

# EMISJA OBLIGACJI MUNICYPALNYCH JAKO INSTRUMENT AKTYWIZACJI ROZWOJU REGIONALNEGO

Arkadiusz Marcin NIEDŹWIECKI\*

## 1. Wstęp

Dla aktywizacji procesu rozwoju lokalnego, a więc proefektywnościowej zmiany struktury systemu gospodarczego na stosunkowo małym, wyodrębnionym obszarze, dzięki której możliwy jest wzrost poziomu jej konkurencyjności, a w konsekwencji podniesienie poziomu życia, konieczne jest zapewnienie odpowiedniego zasilenia środkami finansowymi.

W warunkach gospodarki polskiej stosunkowo duże znaczenie dla aktywizacji rozwoju regionalnego mają działania jednostek samorządu terytorialnego, szczególnie od roku 1999 dzięki uprawnieniom decyzyjnym uzyskanym na podstawie reformy administracyjnej państwa. Podmioty te mogą pozyskiwać środki finansowe z różnorodnych źródeł<sup>1</sup>, zarówno o charakterze bezwrotnym, jak też pożyczkowym, jednym z nich jest emisja obligacji municypalnych. Ma ona szczególne znaczenie w warunkach stosunkowo dobrze rozwiniętych lokalnych systemów gospodarczych, na terenie których efektywnie funkcjonują samorzady lokalne. W takich przypadkach fundusze uzyskane dzięki ulokowaniu dłużnych papierów wartościowych na rynku kapitałowym mogą zostać przeznaczone na finansowanie inwestycji rozwojowych, a dzięki temu przyczynić się do wzmocnienia procesu rozwoju lokalnego.

W związku z tematem niniejszego opracowania emisja obligacji municypalnych (będąca alternatywną formą pozyskiwania kapitału w stosunku do jego innych zewnętrznych źródeł)<sup>2</sup>

---

\* mgr Arkadiusz M. Niedźwiecki, Uniwersytet w Białymstoku, Wydział Ekonomiczny

<sup>1</sup> Do dochodów samorządów terytorialnych można zaliczyć:

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

Należy zaznaczyć, że dla poszczególnych „poziomów samorządowych” w Polsce: gminy, powiatu i województwa określone są ściśle źródła otrzymywania przez nie dochodów. Zob. [23, 26, 27].

<sup>2</sup> Wśród „pozaobligacyjnych” zewnętrznych instrumentów pozyskiwania kapitału przez samorzady terytorialne można wymienić:

- kredyty bankowe (szczególnie preferencyjne),
- leasing,
- faktoring,
- krótkoterminowe papiery dłużne o charakterze bonów komercyjnych.

Por. [16, s. 4-6].

zostanie scharakteryzowana w aspekcie przedmiotowym (obligacje komunalne jako specyficzne instrumenty rynku kapitałowego) oraz czynnościowym (proces kreacji municypalnych papierów wartościowych) ze szczególnym uwzględnieniem roli banku komercyjnego – podmiotu pośredniczącego w procesie emisyjnym. Oprócz tego analiza obejmie korzyści dla jednostek samorządu terytorialnego wynikające z emisji obligacji.

## 2. Obligacja jako dłużny papier wartościowy

Przedmiotem obrotu na rynkach finansowych są instrumenty finansowe<sup>3</sup>, czyli kontrakty między stronami umowy regulujące zależność finansową między nimi, a ich szczególnie przypadkiem to papiery wartościowe<sup>4</sup> – dokumenty inkorporujące określone prawa majątkowe utrwalone w taki sposób, że mogą stanowić samodzielny przedmiot obrotu na rynku. Miejszem ich wymiany jest rynek papierów wartościowych, na którym przeprowadzane są transakcje kupna-sprzedaży między emitentami walorów a inwestorami – rynek pierwotny oraz pomiędzy inwestorami – rynek wtórny. Dla ich emitentów stanowią źródło pozyskiwania środków finansowych o zróżnicowanym horyzoncie czasowym, natomiast dla inwestorów przedmiot potencjalnych zysków o oczekiwanej stopie zwrotu wyższej niż substytucyjne instrumenty lokowania wolnych środków<sup>5</sup>.

Na rynkach finansowych, w szczególności rynku kapitałowym dłużną (wierzycielską) grupę papierów wartościowych reprezentują obligacje<sup>6</sup>. W polskim systemie gospodarczym obligacje określane są jako papiery wartościowe emitowane w serii, w których emitent stwierdza, że jest dłużnikiem wobec ich właściciela i zobowiązuje się wobec niego jako obligatariusza do spełnienia określonego świadczenia związanego z wykupem obligacji<sup>7</sup>. Świadczenie to może mieć charakter pieniężny lub niepieniężny. Przy tym świadczenie pieniężne polega na zapłacie należności głównej (wykup obligacji) i należności ubocznych – odsetek płatnych w sposób określony w warunkach emisji. Natomiast świadczenie niepieniężne może dotyczyć praw do udziałów w przyszłych zyskach emitenta, prawa do zamiany obligacji na akcje spółki będącej

<sup>3</sup> Por. [7, s. 12].

<sup>4</sup> Zob. [12, s. 13-15]. Z punktu widzenia prawnego otoczenia rynku kapitałowego, według polskiego ustawodawstwa papierami wartościowymi są „akcje i obligacje oraz inne papiery wyemitowane na podstawie właściwych przepisów, zbywalne prawa majątkowe wynikające z tych papierów oraz inne prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny papierów wartościowych”. Zob. [25].

<sup>5</sup> Por. [9, s. 9-12].

