu terytorialnego,
- ryzyko specyficzne dla Ostrowa Wielkopolskiego. [18, ss. 54- 55]

specjalistycznych biuletynach poświęconych emisjom papierów dłużnych („Rating & Rynek”).

Po wyznaczeniu przez emitenta terminu emisji bank przygotowuje dokumenty obligacji i przedstawia je do podpisu upoważnionym przedstawicielom władz samorządowych. Ze względu na specyfikę rynku prywatnego, na jakim lokowana jest większość emisji obligacji, funkcjonują one jako dokumenty materialne (w tym przypadku dematerializacja, będąca jedną z cech publicznego obrotu papierami wartościowymi, nie jest konieczna). Po opatrzeniu podpisami arkusze obligacji zostają złożone w depozycie banku- organizatora emisji.

Na etapie wprowadzania obligacji na rynek kapitałowy bank sporządza również formularze propozycji nabycia zawierające niezbędne informacje o emisji.¹⁸ Po podpisaniu przez uprawnione do tego osoby, reprezentujące emitenta, zgodnie z zasadami emisji niepublicznej, propozycje nabycia są wysyłane do potencjalnych inwestorów w liczbie nie większej niż 300 osób. W takim przypadku bank komercyjny może gwarantować uplasowanie emisji na rynku, a więc pełni rolę gwaranta. W razie niewykupienia oferowanych na rynku obligacji, nabywa on plasowane przez siebie papiery wartościowe. Taka forma wprowadzania papierów wartościowych na rynek nosi miano subemisji inwestycyjnej. [5, s. 7]

Uważa się, że w przypadku emisji niepublicznej szczególnie sprawnym sposobem pozyskiwania środków finansowych jest kierowanie propozycji nabycia jedynie do banku- organizatora emisji, który obejmuje wszystkie oferowane obligacje, a środki finansowe z tym związane niezwłocznie przekazuje emitentowi. W związku z tym ryzyko nieuplasowania emisji obligacji municypalnych jest przenoszone całkowicie na bank komercyjny uczestniczący w procesie emisyjnym. Następnie bank sprzedaje obligacje inwestorom na własny rachunek na rynku wtórnym. Takie działanie określa się jako subemisja usługowa. Dzięki skróceniu procedury emisyjnej w wyniku zastosowania takiej procedury emisyjnej samorząd terytorialny relatywnie szybko otrzymuje fundusze uzyskane w drodze emisji papierów dłużnych, a koszty kreacji tych instrumentów finansowych są stosunkowo niskie. Sprzedaż obligacji zamyka etap wprowadzania samorządowych papierów wartościowych na rynek. [5, s. 7]

5. Obsługa emisji

Współpraca w procesie emisyjnym obligacji municypalnych między jednostką samorządu terytorialnego a bankiem komercyjnym nie kończy się w momencie ulokowania papierów wartościowych na rynku. Bank komercyjny- organizator emisji prowadzi depozyt, w którym złożone są dokumenty obligacji. Ich nabywcy na rynku wtórnym otrzymują świadectwa depozytowe, czyli specyficzne dokumenty

¹⁸ Propozycja nabycia winna zawierać następujące dane:

- jednoznaczne określenie przedsięwzięcia, na jakie przeznaczone zostaną środki finansowe z emisji,
- wielkość emisji,
- wartość nominalna i cena emisyjna obligacji,
- warunki wykupu i wypłaty oprocentowania,
- określenie ewentualnego zabezpieczenia,
- wyników finansowych emitenta i prognozy ich kształtowania się,
- dane umożliwiające potencjalnym nabywcom obligacji orientację w oczekiwanych efektach finansowanego przedsięwzięcia oraz zdolności emitenta do regulowania zobowiązań wynikających z emisji,
- ewentualne zasady przeliczania świadczenia niepieniężnego na pieniądze. [22]

potwierdzające prawo własności papierów wartościowych, jakich dotyczą. Nabywcy obligacji municypalnych są odnotowywani w rejestrze obligatariuszy, który również prowadzony jest przez bank komercyjny. Taki model depozytu umożliwi sprawną identyfikację obligatariuszy, a także ułatwi obrót wtórny obligacjami samorządów terytorialnych oraz wypłatę świadczeń związanych z obligacjami. Należy zaznaczyć, że jest on możliwy do zastosowania w warunkach emisji prywatnej. Publiczny obrót papierami wartościowymi podlega innym regulacjom, gdzie dominującą rolę odgrywa Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. [27] W związku z tym wszystkie wyemitowane w Polsce do końca 2000 obligacje municypalne były przechowywane w depozytach organizatorów emisji.

