

Rynek obligacji komunalnych w Polsce w finansowaniu inwestycji jednostek samorządu terytorialnego

Prof. dr hab. Krystyna Brzozowska
Uniwersytet Szczeciński
Katedra Finansów Publicznych

1. Obligacje komunalne

Podstawowym instrumentem finansowym rynku kapitałowego, przystosowanym do specyfiki gospodarki finansowej JST są obligacje komunalne, które mogą występować na rynku publicznym i rynku niepublicznym.

Rynek obligacji komunalnych w Polsce został reaktywowany wraz z odrodzeniem samorządu terytorialnego w Polsce w 1990 r. Do 1995 r., mimo braku regulacji prawnych w tym zakresie, przeprowadzono 4 emisje przeprowadzone przez miasta: Płock, Międzyrzecz, Braniewo i dzielnicę Warszawa-Mokotów. Wtórny rynek obligacji komunalnych do 2008 r. dotyczył jedynie wymienionych emisji publicznych ze sporadycznymi transakcjami na rynku pozagiełdowym MTS-CeTO [Noel, Brzeski, 2006, s. 9].

Rynek obligacji komunalnych odznaczał się dużym rozdrobnieniem na skutek mniejszych potrzeb pożyczkowych ze strony niedużych JST, dzielenia emisji na wiele serii dla uzyskania harmonogramu spłat zadłużenia zbliżonych do rat potencjalnego kredytu [Rozwój, 2016, s. 242]. Zadłużenie JST z tytułu emisji obligacji odpowiadało ok. 1,1 % PKB w Polsce, podczas gdy w Niemczech ten udział plasował się na poziomie 12-13%, a Hiszpanii ponad 5 % PKB [Rozwój, 2016, s. 257].

Obligacje komunalne, obok obligacji przychodowych, są, jak dotychczas, jedynymi instrumentami rynku kapitałowego, których emitentami z mocy ustawy¹ są jednostki samorządu terytorialnego. Ustawa o finansach publicznych zawiera ograniczenia dotyczące emisji obligacji, takie jak konieczność ponoszenia kosztów obsługi co najmniej raz w roku, maksymalnej wysokości dyskonta od emitowanych papierów nie wyższe niż 5% wartości nominalnej oraz zakaz kapitalizacji odsetek².

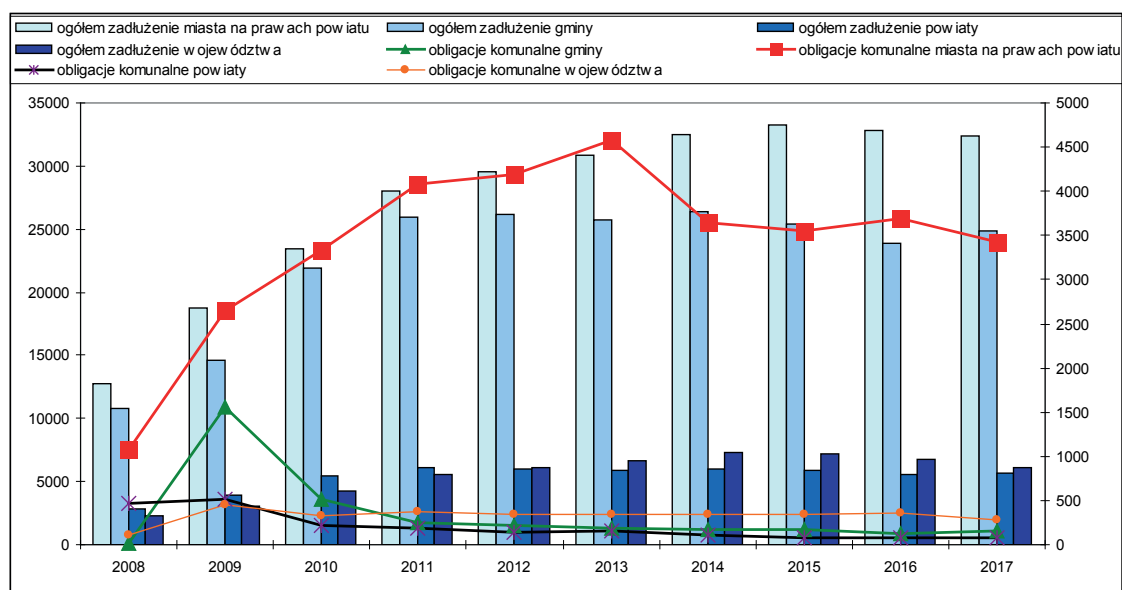
Polska niestety nie należy do krajów wspierających rozwój projektów PPP. Wprawdzie coraz więcej JST sięga po ten niełatwy sposób finansowania i prowadzenia projektów infrastrukturalnych, szczególnie w ostatnich latach, w połączeniu z możliwościami włączenia środków unijnych w ramach tzw. finansowania hybrydowego. Biorąc powyższe uwagi pod uwagę należy stwierdzić, że poza spektakularnymi przypadkami inwestycje infrastrukturalne są finansowane z puli środków publicznych, a udział kredytów i pożyczek jest zdecydowanie największy. Kredyty i pożyczki stanowiły ponad 90% zadłużenia JST. Jeśli uwzględnimy również system ESA2010, zgodnie z którym dłużne papiery wartościowe, które nie są przedmiotem obrotu na rynku wtórnym³, są klasyfikowane jako kredyty i pożyczki, to udział ten jeszcze był większy [Michalski, 2014, s.48]. W tab. 2 przedstawiono źródła finansowania zobowiązań długoterminowych JST w Polsce w latach 2005 – 2017.

Z danych wynika, że niewielka liczba JST skorzystała w możliwości finansowania projektów inwestycyjnych obligacjami komunalnymi. Największy udział zadłużenia z tytułu emisji obligacji komunalnych w wydatkach inwestycyjnych miały miasta na prawach powiatu – 54,7 %, następnie gminy miejsko- wiejskie z udziałem 41,25%, gminy miejskie 25,1%, powiaty ziemskie 18,74% i gminy wiejskie 6,62 %. Ogółem udział obligacji komunalnych w finansowaniu inwestycji w latach 2005- 2017 wynosił 15 %, podczas gdy udział kredytów i pożyczek przekraczał 50% (por. rys. 1).