<sup>6</sup> W świetle analizy literatury można stwierdzić, że obligacje stanowią modelowo substytucyjny instrument pozyskiwania kapitału w stosunku do kredytu bankowego. Przy tym do cech wspólnych obligacji i kredytu bankowego można zaliczyć: zwrot pożyczonych środków finansowych na określonych uprzednio warunkach oraz wielkość i sposób spłaty zobowiązań zależny od pozycji rynkowej pożyczkobiorcy. Różnice stanowią natomiast (w kontekście obligacji): zbywalność, dwuaspektowość świadczeń pożyczkobiorcy (pieniężne lub niepieniężne), względna samodzielność kształtowania warunków emisji przez emitenta, w tym ustalania ceny pożyczki, relatywne ograniczenie funkcji kontrolnej banku wobec pożyczkobiorcy, nieratalny charakter spłaty zobowiązań, stosunkowo duża liczba wierzycieli (pożyczkodawców). Zob. [8, s. 59]. Por. [10, s. 2-3].

<sup>7</sup> Przy tym konieczność emitowania obligacji w serii pociąga za sobą równość praw majątkowych inkorporowanych w każdym papierze wartościowym wyemitowanym w danej serii (brak jakiegokolwiek uprzywilejowania wobec siebie poszczególnych ich posiadaczy). Zob. [24].

ich emitentem (obligacje zamienne) oraz prawa pierwszeństwa do objęcia emitowanych w przyszłości akcji spółki emitującej obligacje (obligacje z prawem pierwszeństwa).

Wyemitowane obligacje lokowane na polskim rynku kapitałowym winny zawierać następujące elementy<sup>8</sup>:

- powołanie podstawy prawnej emisji,
- jednoznaczne określenie nazwy i siedziby emitenta,
- serię obligacji,
- nazwę obligacji oraz jej nominalną wartość i kolejny numer,
- wysokość oprocentowania i warunki wykupu, w tym miejsce wypłaty oprocentowania oraz datę, od jakiej się je nalicza,
- wielkość gwarancji i zasady jej udzielania (lub wskazanie jej braku), a także określenie podmiotu gwarantującego,
- podpisy osób uprawnionych do zaciągania zobowiązań w imieniu emitenta (możliwość ich odtworzenia w sposób mechaniczny).

Emitentami tychże papierów wartościowych w warunkach polskiego systemu gospodarczego mogą być różnorodne podmioty posiadające osobowość prawną<sup>9</sup>:

- Skarb Państwa<sup>10</sup>,
- instytucje finansowe: banki i towarzystwa finansowe,
- inne podmioty gospodarcze, nie wyłączając fundacji i stowarzyszeń,
- Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej oraz analogiczne fundusze wojewódzkie,
- Agencja Własności Rolnej Skarbu Państwa,
- jednostki samorządu terytorialnego (gminy, powiaty, województwa), ich związki oraz miasto stołeczne Warszawa.

### 3. Specyfika polskich obligacji municypalnych

#### 3.1. Użycie obligacji w finansowaniu działalności samorządów terytorialnych

W gospodarce polskiej od momentu wejścia w życie odpowiednich unormowań prawnych regulujących funkcjonowanie rynku dłużnych papierów wartościowych, czyli od 1995 roku możliwe stało się lokowanie przez jednostki samorządowe obligacji municypalnych na rynku kapitałowym<sup>11</sup>. Do 1998 roku włącznie emitentami tychże instrumentów dłużnych mogły być gminy. Natomiast od 1999 roku w warunkach reformy samorządowej potencjalnymi emitentami obligacji municypalnych mogą być również powiaty i województwa<sup>12</sup>.

Zainteresowanie polskich jednostek samorządowych emisją obligacji ilustrują: wykres 1 i wykres 2. Wynika z nich, że stopień finansowania działalności samorządów terytorialnych za pośrednictwem dłużnych papierów wartościowych można ocenić jako stosunkowo niski, mi-

<sup>8</sup> Zob. [12, s. 88]. Por. [31, s. 5-15].

<sup>9</sup> Zob. [1, s. 28-29].

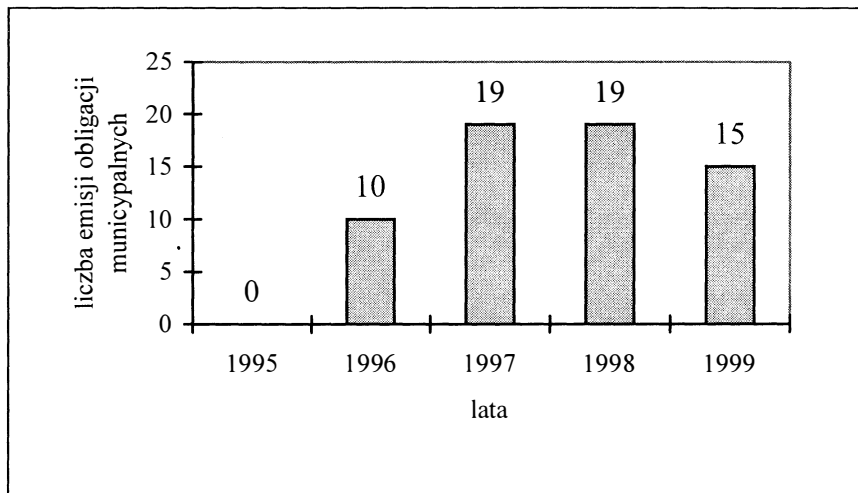
<sup>10</sup> Por. [28, s. 37-44].

<sup>11</sup> Zob. [24].

<sup>12</sup> Ze względu na konieczność udostępnienia przez emitenta informacji o sytuacji finansowej za ostatni rok obrachunkowy emisje obligacji municypalnych do 1999 roku były przeprowadzane jedynie przez gminy. W roku 2000 obligacje takie zostały wyemitowane przez powiaty: Lublin, Środa Śląska.

mo relatywnych korzyści tego mechanizmu w pozyskiwaniu kapitału (o czym w dalszej części niniejszego opracowania).