Po przeprowadzeniu emisji bank komercyjny pełni funkcję pełnomocnika do spraw płatności. W związku z tym emitent obligacji municypalnych w ustalonych terminach przekazuje bankowi kwoty odpowiadające płatnościom oprocentowania, bądź wykupu obligacji, a bank wypłaca świadczenia poszczególnym obligatariuszom uprawnionym do ich otrzymania. Uważa się, że bank jako profesjonalna instytucja finansowa jest w stanie zapewnić sprawne i terminowe rozliczenie wszystkich płatności, a w przypadku przejściowych trudności finansowych, jakie nie pozwalają jednostce samorządu terytorialnego terminowo regulować zobowiązań obligacyjnych, może jej udzielić odpowiedniego kredytu.

Bank komercyjny, uczestnicząc w procesie emisji obligacji municypalnych, organizuje ich rynek wtórny, umożliwiając dokonywanie transakcji kupna- sprzedaży samorządowych papierów wartościowych przed terminem ich wykupu. Specyficzną formę wtórnego rynku obligacji komunalnych stanowi tzw. aktywny rynek wtórny tych instrumentów finansowych. Bank komercyjny podaje kwotowania, po jakich jest skłonny kupić lub sprzedać określone obligacje municypalne we własnym imieniu. Uważa się, że stosunkowo wysoki stopień płynności rynku wtórnego zwiększają atrakcyjność obligacji dla ich potencjalnych nabywców, a w konsekwencji aktywizuje rynek pierwotny, umożliwiając kolejne emisje papierów wartościowych.

Specyficzną funkcją banku komercyjnego, jaki bierze udział w procesie emisji obligacji municypalnych jest funkcja banku- reprezentanta, przy czym jest ona nieodzowna w przypadku emisji publicznej. [22] Prawne otoczenie polskiego rynku kapitałowego nie wyklucza jednak możliwości pełnienia przez bank takiej funkcji na rynku prywatnym lub w przypadku krótkoterminowej emisji publicznej o terminie zapadalności krótszym niż 1 rok. Bank- reprezentant nadzoruje realizację zobowiązań emitenta obligacji wobec ich posiadaczy. Do jego obowiązków należą m. in. następujące działania:

- analiza sytuacji finansowej emitenta z punktu widzenia zdolności do wykonywania obowiązków wynikających z emisji obligacji municypalnych,
- udzielanie wyjaśnień obligatariuszom na temat problematyki dotyczącej emisji samorządowych papierów dłużnych,
- zawiadamianie obligatariuszy o trudnej sytuacji finansowej emitenta, która może stanowić zagrożenie dla sprawnej regulacji zobowiązań obligacyjnych. [1, s. 93]

Na zakończenie tej części niniejszego opracowania należy stwierdzić, że bank-reprezentant i bank- organizator emisji nie muszą być tą samą instytucją. Podobna sytuacja występuje również w przypadku banku- gwaranta emisji. Jednak w praktyce jeden bank lub konsorcjum bankowe kompleksowo obsługuje cały proces emisyjny.¹⁹

¹⁹ W gospodarce polskiej w emisji obligacji municypalnych uczestniczyły m. in. następujące banki:

6. Podsumowanie

W niniejszym opracowaniu została scharakteryzowana rola banku komercyjnego w procesie emisji obligacji municypalnych, a więc w procesie pozyskiwania zwrotnych środków finansowych przez polskie jednostki samorządu terytorialnego. Instytucja ta, jako profesjonalny uczestnik rynku finansowego, jest w stanie kompleksowo zająć się obsługą samorządowego emitenta, działając na wszystkich etapach kreacji komunalnych instrumentów finansowych. Przy tym w zależności od wielkości emisji bank komercyjny może uczestniczyć w procesie emisyjnym samodzielnie lub wraz z innymi bankami utworzyć odpowiednie konsorcjum.