¹ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (DZU z 2009 r, nr 157, poz. 1240).

² Zasady emisji obligacji oraz obrotu zostały uregulowane w Ustawie o obligacjach (Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (DzU z 1995 r. nr 157, poz. 430, Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (DzU z 2015 r., poz. 238).

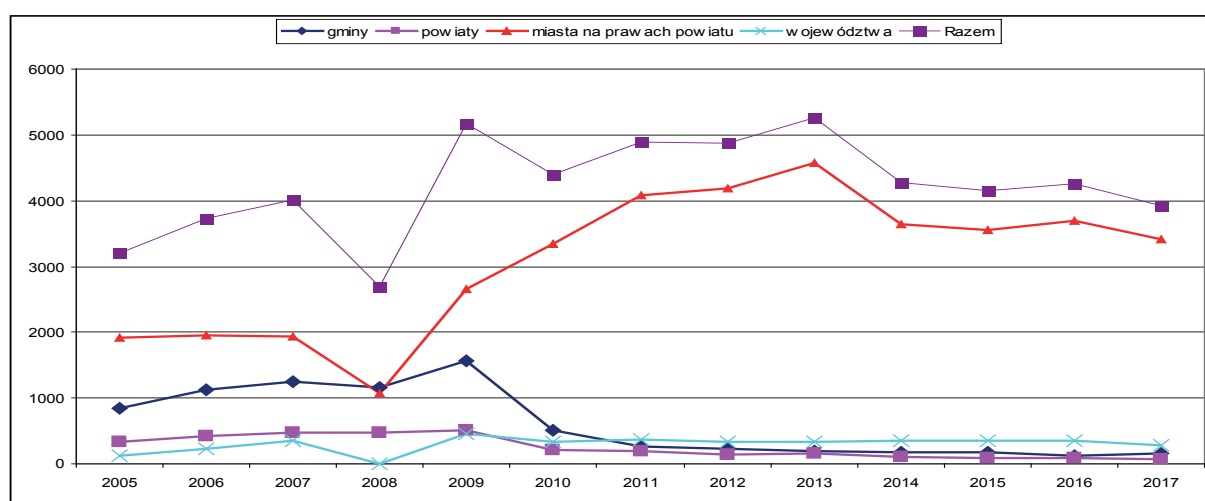
³ Można zaliczyć do tej grupy te emisje obligacji komunalnych, które były nabywane w ofercie prywatnej przez organizatora emisji (bank) i pozostały w obrocie niepublicznym. W strukturze nabywców obligacji JST dominującymi inwestorami są banki, w portfelach których znajdowało się ponad 90% (89% na początku 2016 r.) tych instrumentów.



Rysunek 1. Finansowanie inwestycji samorządowych obligacjami komunalnymi (według typów JST)

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Sprawozdania budżetowe JST za lata 2005-2017].

Zaciąganie instrumentów dłużnych służyło przede wszystkim finansowaniu spłat zadłużenia z lat ubiegłych, które zgodnie z przepisami zmienionej ustawy o finansach publicznych miały być przeznaczone finansowaniu inwestycji lub na spłatę zobowiązań długoterminowych z lat ubiegłych⁴. Obligacje komunalne⁵ nadal nie są dla JST instrumentem bardziej atrakcyjnym niż kredyty i pożyczki, czego potwierdzeniem są dane statystyczne z lat 2005 – 2016 dla gmin, powiatów i miast na prawach powiatu (rys. 2).



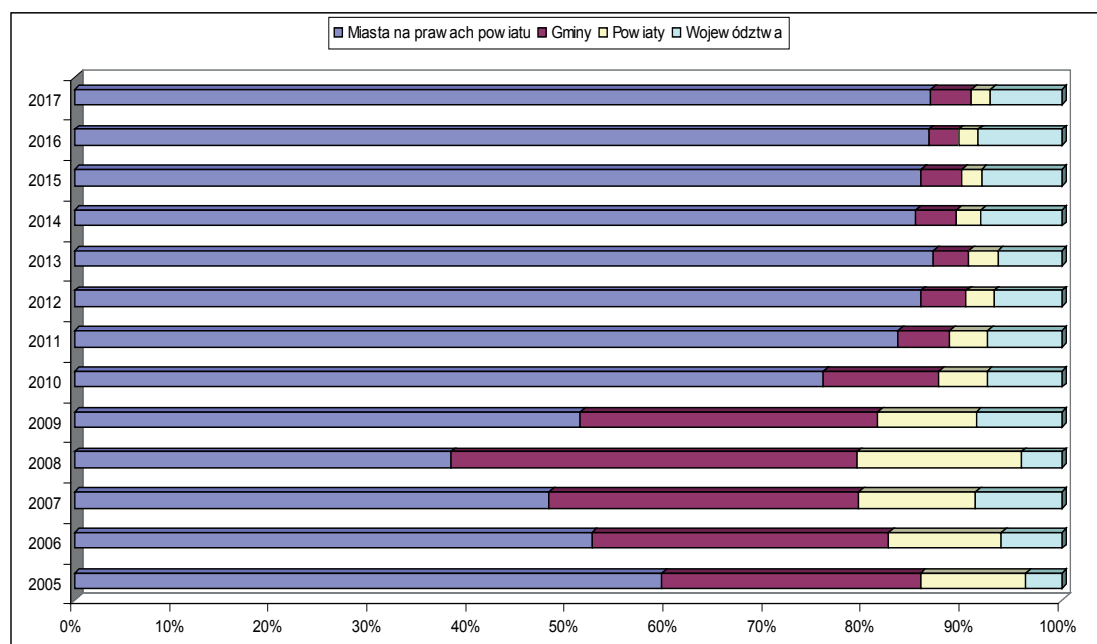
Rysunek 2. Wartość obligacji komunalnych finansujących zobowiązania długoterminowe JST w Polsce w latach 2005- 2017

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Sprawozdania budżetowe JST za lata 2005- 2017].