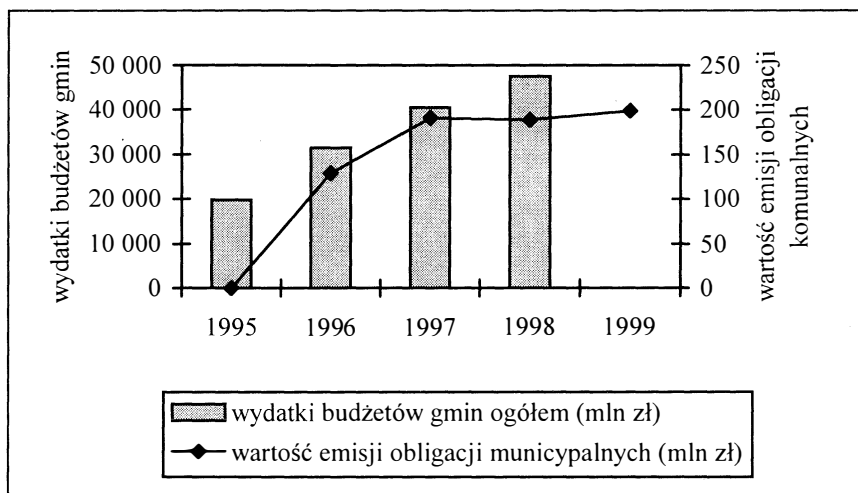
WYKRES 1



Liczba emisji obligacji komunalnych przeprowadzonych przez polskie jednostki samorządu terytorialnego w latach 1995-1999 (szt.)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji uzyskanych z Departamentu Bankowości Inwestycyjnej PKO BP S.A., a także tabeli [21]

WYKRES 2



Środki finansowe pozyskane w procesie emisji obligacji municypalnych a wydatki ogółem budżetów gmin

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji uzyskanych z Departamentu Bankowości Inwestycyjnej PKO BP S.A., a także [19, s. 506, 18, s. 475]

Uważa się, że wykorzystanie przez polskie samorzady terytorialne zewnętrznych zwrotnych źródeł finansowania swojej działalności, których jedna z form to emisja obligacji, w latach 1995-1999 było warunkowane między innymi<sup>13</sup>:

- dążeniem do pokrycia zaplanowanego deficytu budżetowego – wskazanie źródeł finansowania planowanych wydatków, jakie nie znajdowały odzwierciedlenia w oszacowanych dochodach,
- zapewnieniem płynności finansowej w gospodarce budżetowej, kiedy tempo realizacji wydatków było szybsze od dynamiki uzyskiwania dochodów w ciągu roku budżetowego,
- niedopuszczeniem do powstania recesji w systemie gospodarki lokalnej lub przeciwdziałaniem wobec już istniejących negatywnych procesów gospodarczych,
- redystrybucją w przyszłych okresach obciążeń finansowych społeczności lokalnej,
- ograniczeniem negatywnych skutków społeczno-ekonomicznych wynikających z gwałtownych, przejściowych zmian w poziomie wydatków samorządów terytorialnych, m.in. z tytułu klęsk żywiołowych.

### 3.2. Koszt emisji obligacji municypalnych

W przypadku wyboru przez jednostkę samorządu terytorialnego obligacji jako instrumentu pozyskania kapitału istotne jest określenie kosztu tego przedsięwzięcia przede wszystkim w aspekcie względnym w stosunku do innych źródeł, zwłaszcza kredytu bankowego<sup>14</sup>. Aby emisja obligacji była rentowna, jej oszacowana kapitałochłonność nie powinna być wyższa od analogicznej wielkości w przypadku odpowiedniego kredytu bankowego udzielanego jednostkom samorządu terytorialnego (równość kosztów pozyskania środków stanowi w tym przypadku minimalny wymóg efektywności)<sup>15</sup>.

Koszt emisji obligacji składa się z dwóch elementów: stopy procentowej oraz prowizji<sup>16</sup>. Stopa procentowa obligacji municypalnych określana jest najczęściej w oparciu o daną stopę bazową powiększoną o marżę odsetkową uzależnioną od terminu wykupu obligacji. W celu zwiększenia skłonności potencjalnych inwestorów do lokowania w instrumenty dłużne jednostek samorządów terytorialnych, określona stopa procentowa winna być wyższa od stóp procentowych na innych subrynkach walorów względnie bezpiecznych: obligacji skarbowych i lokat bankowych. Przy tym jej poziom powinien być mniejszy od kosztu pozyskania środków w oparciu o kredyt bankowy. Wymogi te spełnia rentowność bonów skarbowych, w przypadku emisji obligacji rocznych jest to rentowność bonów 52-tygodniowych. Marżę odsetkową należy przy tym oszacować na poziomie od 0,5% do 2,0%. Prowizja przyznawana agentowi emisji, określana jako procent

<sup>13</sup> Zob. [8, s. 59].

<sup>14</sup> Zob. [17, s. 45-49].

<sup>15</sup> Por. [9, s. 10-11].

<sup>16</sup> Zob. [11, s. 4-6].

wartości nominalnej obligacji, wyliczana jest w oparciu o następujące usługi organizatora emisji<sup>17</sup>:

- 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,
- wydrukowanie arkuszy obligacji,
- przygotowanie prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego oraz koszty związane z prowadzeniem dłużnych instrumentów municypalnych do obrotu publicznego.

### 3.3. Forma emisji obligacji municypalnych

Proces emisji obligacji municypalnych może być przeprowadzony za pomocą trzech głównych ścieżek<sup>18</sup>:

- publicznej subskrypcji przeprowadzonej w trybie obrotu publicznego;
- publicznej subskrypcji wyłączonej z obrotu publicznego;
- emisji niepublicznej.

W latach 1995-1999 wszystkie emisje obligacji były przeprowadzone w formie niepublicznej. W 1997 roku jedynie jeden emitent samorządowy, gmina Ostrów Mazowiecka, upublicznił wykreowane uprzednio na rynku prywatnym emisje obligacji. Handel tymi instrumentami prowadzono na regulowanym rynku pozagiełdowym – Centralnej Tabeli Ofert<sup>19</sup>. O relatywnej przewadze emisji niepublicznej nad publiczną decydują według emitentów przede wszystkim znacznie niższe koszty przeprowadzenia takiej emisji, związane m.in. z brakiem obowiązkowego audytu budżetu podmiotu zamierzającego lokować papiery wartościowe na rynku publicznym.