Na wstępnym etapie emisji, gdzie opracowywana jest koncepcja obligacji, wyspecjalizowane komórki organizacyjne banku komercyjnego są w stanie efektywnie wspomóc proces decyzyjny jednostki samorządu terytorialnego, prowadząc doradztwo przedemisyjne, które obejmuje między innymi wybór ścieżki emisyjnej wraz z określeniem harmonogramu konkretnych czynności emisyjnych. Dzięki temu może zostać opracowana koncepcja emisji obligacji samorządowych, która zapewni maksymalizację produktywności pozyskanego w jej wyniku kapitału lub wybrany inny sposób finansowania planowanych inwestycji, lepiej odpowiadający ich specyfice.

Na etapie wprowadzania emisji obligacji municypalnych na rynek kapitałowy bank komercyjny przygotowuje odpowiednie dokumenty, niezbędne do jej uplasowania, dokonuje analizy rynku w celu oszacowania wielkości popytu na daną emisję papierów dłużnych, a także przygotowuje dokumenty obligacji. Jednak szczególnie ważną czynnością wykonywaną na tym etapie przez bank jest sprzedaż emisji wśród inwestorów. W celu minimalizacji ryzyka niepowodzenia uplasowania emisji na rynku bank komercyjny może pełnić rolę jej gwaranta lub nabyć na własny rachunek całość emisji samorządowych papierów wartościowych.

Obsługując emisję ulokowaną na rynku, bank komercyjny prowadzi depozyt obligacji municypalnych, a także pełni rolę pełnomocnika do spraw płatności wynikających z dłużnych papierów wartościowych, zapewniając sprawne i terminowe rozliczanie wszelkich płatności obligacyjnych. Bank organizuje również rynek wtórny obligacji samorządowych, zapewniając mu odpowiedni poziom płynności, aktywizując przy tym rynek pierwotny. Na tym etapie bank komercyjny może pełnić również rolę reprezentanta interesów obligatariuszy w stosunku do jednostki samorządu terytorialnego.

Reasumując, należy stwierdzić, że bank komercyjny może być instytucją efektywnie wspierającą samorząd lokalny w procesie emisji obligacji na każdym z jego etapów.

Literatura

1. Bielecka Z., Wierzbowski M.: *Papiery dłużne, zagadnienia praktyczne*. PARKIET Spółka z o. o., Warszawa 1998.

PKO Bank Polski S.A. (1998- obsługa 8 emitentów obligacji municypalnych, w 1999- obsługa również 8 jednostek samorządu terytorialnego w zakresie emisji obligacji, również uczestnik procesów emisyjnych w 2000), PEKAO S.A., Bank Handlowy S.A., Wielkopolski Bank Kredytowy S.A., Bank Współpracy Regionalnej S.A. (w konsorcjum z PEKAO S.A.), ING Bank S.A. (w konsorcjach z Bankiem Komunalnym w Gdyni S.A. oraz Bankiem Śląskim S.A.), Bank Przemysłowo- Handlowy S.A., Bank Ochrony Środowiska S.A., Bank Gospodarki Żywnościowej S.A., Amerbank S.A., Powszechny Bank Kredytowy S.A., BIG Bank Gdański S.A.). [7, s. 13; 17, ss. 7- 8]