Najważniejszymi emitentami obligacji komunalnych są miasta na prawach powiatu, których wartość na koniec 2015 r. stanowiła ponad 85% wartości wszystkich obligacji komunalnych, a największymi emitentami Warszawa (2,2 mld zł), Kraków (1,1 mld zł) i Łódź 750 mln zł). Udział pozostałych szczebli JST w zadłużeniu z tytułu emisji obligacji komunalnych wynosił odpowiednio: województwa samorządowe 8,4%, powiaty 2 % i gminy 4,1 % [Rozwój, 2016, s. 257] (por. rys. 3). Wszystkie emisje obligacji komunalnych były przeprowadzane w trybie oferty niepublicznej i były organizowane głównie przez duże banki (PKO BP, Pekao SA, ING Bank Śląski, BGK).

⁴ Art. 242 Ustawy o finansach publicznych...

⁵ Zgodnie z Instrukcją sporządzania sprawozdań w sprawozdaniu o stanie zobowiązań według tytułów dłużnych oraz poręczeń i gwarancji jako papiery wartościowe traktuje się zobowiązania wynikające z wyemitowanych papierów wartościowych, z wyłączeniem praw pochodnych, dopuszczone do obrotu zorganizowanego, czyli takie dla których istnieje płynny rynek wtórny bez papierów udziałowych oraz praw pochodnych. Tym samym tak rozumiane papiery wartościowe są równoważne obligacjom komunalnym.



Rysunek 3. Udział typów JST w wartości wyemitowanych obligacji komunalnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Sprawozdania budżetowe JST za lata 2005- 2017]

Na rynku wtórnym obligacjami komunalnymi handlowano sporadycznie. Generalnie zdecydowana większość wyemitowanych obligacji znajdowała się w portfelach banków krajowych i to na poziomie ok. 90%. Finansowanie przez emisję obligacji komunalnych jest, zdaniem JST, łatwiejsze od ubiegania się o kredyt, ponieważ nie ma wymogu przeprowadzania postępowania o udzielenie zamówienia publicznego, a mimo to obligacje te nie znajdowały innych nabywców niż banki (por. tab. 1). Podstawową przyczyną były małe wartości poszczególnych emisji dzielonych na wiele serii. W ten sposób średnia wartość pojedynczej serii sprzedanej na rynku pierwotnym w 2015 r. wynosiła 1,7 mln zł [Rozwój, 2016, s. 259].

Tabela 1. Czynniki przewagi obligacji komunalnych nad kredytami i pożyczkami

| Obligacje komunalne | Kredyty i pożyczki |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> – podstawą prawną ustawa o obligacjach – brak konieczności zapewnienia wkładu własnego – możliwości przyciągnięcia większej liczby inwestorów (wierzycieli) – niższe koszty oprocentowania – mniejsze ilości sporządzanej dokumentacji, – szybsze przygotowanie procesu i zamknięcia transakcji – elastyczność wykorzystania środków pozyskanych w wyniku emisji – spłaty dostosowane do możliwości budżetu – brak wymogu zabezpieczenia spłaty – brak wymogu przeprowadzenia procedury zamówień publicznych – możliwość promowania emitenta – przy większych kwotach są szybsze do uzyskania – długie terminy wykupu obligacji) – większa elastyczność w świetle limitów zadłużeniowych | <ul style="list-style-type: none"> – udzielane na podstawie prawa bankowego (kredyty) i kodeksu cywilnego (pożyczki) – jeden wierzyciel, w przypadku konsorcjum bankowego kilku – konieczność zapewnienia wkładu własnego – mała elastyczność w ustalaniu warunków kredytów i pożyczek – uzyskanie jest uzależnione od posiadania zdolności kredytowej – konieczność zapewnienia zabezpieczenia prawnego – obowiązek przeprowadzenia procedury zamówień publicznych przy wyborze banku oraz w przypadku ubiegania się o kredyt w wysokości powyżej 30 tys. euro – ścisły monitoring ze strony banku w trakcie wykorzystywania kredytu |

Źródło: opracowanie własne

Zmiany przepisów o finansach publicznych w 2009 r. i wprowadzenie zakazu zadłużania się samorządu na wydatki bieżące przesądziły o wyłącznej możliwości korzystania z instrumentów dłużnych z przeznaczeniem na finansowanie projektów inwestycyjnych lub spłatę długoterminowych zobowiązań z lat ubiegłych. Do rozwoju emisji obligacji przyczyniło się także przystąpienie Polski do UE w 2004 r., a konkretnie potrzeba posiadania wkładu własnego przez JST. Spadek tempa emisji w 2008 r. jest tłumaczony rozpoczęciem nowej perspektywy finansowej UE.

2. Obligacje Catalyst

Brak rozwiniętego rynku wtórnego spowodował, że większość obligacji była nabywana w ofercie prywatnej przez jednego inwestora instytucjonalnego, którym najczęściej był bank. Część obligacji komunalnych od 30 września 2009 r. została wprowadzona do obrotu zorganizowanego poprzez platformę Catalyst, która jest systemem obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi obejmującym zarówno rynki regulowane podlegające KNF (GPW i BonSpot) jak i alternatywny system obrotu detalicznego ASO. Jest to pierwsza w Europie Środkowo-Wschodniej platforma z założenia regulowana, gdyż standardy obrotu w systemie alternatywnym zostały dostosowane do standardów rynku regulowanego. Działa w ramach Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na rynku (subrynku) regulowanym dla transakcji detalicznych, regulowanym dla transakcji hurtowych, alternatywnym systemie obrotu dla transakcji detalicznych oraz alternatywnym systemie obrotu dla transakcji hurtowych. Obrót transakcji na rynkach hurtowych – regulowanym i alternatywnym – jest prowadzony przez spółkę BondSpot, następcy MTS CeTO SA⁶. Przedmiotem obrotu są:

- obligacje korporacyjne emitowane przez podmioty gospodarcze i instytucje finansowe,
- obligacje spółdzielcze emitowane od 2011 r. przez banki spółdzielcze,
- obligacje skarbowe Skarbu Państwa,
- obligacje komunalne emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego (JST),
- listy zastawne.