W przypadku emisji zamkniętej papiery wartościowe są oferowane nie więcej niż trzystu inwestorom, a propozycji ich nabycia nie przedstawia się za pośrednictwem środków masowego przekazu. Organizatorem obrotu wtórnego może być wówczas również agent emisji, przy czym obligacje municypalne plasowane są na rynku nieregulowanym. Agent emisji, podobnie jak w przypadku subskrypcji publicznej, może objąć całość lub część obligacji oferowanych przez jednostkę samorządu terytorialnego. Należy jednak zaznaczyć, że w przypadku emisji prywatnej szczegółowy zakres usług świadczonych samorządowi przez pośrednika jest zależny przede wszystkim od umowy cywilnoprawnej

<sup>17</sup> Por. [23].

<sup>18</sup> Obligacje samorządów terytorialnych, podobnie jak papiery dłużne innych emitentów mogą zostać wprowadzone na rynek międzynarodowy – poza granicami Polski jako euroobligacje. Ze względu na relatywnie wysokie koszty takiej formy emisji potencjał do jej przeprowadzenia (pozycję ratingową) posiadają nieliczne polskie jednostki samorządu terytorialnego – należące do grupy „wielkich miast” lub ich związki. Przy tym do końca 1999 roku nie przeprowadzono tego typu emisji obligacji municypalnych. Zob. [30], Por. [29].

<sup>19</sup> Zob. [5, s. 152-153].

między nimi. Istotną rolę w niepublicznej emisji obligacji municypalnych odgrywa sformalizowana propozycja ich nabycia, jaka może być sporządzona w formie skróconego memorandum informacyjnego.

Charakterystyczną cechą obligacji municypalnych oferowanych w emisji zamkniętej jest ich fizyczna forma istnienia, w przeciwieństwie do zdematerializowanej formy papierów wartościowych występujących na rynku regulowanym. Mogą one posiadać charakter imienny lub na okaziciela, przy czym uważa się, że korzystniejszym wariantem są walory na okaziciela dzięki ich relatywnie wyższej płynności. Ze względu na materialną formę istnienia dłużnych papierów w emisji niepublicznej konieczne jest ich wydrukowanie. Winny one przy tym spełniać określone wymagania<sup>20</sup>. Konieczne jest również utworzenie ich depozytu.

Według polskiego prawa dopuszcza się emitowanie przez jednostki samorządu terytorialnego obligacji niezabezpieczonych (obok zabezpieczonych lub częściowo zabezpieczonych), co oznacza, że z emisją obligacji nie będzie się wiązała konieczność ustanowienia zabezpieczeń, tak jak to ma miejsce np. w wypadku zaciągania kredytów bankowych. Wyemitowane do końca 1999 roku przez gminy obligacje były to papiery niezabezpieczone, co świadczy o wysokiej wiarygodności samorządu terytorialnego wśród inwestorów, którzy akceptują brak ustanowienia konkretnych zabezpieczeń.

Obligacje są instrumentem finansowania długoterminowego. Na rynku polskim gminy emitowały obligacje z terminem wykupu od 1 roku do 5 lat. Obligacje te posiadały roczny okres odsetkowy, co oznacza, że oprocentowanie było (jest) wypłacane raz w roku, natomiast wartość nominalna obligacji jest spłacana jednorazowo w chwili wykupu obligacji.

Obligacje komunalne wyemitowane w latach 1995-1999 były papierami wartościowymi o zmiennej stopie procentowej, co oznacza, że w każdym okresie odsetkowym jest ona ustalona na nowo.

Niepubliczna forma emisji i wynikający z tego ograniczony krąg adresatów oferty sprawiły, że wartość nominalna obligacji powinna być stosunkowo wysoka. W warunkach polskich przyjęło się, że wartość nominalna jednej obligacji jest zazwyczaj ustalana na poziomie 100 tys. zł, co pozwala znacznie obniżyć koszt przygotowania i druku obligacji.

## **4. Mechanizm emisji obligacji municypalnych**

### **4.1. Prace wstępne w procesie emisyjnym dłużnych instrumentów municypalnych**

Jednostka samorządu terytorialnego zamierzająca przeprowadzić emisję obligacji powinna w pierwszej kolejności określić swoje potrzeby finansowe związane z planowanymi inwestycjami, ponieważ zgodnie z polskim prawem emisja obligacji winna być związana z konkretnym celem inwestycyjnym. Następnie potencjalny emitent komunalnych instrumentów dłużnych powinien przeprowadzić analizę dotychczasowego zadłużenia i zbadać możliwości finansowe budżetu ze szczególnym uwzględnieniem limitów określonych w ustawie o finansach publicznych (spłata zadłużenia w danym roku nie może przekraczać 15% dochodów, a łączne zadłużenie nie może przekraczać 60% dochodów). Kompleksowa analiza potrzeb inwestycyjnych i możliwości finansowych

<sup>20</sup> Zob. [1, s. 100-106].

przyszłego emitenta pozwala określić kwotę możliwego zadłużenia oraz harmonogram jego zaciągania i spłaty. W tej fazie potencjalny emitent powinien podjąć decyzję o wyborze konkretnego instrumentu, za pomocą jakiego będzie finansowane określone przedsięwzięcie inwestycyjne. Dotychczasowa analiza tendencji na rynku finansowym świadczy, że najtańszym i najwygodniejszym sposobem finansowania inwestycji komunalnych są obligacje komunalne (pod warunkiem nieuwzględniania w analizie dotacji i pożyczek preferencyjnych)<sup>21</sup>.

Kolejnym etapem przygotowań do uplasowania emisji instrumentów dłużnych na rynku jest podjęcie uchwały przez organ uchwałodawczy samorządu (Rada Gminy, Powiatu lub Sejmik Wojewódzki), która to stanowi prawną podstawą emisji, niezbędna do jej przeprowadzenia. Uchwała powinna określać najistotniejsze parametry emisji, m.in. wielkość emisji, okres na jaki emitowane są obligacje, konstrukcję i wysokość oprocentowania, cel emisji, źródła finansowania płatności odsetek i wykupu obligacji; powinna też upoważniać zarząd do wyboru banku – organizatora emisji. Przeprowadzenie emisji z formalnego punktu widzenia jest możliwe po zaopiniowaniu uchwały przez Regionalną Izbę Obrachunkową.