2. Brzeski W.: *Gmina jako podmiot rynku kapitałowego*. „Zeszyty PBR- CASE” 1997, nr 27.
3. Czaplą W.: *Obligacje komunalne i mieszkaniowe*. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996.
4. Cekaj M.: *Ocena zdolności kredytowej gminy*. „Wspólnota” 1997, nr 9.
5. Dobosiewicz Z.: *Pośrednictwo banków w zakresie obrotu papierami wartościowymi*. *Bankowe abc*, w: „Bank i Kredyt” 1997, nr 7- 8.
6. Dusza M.: *Rynki finansowe: banki komercyjne a polski rynek kapitałowy*. *Materiały i Studia*, NBP, Warszawa 1994, nr 43.
7. Dusza M.: *Banki na polskim rynku kapitałowym 1994- 1997*. *Materiały i Studia*, NBP, Warszawa 1998, nr 77.
8. Gieryński P., Miller P.: *Obligacje miejskie jako instrument finansowania infrastruktury*. „Zeszyty PBR- CASE” 1997, nr 27.
9. Jastrzębska M.: *Zarządzanie długiem gminy- aspekty teoretyczne i praktyczne*. „Bank i Kredyt” 1997, nr 10.
10. Jastrzębski J., Kalinowski S., Mizerka J., Skowroński A.: *Decyzje inwestycyjne*. „Poradnik Gazety Prawnej” 1999, nr 16.
11. Kopańska A.: *Zwrotne środki finansowania samorządu terytorialnego*. *Bankowe abc*, w: „Bank i Kredyt” 1999, nr 11.
12. Koreniuk D.: *Specyfika gospodarki i finansów samorządu terytorialnego w warunkach polskich, kierunki wykorzystania przez bank specyfiki samorządowej*, „Bank i Kredyt” 2000, nr 1- 2.
13. Kosmowska A.: *Obligacje komunalne- część pierwsza*. *Bankowe abc*, w: „Bank i Kredyt” 1997, nr 1- 2.
14. Kosmowska A.: *Obligacje komunalne- część druga*. *Bankowe abc*, w: „Bank i Kredyt” 1997, nr 3.
15. Levitas A.: *Badanie zdolności kredytowej i obligacji gmin*. „Zeszyty PBR- CASE” 1997, nr 27.
16. *Materiały promocyjne: Oferta na organizację i przeprowadzenie emisji obligacji komunalnych*. Opracowanie i publikacja Departament Inwestycji Kapitałowych PKO bp, Warszawa 1998.
17. *Materiały promocyjne: Emisja obligacji komunalnych*. Opracowanie i publikacja Departament Bankowości Inwestycyjnej PKO BP S.A., Warszawa 2000.
18. *Memorandum informacyjne i prospekt emisyjny publicznej emisji obligacji komunalnych*. Opracowanie (na podstawie obligacji gminy Ostrów Wielkopolski) Research Triangle, MUNICIPIUM, Warszawa 1997.
19. Przasnycki R.: *Papiery wierzycielskie*. „Magazyn <<Parkiet>>: Polski rynek kapitałowy” 1997.
20. Radkowska E., Dacewicz T., *Rynek nieskarbowych papierów dłużnych- ryzyko kredytowe*. „Nasz Rynek Kapitałowy” 1999, nr 5.
21. Urbaniak M., *Cena komunalnego pieniądza*. „Gazeta Bankowa” 1995, nr 40.
22. Ustawa z dnia 19 lipca 1995 o obligacjach, Dz. U. z 1995, nr 83., poz. 420., w: LEX- baza danych odnośnie aktów prawnych w Polsce.
23. Ustawa z dnia 8 marca 1990 o samorządzie gminnym, tekst jednolity, Dz. U. z 1996, nr 13., poz. 74., w: LEX- baza danych odnośnie aktów prawnych w Polsce.
24. Ustawa z dnia 5 czerwca 1998 o samorządzie powiatowym, Dz. U. z 1998, nr 91., poz. 578., w: LEX- baza danych odnośnie aktów prawnych w Polsce.

25. Ustawa z dnia 5 czerwca 1998 o samorządzie województwa, Dz. U. z 1998, nr 91., poz. 576., w: LEX- baza danych odnośnie aktów prawnych w Polsce.
26. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 Prawo bankowe, Dz. U. z 1997, nr 140., poz. 939., w: LEX- baza danych odnośnie aktów prawnych w Polsce.
27. Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz. U. z 1997, nr 118., poz. 754., w: LEX- baza danych odnośnie aktów prawnych w Polsce.
28. Weber M.: *Ile wart jest Ostrów*. „Wspólnota” 2000, nr 48.
29. Żukowski P.: *Obligacje komunalne na tle innych instrumentów finansowych*. „Zeszyty PBR- CASE” 1997, nr 27.

Mgr Arkadiusz Marcin NIEDŹWIECKI
Katedra Polityki Ekonomicznej i Rozwoju Gospodarczego
Wydział Ekonomiczny
Uniwersytet w Białymstoku