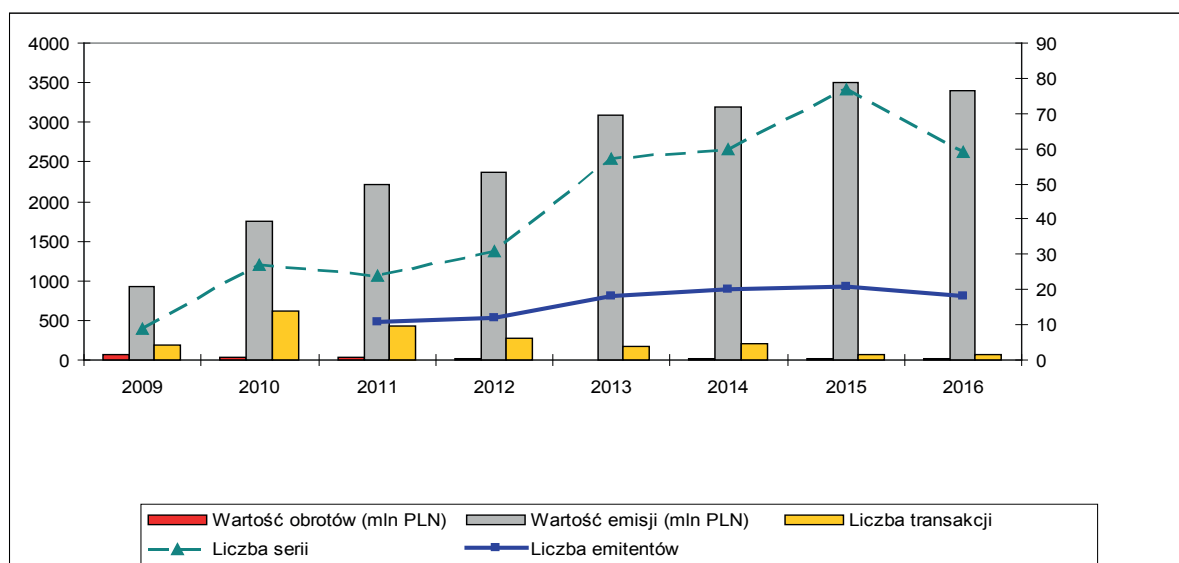
Wprowadzenie obligacji na platformę Catalyst odbywa się albo przez uzyskanie przez emitenta autoryzacji (czyli rejestracji emisji w publicznie dostępnym systemie informacyjnym oraz zobowiązanie się emitenta do przekazywania informacji bieżących i okresowych⁷) lub przez skierowanie emisji (autoryzowanej lub nie) do obrotu na rynku zorganizowanym (rynku regulowanym lub alternatywnym systemie obrotu) [Adamiak, Kołosowska, Voss, 2012]. Procedura pozwala na wprowadzenie obligacji na wszystkie rynki jednocześnie.

W dniu inauguracji na platformie Catalyst zadebiutowało 5 emisji obligacji komunalnych (Warszawa, Radlin, Ostrów Wielkopolski, Poznań, Rybnik), 5 emisji obligacji korporacyjnych (Electus, Europejski Bank Inwestycyjny, BRE Bank Hipoteczny SA, Europejski Fundusz Hipoteczny, Pekao Bank Hipoteczny) oraz 5 autoryzowanych emisji obligacji komunalnych (Ząbki, Kórnik, Tczew, Połczyn-Zdrój, Turek) [Gontarek, 2015, s. 3]. I chociaż w kolejnych latach następował wzrost zainteresowania samorządów możliwością notowania instrumentów dłużnych na zorganizowanym rynku, to obligacje komunalne nadal posiadają najmniej udział w łącznej wartości emisji na Catalyst oraz generują najmniejsze obroty sesyjne [Mosionek-Szweda, Panfil, 2014]. Notowane na Catalyst obligacje komunalne charakteryzują się niewielką wartością emisji, sięgającą średnio około 2-3 mln złotych, ponieważ emitenci są w większości niewielkimi gminami bądź miastami, poza kilkoma miastami wojewódzkimi, w tym Warszawą. Generalnie, inwestycje w obligacje komunalne są uznawane za bezpieczne, porównywalne z obligacjami skarbowymi, w efekcie czego JST mogą oferować znacznie niższe oprocentowanie niż pozostałe podmioty na rynku Catalyst. W 2013 roku oprocentowanie instrumentów samorządowych kształtowało się na poziomie od 3,5% (Kraków) do 6,7% (Warszawa) [Mosionek-Szweda, Panfil, 2014, s. 11], na koniec 2014 r. średnie oprocentowanie emisji obligacji komunalnych wyniosło 5,48% [Raport, 2015, s.35], zaś na koniec 2016 r. obniżyło się do 5,41% [Raport, 2015, s.26] i było najniższe wśród notowanych instrumentów dłużnych, a najbardziej zbliżone do poziomu oprocentowania obligacji Skarbu państwa, co dodatkowo potwierdza relatywnie niski poziom ryzyka inwestycyjnego tych instrumentów.

Podmioty, takie jak JST, w dużo mniejszym stopniu są skłonne notować swoje obligacje na rynku notowanym. Na rys. 4 zestawiono dane dotyczące funkcjonowania obligacji komunalnych na rynku Catalyst. Mimo wzrostu wartości emisji obligacji komunalnych, szczególnie w pierwszych trzech latach (2009-2011), rynek ten nie należy do najbardziej aktywnych, o czym świadczyć może liczba przeprowadzonych transakcji, mimo relatywnie dynamicznego wzrostu liczby serii.

⁶ MTS-CeTO S.A. powstała w styczniu 1996 r. pod nazwą Centralna Tabela Ofert S.A. z inicjatywy ponad 20 największych polskich banków i domów maklerskich. W listopadzie 2000 r. do grona akcjonariuszy dołączyła Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. W maju 2009 r. GPW nabyła większośćowy pakiet CeTO. W ten sposób spółka znalazła się w grupie kapitałowej GPW, a z dniem 18 września 2009 r. zmieniła nazwę na BondSpot S.A., www.bondspot.pl (29.06.2015)

⁷ Obligacje autoryzowane przy Catalyst mogą być przedmiotem obrotu poza rynkiem zorganizowanym – transakcje takie są przeprowadzane najczęściej za pośrednictwem instytucji finansowych. Autoryzacja pozwala emitentowi uzyskać większą wiarygodność oraz atrakcyjność w oczach kontrahentów i inwestorów.



Rysunek 4. Obligacje komunalne na rynku Catalyst

Źródło: opracowanie własne na bazie [Biuletyny, 2009-2015; Rocznik, 2017].