Powyższe czynności mogą zostać wykonane samodzielnie przez przyszłego emitenta. Uważa się jednak, że w celu efektywnego przygotowania emisji wskazana jest współpraca jednostki samorządowej z wyspecjalizowanym podmiotem gospodarczym trudniącym się działalnością na rynku finansowym – bankiem komercyjnym.

#### **4.2. Rola banku komercyjnego w procesie emisyjnym municypalnych papierów dłużnych**

W przypadku samodzielnego przeprowadzenia prac przygotowawczych przez organy samorządu terytorialnego zakończonych podjęciem uchwały o emisji współpraca z bankiem zostaje nawiązana przy okazji wyboru organizatora emisji. Czynności związane z organizacją emisji, a w szczególności ze zbywaniem, wykupem oraz wypłatą oprocentowania obligacji, zgodnie z normami prawnego otoczenia polskiego rynku kapitałowego emitent może bowiem powierzyć w drodze umowy jedynie bankowi. Bank wykonuje wówczas wszystkie prace związane z przygotowaniem emisji i uplasowuje obligacje wśród inwestorów oraz obsługuje emisję do czasu wykupu obligacji. Pełni także rolę gwaranta emisji, zobowiązując się do zakupu obligacji na własny rachunek, jeśli nie znajdą one nabywców. Przy czym bank – gwarant emisji powinien posiadać kapitał własny w wysokości nie mniejszej niż równowartość 10 mln euro. Bankowa gwarancja uplasowania emisji na rynku zapewnia jednostce samorządu terytorialnego, że emisja dojdzie do skutku i w ustalonym dniu na rachunek emitenta wpłyną środki za zbyte obligacje.

Bank – organizator emisji na podstawie uzyskanych od emitenta materiałów przygotowuje memorandum informacyjne, które wysyła się potencjalnym inwestorom. Memorandum charakteryzuje potencjalnego emitenta, jego kondycję finansową ze szczególnym uwzględnieniem dochodów i wydatków budżetu, dotychczasowego zadłużenia i prognoz finansowych na czas trwania emisji. W memorandum opisuje się również szczegółowo cel emisji obligacji municypalnych. Przy tym należy zwrócić uwagę, że w warunkach polskich cele emisyjne komunalnych papierów wartościowych związane są

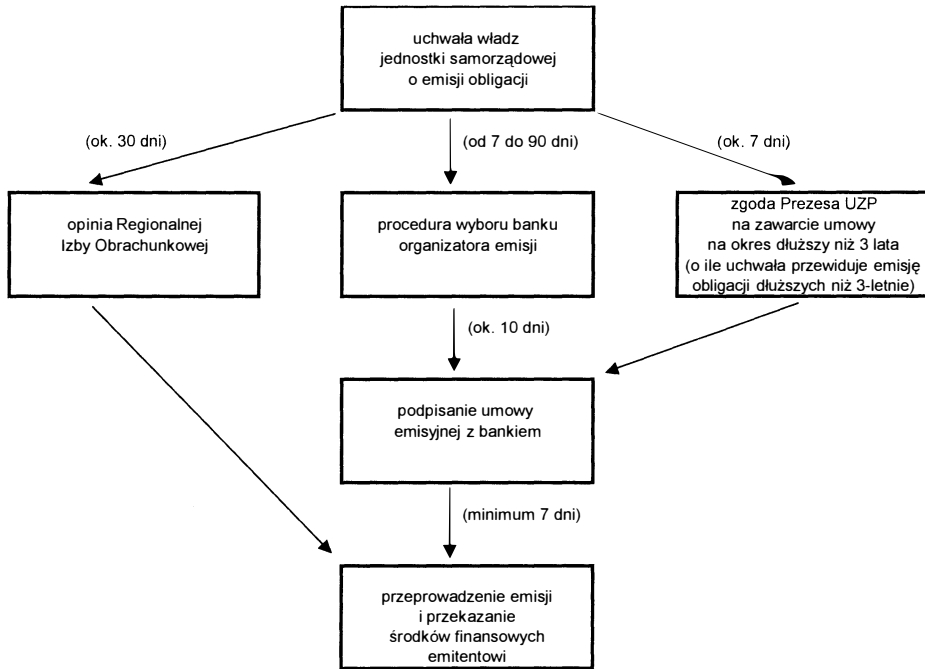
<sup>21</sup> Por. [14].



z inwestycjami infrastrukturalnymi, których znaczenie dla aktywizacji rozwoju gospodarek lokalnych można ocenić jako relatywnie wysokie<sup>22</sup>.

SCHEMAT 1

## Harmonogram przeprowadzenia emisji obligacji municypalnych



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [14]

Po wyznaczeniu przez emitenta terminu emisji bank przygotowuje dokumenty obligacji i przedstawia do podpisu upoważnionym przedstawicielom jednostki samorządowej. Obligacje mają postać materialną, a po opatrzeniu podpisami zostają złożone w depozycie bankowym. Bank sporządza wówczas także odpowiednie formularze propozycji nabycia zawierające informacje o emisji. Po podpisaniu przez emitenta, zgodnie z zasadami emisji niepublicznej, propozycje te będą wysyłane do potencjalnych inwestorów w liczbie nie większej niż 300 osób.

Uważa się, że efektywnym sposobem emisji obligacji jest kierowanie propozycji nabycia jedynie do banku – organizatora emisji. W takim przypadku bank w dniu emisji

<sup>22</sup> Wśród konkretnych celów inwestycyjnych, na które zostały przeznaczone środki finansowe pozyskane z emisji obligacji municypalnych można wymienić m.in.:

- budowę kompleksu sportowo-rekreacyjnego (Jawor. 1998, wartość emisji – 8,5 mln PLN),
- zakup taboru komunikacji miejskiej (Wejherowo. 1998, wartość emisji – 1,1, mln PLN),
- budowę sieci kanalizacyjnej (Pruszcz Gdański. 1998, wartość emisji – 0,6 mln PLN),
- budowę kompleksu basenów (Krotoszyn. 1999, wartość emisji – 10 mln PLN),
- budowę i remont dróg (Koło. 2000, wartość emisji – 15 mln PLN).

obejmuje wszystkie obligacje i przelewa środki na rachunek emitenta. Następnie bank sprzedaje obligacje inwestorom na własny rachunek na rynku wtórnym. Dzięki takiemu uproszczeniu procedury sprzedaży obligacji na rynku pierwotnym koszty emisji są stosunkowo niskie, a emitent w relatywnie krótkim czasie otrzymuje środki finansowe pozyskane z emisji. Sprzedaż obligacji zamyka etap organizacji emisji.

Harmonogram prac zmierzających do uplasowania emisji obligacji municypalnych na rynku kapitałowym z uwzględnieniem udziału w tym procesie banku komercyjnego jest ilustrowany schematem 1.

#### 4.3. Obsługa emisji obligacji municypalnych

Organizator emisji – bank komercyjny prowadzi depozyt, w którym są złożone dokumenty obligacji. Ich nabywcy otrzymują świadectwa depozytowe dokumentujące prawo własności i są odnotowywani w rejestrze obligatariuszy. Taki model depozytu umożliwia sprawną identyfikację obligatariuszy i ułatwia obrót wtórny obligacjami oraz wypłatę świadczeń związanych z ich posiadaniem. Przy tym należy nadmienić, że wyemitowane w Polsce do końca 1999 roku obligacje municypalne były przechowywane w depozytach organizatorów emisji.

Po ulokowaniu na rynku emisji bank pełni rolę pełnomocnika do spraw płatności. Funkcja ta polega na tym, że emitent w ustalonych terminach przekazuje bankowi kwoty odpowiadające płatnościom oprocentowania, bądź wykupu obligacji, a bank wypłaca świadczenia poszczególnym obligatariuszom uprawnionym do ich otrzymania. Przy tym bank jako profesjonalna instytucja finansowa jest w stanie zapewnić sprawne i terminowe rozliczenie wszystkich płatności, co nie byłoby możliwe w przypadku, kiedy tą działalnością samodzielnie zajmowałby się emitent.

Uważa się, że stosunkowo ważną funkcją banku jako pośrednika w emisji jest zapewnienie funkcjonowania rynku wtórnego obligacji municypalnych, dzięki czemu możliwe jest dokonywanie transakcji kupna-sprzedaży tych instrumentów przed ich terminem wykupu. Organizując rynek wtórny, banki podają kwotowania, po jakich są gotowe kupić lub sprzedać obligacje we własnym imieniu. Zapewnienie płynności wyemitowanym obligacjom jest czynnikiem zwiększającym skłonność potencjalnych inwestorów do zainwestowania w te instrumenty finansowe na rynku pierwotnym. Stanowi zatem czynnik sprzyjający plasowaniu emisji papierów dłużnych na rynku pierwotnym, a w konsekwencji zwiększa możliwość pozyskania środków na inwestycje aktywizujące rozwój lokalny.

#### 5. Korzyści z emisji obligacji municypalnych

Emisja obligacji municypalnych może być relatywnie efektywnym źródłem pozyskania środków finansowych przez jednostki samorządu terytorialnego. W związku z tym można określić ten sposób zasilenia kapitałowego jako stosunkowo korzystny czynnik aktywizujący rozwój gospodarki lokalnej.

W świetle analizy literatury do pozytywnych cech emisji tych instrumentów zasilających kapitałem samorządy terytorialne zalicza się<sup>23</sup>:

- a. stosunkowo niskie koszty użycia obligacji jako instrumentu finansowego;

<sup>23</sup> Zob. [8, s. 61], Por. [14].

- b. brak konieczności ustanowienia zabezpieczeń w celu pozyskania zewnętrznych środków finansowych;
- c. stosunkowo krótki czas od momentu rozpoczęcia procesu emisyjnego do chwili uzyskania dzięki niej środków finansowych;
- d. elastyczność programu emisyjnego;
- e. promocja emitenta;
- f. karencja w spłacie kapitału zwrotnego, pozyskanego z rynku;

przy czym skonkretyzowanie tych hasłowo ujętych zagadnień znajduje się w poniższej części opracowania.

Ad.a.

Emitując obligacje i sprzedając je inwestorom emitent pozyskuje środki bezpośrednio z rynku kapitałowego. Aby obligacje komunalne były interesującym instrumentem dla nabywców, muszą one zapewniać wyższy dochód niż obligacje skarbowe o analogicznym okresie wykupu (minimalny wymóg efektywności inwestycji finansowej w tym przypadku). W związku z tym oprocentowanie obligacji komunalnych jest uzależnione od rentowności emitowanych przez Skarb Państwa 52-tygodniowych bonów skarbowych oraz od związanej z danymi seriami obligacji marży zysku wypłacanego inwestorom.

Natomiast zgodnie z praktyką gospodarczą rentowność bonów skarbowych jest z reguły o kilka procent niższa od stawek WIBOR stosowanych do ustalania oprocentowania kredytów gospodarczych. W związku z tym uważa się, że nawet po dodaniu do całkowitego kosztu emisji obligacji marży dla inwestorów (w akceptowanej przez nich wysokości), oprocentowanie obligacji komunalnych jest niższe od oprocentowania kredytów bankowych na cele inwestycyjne. Ponadto, w sytuacji spadku wysokości stóp procentowych, emitenci odnoszą korzyści z faktu, że rentowność bonów skarbowych relatywnie szybko reaguje na obniżki stóp procentowych. Oprocentowanie kredytów bankowych jest obniżane z pewnym opóźnieniem. Dlatego emitent obligacji ponosi okresowo niższe koszty związane z płatnościami należności obligacyjnych.

Ad.b.