Udział obligacji komunalnych w obrotach Catalyst plasuje się na poziomie poniżej 1%, a jeszcze niższy – na poziomie średnio 0,5% jest udział w wartości emisji. W latach 2011- 2012 liczba emitentów obligacji komunalnych wynosiła 18, zaś od 2013 r. liczba ta wzrosła do 22, z czego 19 jest notowane na platformie, a 3 posiadają tylko autoryzację. W strukturze emitentów przeważają miasta na prawach powiatu (8). Pozostali emitenci reprezentują gminy miejskie i miejsko- wiejskie (po 5) oraz 1 gmina wiejska.

Głównymi nabywcami obligacji komunalnych są banki⁸, które na koniec grudnia 2016 r. posiadały 88,96 % wartości emisji komunalnych⁹. Wśród nabywców znalazły się również fundusze inwestycyjne (2,51% wartości emisji), emerytalne (4,62%), towarzystwa ubezpieczeniowe (2,78%), przedsiębiorstwa (0,48% emisji) [Obligacje, 2016]. Niestety, taka sytuacja nie sprzyja zwiększeniu płynności dłużnych instrumentów ani nie zwiększa dywersyfikacji kapitału wśród inwestorów działających w Polsce. W szczególności odczuwalny jest brak zainteresowania ze strony inwestorów lokalnych związanych organizacyjnie lub funkcjonalnie z określonym samorządem – emitentem obligacji komunalnych.

Rysunek 4 bardzo wyraźnie obrazuje, że rynek wtórny obligacji komunalnych nadal jest na poziomie mało zadowalającym, o czym świadczą wielkości obrotów i liczby transakcji w stosunku do wartości emisji i liczby serii w kolejnych latach. Co więcej, statystyki wskazują, że większe obroty na rynku wtórnym odnotowano w początkowych latach funkcjonowania platformy Catalyst niż w latach późniejszych. Powstałe dysproporcje nie stanowią dobrego sygnału wskazującego na pozytywne zmiany w przyszłości w tym względzie.

Obligacje nadal nie są instrumentem bardziej atrakcyjnym niż kredyty i pożyczki. Nawet wyłączenie konieczności stosowania przepisów ustawy o zamówieniach publicznych, co znacznie skróciło czas pozyskania środków, nie zachęciło JST do korzystania z tego źródła. Problemy optymalizacji pozyskiwania zwrotnych źródeł finansowania przez JST są bardzo aktualne, szczególnie w warunkach prób ograniczenia narastającego długu publicznego w Polsce. W strukturze emisji obligacji nie ma wkomponowanego mechanizmu kontroli i monitoringu, mogą więc wystąpić problemy związane ze zdolnością szybkiego reagowania na zmieniające się okoliczności wpływające na efektywności całego przedsięwzięcia.

Inicjacja nowych instrumentów dłużnych w postaci obligacji komunalnych emitowanych na otwartym rynku giełdowym nie przyniosła spektakularnych efektów ani dla rozwoju rynku kapitałowego ani dla jednostek samorządu terytorialnego. Pomimo niewątpliwego rozwoju rynku obligacji Catalyst w ciągu 7 lat funkcjonowania ich udział w notowanych na giełdzie instrumentach dłużnych nie zmienia się dynamicznie, nie udało się uzyskać zakładanej płynności rynkowej tych instrumentów, bowiem prawie w całości zasilają one portfele inwestycyjne banków, a nie inwestorów indywidualnych i korporacyjnych lokalnych.

⁸ W procesie emisji obligacji komunalnych banki spełniają rolę organizatorów emisji jako agent, a następnie w drodze umowy gwarantowania (underwritingu) stają się posiadaczami tej puli papierów, która nie została zbyta na rynku (zob. [Ziarko-Siwek, 2009, s. 133]).

⁹ Na koniec grudnia 2014 r. udział banków utrzymał się na poziomie 92 %, [w] [Kowalski, 2015, s. 5].

3. Obligacje przychodowe

Odmianą obligacji, które na mocy prawa podmioty, związane bezpośrednio z wykonywaniem zadań użyteczności publicznej (szczegółowo wymienione w tab. 2), mogą emitować są obligacje przychodowe na sfinansowanie określonych inwestycji.

Tabela 2. Podmioty uprawnione ustawowo do emitowania obligacji przychodowych

| JST | Spółki publiczne | Pozostałe |
|--|---|---|
| jednostka samorządu terytorialnego – są to gminy, powiaty, województwa | spółka akcyjna albo spółka z oo., w których podmiot publiczny posiada liczbę akcji albo udziałów zapewniających mu więcej niż 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub zgromadzeniu wspólników, o ile jedynym przedmiotem działalności spółki jest zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej – będą to głównie przedsiębiorstwa komunalne zaspokajające potrzeby społeczności lokalnej | Bank Gospodarstwa Krajowego , w szczególności w celu realizacji programów rządowych, o których mowa w art. 5 ust. 1 pkt 3, 5 i 7 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o Banku Gospodarstwa Krajowego |
| związek jednostek samorządu terytorialnego – są to podmioty prawa powoływane przez gminy, powiaty i województwa w celu wykonywania wspólnych zadań z zakresu administracji publicznej | spółka akcyjna albo spółka z oo., której jedynym przedmiotem działalności jest wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej na podstawie umowy zawartej z jednostką | Krajowy Fundusz Kapitałowy S.A. w celu realizacji przedmiotu działalności, o którym mowa w art. 5 ustawy z dnia 4 marca 2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym |
| miasto stołeczne Warszawa – szczególne zadania tej gminy i są to m. in. zadania dotyczące funkcjonowania urzędów publicznych o charakterze infrastrukturalnym, mających znaczenie dla stołecznych funkcji miasta. | spółka akcyjna , która na podstawie upoważnienia ustawowego lub na podstawie koncesji albo zezwolenia wykonywać będzie zadania z zakresu użyteczności publicznej albo świadczyć usługi w zakresie transportu lub komunikacji oraz utrzymania i rozwoju infrastruktury komunikacyjnej lub transportowej, co najmniej przez okres równy okresowi zapadalności obligacji przychodowych | koncesjonariusz , o którym mowa w art. 37a ust. 2 ustawy z dnia 27 października 1994 r. o autostradach płatnych oraz o Krajowym Funduszu Drogowym – spółka, która zawarła umowę o budowę i eksploatację albo wyłącznie eksploatację autostrady i pobiera z tego tytułu opłaty za przejazd autostradą |

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Raport, 2014, s. 14].