Praktyka gospodarcza pokazuje, że dla serii obligacji municypalnych ulokowanych na rynku do końca 1999 roku wystarczającym i akceptowanym przez inwestorów zabezpieczeniem była wysoka wiarygodność gmin (stosunkowo wysoki goodwill). Długookresowa stabilność finansowa jednostek samorządu terytorialnego sprawia bowiem, że nabywcy obligacji komunalnych nie wymagają zabezpieczenia wykupu obligacji na majątku emitenta, ani przedstawiania dodatkowych gwarancji. Emisja obligacji jest dzięki temu tańsza od alternatywnego sposobu finansowania, gdyż z zabezpieczeniami wiąza się często dodatkowe koszty. Jest ona także łatwiejsza, ponieważ brak konieczności ustanowienia zabezpieczeń pozwala uniknąć czasochłonnych procedur związanych np. z ustanowieniem hipoteki lub poręczenia.

Ad.c.

Wybór emisji obligacji jako sposobu pozyskania środków finansowych zapewnia relatywnie szybkie otrzymanie środków niezbędnych na inwestycje regionalne. Profesjonalne przeprowadzenie emisji przez bank komercyjny wyspecjalizowany w działalności na rynku dłużnych instrumentów finansowych jest możliwe w ciągu 30 dni od podpisania umowy między emitentem a bankiem. Termin ten może być skrócony, jeśli emitent przed przystąpieniem do negocjacji z bankiem w sprawie usług związanych z emisją obligacji podjął odpowiednią uchwałę oraz uzyskał opinię Regionalnej Izby Obrachunkowej.

Natomiast objęcie wszystkich obligacji przez bank umożliwia, że emitent w chwili podpisania umowy ma pewność otrzymania środków finansowych, które w ustalonym terminie znajdują się na jego rachunku bankowym.

Ad.d.

Znaczna elastyczność emisji obligacji wynika z możliwości wyemitowania wielu serii obligacji, aby możliwie efektywnie dopasować przepływy finansowe do założeń programu inwestycyjnego emitenta. Obligacje mogą zostać wyemitowane w terminach, w jakich samorząd terytorialny odczuwa wzmożone zapotrzebowanie na środki finansowe. Natomiast spłatę obligacji emitent jest w stanie dopasować do swoich możliwości budżetowych z uwzględnieniem spodziewanych dochodów<sup>24</sup>. Uważa się, że jest to szczególnie korzystne w przypadku inwestycji infrastrukturalnych, niezbędnych dla osiągnięcia odpowiedniej dynamiki procesu rozwoju regionalnego.

Program emisji obligacji municypalnych może być też tak konstruowany, aby wpływy z obligacji emitowanych w kolejnych latach były wykorzystywane na spłatę odsetek od wcześniej wyemitowanych obligacji. Dzięki temu mechanizmowi jednostka samorządu terytorialnego może uniknąć obciążania budżetu w latach największych wydatków inwestycyjnych, a spłatę skapitalizowanego zadłużenia rozpocząć w późniejszym okresie.

Ad.e.

Uważa się, że stosunkowo ważną korzyścią z emisji obligacji komunalnych jest też promocja emitenta związana z obecnością na rynku kapitałowym. Dzieje się tak, ponieważ obligacje municypalne stanowią w polskim systemie gospodarczym stosunkowo nowy instrument, a kolejne emisje spotykają się z odzewem w prasie fachowej.

Również przesyłane potencjalnym inwestorom memorandum informacyjne zawiera informacje przedstawiające szczegółowy wizerunek działalności samorządu lokalnego, jego gospodarki i finansów.

Ad.f.

Uważa się, że bieżąca spłata odsetek obligacyjnych i jednorazowa płatności pożyczonego kapitału (w chwili wykupu instrumentów dłużnych) sprawia, że budżet lokalny nie jest obciążony ratami kapitałowymi przed terminem wykupu obligacji. Przesunięcie spłaty kapitału powoduje, że w czasie zwiększonych wydatków związanych z inwestycjami wydatki na spłatę zadłużenia mogą być mniejsze niż przy zaciągnięciu kredytu bankowego.

## 6. Zakończenie

W warunkach polskiego systemu gospodarczego obligacje municypalne charakteryzują się relatywnie wysokim poziomem efektywności jako instrumenty pozyskiwania kapitału, co wpływa pozytywnie na aktywizację procesu rozwoju regionalnego. Jest to związane ze względną samodzielnością decyzyjną ich samorządowego emitenta, zwłaszcza w odniesieniu do określenia kosztu pozyskania kapitału dzięki emisji papierów dłużnych. W związku z tym koszt odsetkowy obligacji municypalnych może zostać ustalony na relatywnie niskim poziomie, zapewniając potencjalnym pożyczkodawcom stosunkowo wysoką stopę zwrotu przy niskim poziomie ryzyka inwestycyjnego. W konsekwencji nakłady po-

<sup>24</sup> W tym celu szczególnie przydatne mogą być emisje obligacji rolowanych, zarówno o charakterze czynnym, jak też biernym.

niesione przez społeczności lokalne na aktywizację procesów rozwojowych mogą być stosunkowo niskie.

W ramach emisji obligacji municypalnych za szczególnie istotną uważa się przy tym współpracę jednostek samorządu terytorialnego z bankiem komercyjnym. Dzięki temu samorządy lokalne zyskują możliwość profesjonalnego (obciążonego w związku z tym relatywnie niskim stopniem ryzyka) zarządzania swoimi środkami finansowymi. Monitoring sytuacji ekonomicznej emitenta komunalnego prowadzony przez bank może ułatwić sprecyzowanie symptomów pogorszenia jego sytuacji finansowej, co umożliwi w konsekwencji podjęcie odpowiednich decyzji niwelujących zagrożenia w otoczeniu zewnętrznym i wewnętrznym emitenta. Oprócz tego dla skutecznego uplasowania emisji obligacji municypalnych istotna jest rola banku jako subemitenta technicznie przeprowadzającego emisję oraz będącego jej gwarantem, a także kreującego rynek wtórny komunalnych instrumentów dłużnych.