Cechą szczególną obligacji przychodowych jest to, że ich wykup oraz wszelkie inne świadczenia finansowe na rzecz wierzycieli są finansowane z dochodów generowanych przez inwestycję, na której sfinansowanie zostały wyemitowane. Ponadto zobowiązania wynikające z emisji obligacji przychodowych nie są uwzględniane w obliczanych wskaźnikach zadłużenia JST. W ten sposób przychody pozyskane ze sprzedaży wyemitowanych obligacji są wyłączone z gospodarki finansowej JST [Bucholski, 2012, s. 94]. Zatem obligacje przychodowe służą głównie jednorazowemu pozyskaniu środków finansowych przeznaczonych na sfinansowanie dużych inwestycji infrastrukturalnych, które mają być spłacone przychodów generowanych przez dane przedsięwzięcie albo majątku związanego z przedsięwzięciem ewentualnie z innych przychodów wskazanych przez emitenta [Poniatowicz, 2005, s. 21]. Ogromną zaletą emisji obligacji (zob. tab. 3) – w tym obligacji przychodowych – jest fakt, że nie wymaga ona wdrażania procedury zamówień publicznych.

Tabela 3. Cechy obligacji przychodowych

| Zalety | Słabości |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> – nie obciążają budżetu JST – środki z emisji nie wchodzą do gospodarki finansowej JST (środki wyodrębnione) – nie są wliczane do algorytmu zadłużenia JST – samodzielne kształtowanie warunków emisji – możliwość elastycznego dopasowania kolejnych transz – możliwości elastycznego określenia terminu wykupu i warunków spłaty odsetek, w tym wykupu obligacji w ratach – długoterminowy czas obowiązywania – dostęp do szerszej grupy inwestorów – możliwość zbywania na rynku wtórnym – promocja JST towarzysząca pierwszym emisjom – ograniczona odpowiedzialność JST jako emitenta – możliwość przyznania obligatariuszom prawa do zaspokojenia roszczeń przed innymi wierzycielami emitenta – brak obowiązku stosowania prawa zamówień publicznych | <ul style="list-style-type: none"> – wysokie koszty emisji – liczne i ultymatywne obowiązki informacyjne dla emitenta – duże koszty uzyskania zalecanej oceny ratingowej – brak możliwości renegotjacji warunków emisji – dużo bardziej skomplikowany sposób pozyskania środków finansowych – wysokie ryzyko związane z wypracowaniem w przyszłości przychodów w wysokości wystarczającej do wykupu papierów – niechęć banków do angażowania się w emisję z powodu dużo wyższych kosztów emisji niż w przypadku innych rodzajów obligacji – zbyt długi okres zwrotu inwestycji finansowanych z obligacji samorządowych obniżających zainteresowanie potencjalnych inwestorów – konieczność płacenia odsetek przynajmniej raz w roku i zakaz kapitalizacji, co jest szczególnie uciążliwe w pierwszych latach przedsięwzięcia nie przynoszącego żadnych przychodów |

Źródło: opracowanie własne z inspiracji [Korenik, 2009, s. 207; Wójcik, 2012, s. 756].

Obligacje przychodowe związane są zwykle z bardzo długim okresem zapadalności (spłaty zadłużenia wobec obligatariuszy) – zwykle 20 – 30 letnim. Nabywcami tych instrumentów mogą być zatem głównie instytucje finansowe, które są w stanie zainwestować duże środki i długo czekać na ich zwrot. Mali inwestorzy (w tym lokalna społeczność) zwykle stanowią niewielki procent wierzycieli. Należy przy tym podkreślić, że emisja obligacji przychodowych w stosunku do pozostałych obligacji komunalnych odznacza się dużo wyższym poziomem ryzyka i skutkującym z tego wyższym kosztem pozyskania kapitału, dłuższym czasem pozyskania środków [Gawroński 2006, s. 64], a przede wszystkim niewystarczającym poziomem doświadczenia samorządów w tej formie pozyskiwania kapitału.

Obligacje przychodowe – pomimo 15-letniego funkcjonowania w polskim prawie – dla większości jednostek samorządu terytorialnego nadal pozostają nieznanym źródłem finansowania zadań publicznych. Do końca 2015 r. zaledwie sześć podmiotów wyemitowało te instrumenty (tab. 4).

Tabela 4. Obligacje przychodowe w Polsce – stan na koniec 2015 r.

| Emitent | Rok emisji | Wartość emisji (mln zł) | Wartość obligacji zakupiona przez inwestorów (mln zł) | Sektor |
|--|------------|-------------------------|---|---|
| Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy sp. z oo. | 2005 | 600,0 | 466,6 | gospodarka wodno-kanalizacyjna |
| Miejskie Przedsiębiorstwo Komunikacyjne – Łódź sp. z oo. | 2007 | 166,0 | 115,6 | transport |
| Zakład Komunikacji Miejskiej w Gdańsku Sp. z oo. (2 programy: autobusowy i kolejowy) | 2010 | 353,0 | 216,4 | transport |
| Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gnieźnie | 2012 | 28,1 | 15,8 | gospodarka wodno-kanalizacyjna |
| Sanockie Przedsiębiorstwo Gospodarki Komunalne Sp. z oo. | 2013 | 39,0 | 39,0 | gospodarka wodno-kanalizacyjna |
| Tramwaj Fordon sp. z oo. | 2014 | 145,7 | 32,0 | transport |
| Miasto Lublin | 2014 | 40,0 | b. d. | budowa parku wodnego |
| Miasto Nysa | 2015 | 22,0 | b. d. | rewitalizacja - wykup terenów po Fabryce Samochodów Osobowych |
| Wałbrzyski Związek Wodociągów i Kanalizacji | 2015 | 107,0 | b. d. | gospodarka wodno-kanalizacyjna |
| Gmina Wałbrzych | 2015 | 38,0 | b. d. | budowa i modernizacja budynków komunalnych |

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Michalski, 2014, s. 48; Wiśniewski, 2016, s. 192; Wójcik, 2016].