Jednostki samorządu terytorialnego związane z bankiem w procesie emisyjnym obligacji stanowią dla instytucji finansowej klientów strategicznych. W związku z tym mogą one negocjować wysokość prowizji i opłat pobieranych przez bank oraz wysokość oprocentowania kredytów i lokat. Należy zaznaczyć, że emisja obligacji ma dla jednostek samorządowych również znaczenie pozafinansowe (dzięki uplasowaniu emisji na rynku samorządowy umacniają pozytywny wizerunek w otoczeniu oraz poznają mechanizmy rynku kapitałowego) – budowany jest goodwill społeczności lokalnej. Również dzięki temu można uznać, że emisja obligacji municypalnych to aktywizujący instrument rozwoju gospodarki lokalnej.

Co do formy przeprowadzenia emisji municypalnych instrumentów dłużnych, uważa się, że jej stosunkowo korzystnym wariantem w warunkach polskich jest emisja obca, gwarantowana przez profesjonalny podmiot finansowy działający na rynku kapitałowym. Dotyczy to w szczególności jej wariantu prywatnego, kiedy obligacje są plasowane na niepublicznym rynku kapitałowym. W takim przypadku obligacje są zbywane wśród wybranego kręgu inwestorów. Może to mieć pozytywny wpływ na gospodarkę lokalną, dzięki zacieśnieniu związków w obrębie społeczności lokalnej, z której wyodrębniony został zbiór potencjalnych inwestorów.

Reasumując, aby emisja obligacji przyniosła społeczności lokalnej oczekiwane efekty ekonomiczne, powinna zostać starannie przygotowana, a jej forma skorelowana z przedsięwzięciem inwestycyjnym, które ma być finansowane dzięki niej.

## Literatura

1. Bielecka Z., Wierzbowski M.: *Papiery dłużne, zagadnienia praktyczne*, PARKIET Spółka z o.o., Warszawa 1998.
2. Czekaj M.: *Ocena zdolności kredytowej gminy*, „Wspólnota” nr 9, 1997.
3. Dobosiewicz Z.: *Pośrednictwo banków w zakresie obrotu papierami wartościowymi, Bankowe abc*, [w:] „Bank i Kredyt” nr 7-8, 1997.
4. Dusza M.: *Rynki finansowe: banki komercyjne a polski rynek kapitałowy, Materiały i Studia*, NBP Departament Analiz i Badań, Warszawa 1994.
5. *Finansowe rynki kapitałowe*, red. Milo W., Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
6. Jajuga K., Jajuga T.: *Jak inwestować w papiery wartościowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993.

7. Jajuga K., Kuziak K., Markowski P.: *Inwestycje finansowe, Rynek kapitałowy*, opracowanie pod nadzorem Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1998.
8. Jastrzębska M.: *Zarządzanie długiem gminy – aspekty teoretyczne i praktyczne*, „Bank i Kredyt” nr 10, 1997.
9. Jastrzębski J., Kalinowski S., Mizerka J., Skowroński A.: *Decyzje inwestycyjne*, „Poradnik Gazety Prawnej” nr 16 (94), 1999.
10. Kosmowska A.: *Obligacje komunalne – część pierwsza, Bankowe abc*, [w:] „Bank i Kredyt” nr 1-2, 1997.
11. Kosmowska A.: *Obligacje komunalne – część druga, Bankowe abc*, [w:] „Bank i Kredyt” nr 3, 1997.
12. Kruczalak K.: *Problematyka prawna papierów wartościowych*, Wydawnictwo Prawnicze „LEX”, Gdańsk 1996.
13. Krzyżkiewicz Z., Jaworski W., Puławski M.: *Leksykon bankowo-giełdowy*, POLTEXT, Warszawa 1998.
14. Materiały promocyjne odnośnie emisji obligacji municypalnych, opracowanie i publikacja PKO BP S.A., Warszawa 2000.
15. Nowak K.: *Polski rynek kapitałowy: instrumenty, uczestnicy, inwestycje*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 1998.
16. Przasnycki R.: *Papiery wierzycielskie*, „Magazyn >>Parkiet<<: Polski rynek kapitałowy” 1997.
17. Radkowska E., Dacewicz T.: *Rynek nieskarbowych papierów dłużnych – ryzyko kredytowe*, „Rynek Kapitałowy” 1999, nr 5.
18. *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej 1998*, opracowanie i publikacja GUS, Warszawa 1999.
19. *Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej 1999*, opracowanie i publikacja GUS, Warszawa 2000.
20. Skrobisz D.: *Moda, może konieczność*, „Nowa Europa” nr 10 (1361), 1997.
21. Tabela „Obligacje komunalne wyemitowane do końca lipca tego roku”, [w:] *ABC Województw*, s. 10, „Rzeczpospolita” nr 203 (5368), 1999.
22. Urbaniak M.: *Cena komunalnego pieniądza*, „Gazeta Bankowa” nr 40 (362), 1995.
23. Ustawa z dnia 8 marca 1990 o samorządzie gminnym, tekst jednolity, Dz. U. z 1996, Nr 13, poz. 74.
24. Ustawa z dnia 19 lipca 1995 o obligacjach, Dz. U. z 1995, Nr 83, poz. 420.
25. Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz. U. z 1997, Nr 118, poz. 754.
26. Ustawa z dnia 5 czerwca 1998 o samorządzie powiatowym, Dz. U. z 1998, Nr 91, poz. 578.
27. Ustawa z dnia 5 czerwca 1998 o samorządzie województwa, Dz. U. z 1998, Nr 91, poz. 576.
28. Wasilewska H., Korczak T.: *Obligacje skarbowe jako instrument rynku kapitałowego*, „Bank i Kredyt” nr 4, 1998.
29. Wnuk P.: *Nie wykorzystane ścieżki emitentów*, „Nowa Europa” nr 10 (1361), 1997.
30. Wnuk P.: *Rok obligacji komunalnych*, „Nowa Europa” nr 299 (1350), 1996.
31. Zakrzewski R.: *Nowa ustawa o obligacjach*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” nr 3, 1996.