Po raz pierwszy obligacje przychodowe wyemitowały Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy w 2004 r. Była to też największa do tej pory emisja, gdyż wynosiła 600 mln zł. Pozyskane w ten sposób środki zostały przeznaczone na inwestycje w zakresie gospodarki wodociągowo-kanalizacyjnej. Kolejną emisję przeprowadziło w 2006 r. łódzkie Miejskie Przedsiębiorstwo Komunikacyjne w celu uzyskania środków na realizację inwestycji komunikacyjnej – Łódzki Tramwaj Regionalny. W 2010 r. Zakład Komunikacji Miejskiej w Gdańsku zorganizował emisję na łączną kwotę 280 mln zł. Pieniądze wydano na zakup autobusów i tramwajów. Z kolei w 2012 r. Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gnieźnie przygotowywało emisję przez na sumę ponad 28 mln zł z przeznaczeniem na budowę i modernizację sieci wodociągowej i kanalizacyjnej [Stabińska, 2012]. Pierwsze emisje obligacji przychodowych były organizowane przez spółki komunalne. Dopiero od 2014 r. pojawiły się obligacje przychodowe JST: miasta na prawach powiatu Lublin¹⁰ oraz gminy miejsko-wiejskiej Nysa oraz miasta na prawach powiatu Wałbrzych.

Ze strony związków samorządowych pionierem w emisji obligacji przychodowych został największy związek międzygminny na Dolnym Śląsku, zrzeszający 9 gmin – Wałbrzyski Związek Wodociągów i Kanalizacji, który na początku 2015 r. wyemitował dłużne papiery przychodowe z przeznaczeniem na finansowanie inwestycji w zakresie gospodarki wodno-kanalizacyjnej na terenie zrzeszonych gmin. U genezy tej emisji leżało ryzyko przekroczenia indywidualnego wskaźnika zadłużenia, a u genezy udanego przeprowadzenia całej procedury leżała ścisła współpraca i współdziałanie Związku, banku i RIO [Jankowiak, 2015].

W licznych publikacjach podkreślane są atuty obligacji przychodowych – ich elastyczność, dopasowanie do każdej inwestycji, brak wymogu dodatkowych zabezpieczeń, itp., a w praktyce ta forma jest rzadko wykorzystywana. Rynek wtórny

¹⁰ W obligacjach Lublina nie zawarto ograniczenia odpowiedzialności miasta do określonych przychodów i majątku. Zostało to zakwestionowane przez RIO w Lublinie, a po zaskarżeniu tego rozstrzygnięcia do WSA w Lublinie sąd wydał orzeczenie, że w świetle prawa jest możliwe utrzymanie nieograniczonej odpowiedzialności emitenta obligacji przychodowych. Lublin ma obowiązek zorganizowania emisji (za: [Wiśniewski, 2016, s. 192]).

dla obligacji przychodowych w zasadzie nie istnieje. Wydaje się, że podobnie jak w przypadku projektów PPP wkrada się nieufność JST do nowych form finansowych i przedkładanie zachowawczego podejścia do zewnętrznych znanych źródeł finansowania. Podkreślić należałoby też, że emisja obligacji przychodowych jest dużo bardziej skomplikowana niż emisja standardowych obligacji komunalnych, co dla banków, jako organizatorów emisji, wiązałoby się z dużo większym nakładem pracy i wysiłkiem koncepcyjnym. Można z tego domniemywać, że banki nie są także admiratorami emisji tego typu obligacji.

4. Wnioski

1. Na rynku komunalnych papierów dłużnych zdecydowaną przewagę posiadają obligacje emitowane na rynku niepublicznym.
2. Emisja obligacji komunalnych wiąże się z możliwością uzyskania takich korzyści, jak: zastosowanie uproszczonych procedur z pominięciem prawa zamówień publicznych, zapewnienie samorządom większej swobody w dysponowaniu pozyskanymi środkami, ponieważ cel emisji obligacji może być bardziej ogólny niż w przypadku kredytów, możliwości emisji na okresy dłuższe niż oferowane przez banki okresy kredytowania, przy obligacjach jest zapewniona przerwa między emisją a datą wykupu, co w praktyce może oznaczać spłatę pierwszych serii dopiero po kilku latach.
3. Koszty przygotowania emisji obligacji przekraczają koszty związane z ubieganiem się o kredyt, a stopy oprocentowania generalnie są zbliżone.
4. Obligacje notowane na rynku giełdowym przyczyniają się do poprawy wizerunku rynkowego emitenta, zwiększenia wiarygodności JST i mogą ułatwiać późniejsze pozyskiwanie kapitału, na czym samorządom bardzo zależy. Jednakże należy jednoznacznie stwierdzić, że obroty na rynku wtórnym obligacji Catalyst są bardzo mizerne od samego początku powstania tej platformy, mimo, jakby wydawało się, dużo większego potencjału rozwoju.
5. Coraz więcej samorządów zdaje sobie sprawę, że emisja obligacji komunalnych zapewnia bardziej elastyczne finansowanie niż kredyty, mimo że zarówno kredyty, jak i obligacje komunalne (poza obligacjami przychodowymi) są elementami formuły obliczania indywidualnego wskaźnika zadłużenia w JST.
6. Słaby popyt na obligacje komunalne, w tym przychodowe organizowane w emisjach zamkniętych wynika z braku tradycji i doświadczeń w długoterminowym inwestowaniu przez inwestorów, głównie lokalnych. Można przypuszczać, że JST, jako emitenci, nie są w stanie zaoferować wyższych stawek dyskonta, a sama organizacja procedury emisji jest związana z ponoszonych znaczących kosztów.
7. Obligacje przychodowe są mniej bezpiecznym instrumentem niż obligacje komunalne z uwagi na zwykle bardzo długi okres zapadalności i uzależnienie od przyszłych przychodów, ale ich niewątpliwym atutem w obecnej sytuacji jest wyłączenie zobowiązań z tytułu ich emisji z formuły obliczania indywidualnego wskaźnika zadłużenia JST. Zorganizowanie emisji obligacji przychodowych jest dużo trudniejsze i wymaga większych nakładów pracy niż emisja zwykłych emisji komunalnych, nie mówiąc o kredycie. Oparcie spłaty (wykupu) obligacji przychodowych na przyszłych przychodach wymaga stałego monitorowania sytuacji emitenta, projektu i sytuacji zewnętrznej ze strony wykwalifikowanych analityków finansowych.
8. Biorąc pod uwagę niezbyt dynamiczny rozwój rynku papierów dłużnych w Polsce można przypuszczać, że szybciej będzie rozwijać się rynek obligacji komunalnych niż obligacji przychodowych, co nie oznacza, że na rynku finansowym nie będzie dla nich miejsca. Nie można też ukrywać, że przypadki odchodzenia od klasycznych zasad obligacji przychodowych (a dotyczy to kwestii pochodzenia środków finansowych na wykup) mogą prowadzić do narastania swego rodzaju anomalii i w konsekwencji mogą przyczynić się nie do rozwoju, a do zwijania rynku obligacji przychodowych.
9. Rynek obligacji komunalnych będzie nadal rozwijać się, szczególnie w okresie po zakończeniu obecnej perspektywy finansowej UE, ponieważ skończy się czas relatywnie łatwego dostępu do środków UE. Samorządy będą bardziej aktywnie poszukiwać źródeł finansowania do niwelowania luk finansowych, ponieważ potrzeby inwestycyjne w zakresie infrastruktury publicznej, jak szacuje się, nie będą spadać, a wprost przeciwnie będą rosły. Należy mieć na uwadze także, że doświadczenia, kwalifikacje i wiedza w zakresie emisji papierów dłużnych będą dużo większe, co zapewne przyczyni się do łatwiejszego przełamywania stereotypów i mniej zachowawczych postaw ze strony samorządów.

Literatura

- Adamiak J., Kołosowska B., Voss G.[2012], *Obligacje komunalne na rynku Catalyst jako źródło finansowania działalności jednostek samorządu terytorialnego* w: Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia 46/3 (XLVI), Lublin.
- Biuletyny statystyczne Catalyst za lata 2009- 2015, www.gpwCatalyst.pl.
- Bucholski R.[2012], Zasada samodzielności finansowej a pozyskiwanie środków finansowych przez jednostki samorządu terytorialnego na rynku kapitałowym, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H, nr 3.
- Catalyst: rynek obligacji w 2014 r.[2015] Grant Thornton, Warszawa.
- Gawroński H. [2006] *Procedura emisji obligacji komunalnych*, Finanse Komunalne nr 7-8.
- Gontarek A.[2015], *Catalyst katalizator rynku instrumentów dłużnych, potencjał, aspiracje, możliwości*, Seminarium mbank - CASE Korporacyjny rynek papierów dłużnych w Polsce: aktualny stan, problemy, perspektywy rozwoju, Warszawa 5.03.2015. <http://www.case-research.eu/pl/node/58829>

Informacja o wykonaniu budżetów jednostek samorządu terytorialnego 2015 <http://www.mf.gov.pl/ministerstwo-finansow/dzialalnosc/finanse-publiczne/budzety-jednostek-samorzadu-terytorialnego/sprawozdania-budzetowe>

Informacja o wykonaniu budżetów jednostek samorządu terytorialnego 2016 <http://www.mf.gov.pl/ministerstwo-finansow/dzialalnosc/finanse-publiczne/budzety-jednostek-samorzadu-terytorialnego/sprawozdania-budzetowe>

Jankowiak I. [2015], *Obligacje przychodowe – nieodkryte źródło finansowania zadań publicznych*, Wspólnota 23.09. 2015, <http://www.wspolnota.org.pl>.

Korenik D.[2009], *Uwarunkowania rozwoju obligacji przychodowych w Polsce*, Zeszyty Naukowe US nr 516 Problemy zarządzania, finansów i marketingu nr 13, „Instrumenty kreowania innowacyjności przedsiębiorstw i instytucji” Szczecin.

Kowalski P. [2015], *Rozwój rynku obligacji pozarządowych w Polsce na tle porównawczym*, Seminarium mBank - CASE Korporacyjny rynek papierów dłużnych w Polsce: aktualny stan, problemy, perspektywy rozwoju, Warszawa 5.03., s. 5. <http://www.case-research.eu/pl/node/58829>

Michalski M. [2014], *Obligacje przychodowe jako alternatywne źródło finansowania budownictwa komunalnego*, Biuletyn Stowarzyszenia Rzeczoznawców Majątkowych Województwa Wielkopolskiego 4(42), www.rzeczoznawcy-wielkopolska.pl

Mosionek-Schweda M., Panfil P. [2014], *Catalyst jako źródło finansowania działalności jednostek samorządu terytorialnego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 802 Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 65, Szczecin.

Noel M., Brzeski J. [2006], *Rynek obligacji samorządowych w Polsce – stan, podstawowe problemy i największe wyzwania w: Obligacje komunalne w Polsce*, Zeszyty BRE Bank – CASE nr 84, CASE, Warszawa.

Obligacje komunalne. Podsumowanie I kwartału 2016 na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce [2016], FitchRatings, www.fitchpolska.com.pl

Ostrowski J., Stępniewski M., Śliwiński P. 2000 *Emisja obligacji komunalnych w teorii i praktyce*, Twigger, Warszawa.

Poniatowicz M. [2005], *Obligacje przychodowe i sekurytyzacyjne jako innowacyjne instrumenty na polskim rynku komunalnych papierów wartościowych*, Finanse Komunalne nr 3.

Raport Catalyst: rynek obligacji w 2016 r. [2017], Grant Thornton, Warszawa.

Raport o stanie rynku obligacji – 2016 [2017], INC – Investments & Consulting, www.incsa.pl

Raport wprowadzający: Emisja obligacji przychodowych, jako sposób na pozyskanie finansowania inwestycji samorządowych [2014], Hogan Lovells, Warszawa.

Rocznik giełdowy GPW 2016.

Rocznik giełdowy GPW 2017.

Rozwój systemu finansowego w 2016 r. [2017], NBP, Warszawa.

Stabińska K.[2012], *Dlaczego jednostki samorządu terytorialnego nie korzystają z obligacji przychodowych?* http://www.skar-biec.biz/prawo/prawnik-radzi/30_11_2012.htm

Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (DzU z 2015 r., poz. 238).

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (DZU z 2009 r, nr 157, poz. 1240).

Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (DzU z 1995 r. nr 157, poz. 430).

Wiśniewski M. [2016], *Obligacje podporządkowane, wieczyste i przychodowe w Polsce – próba oceny ekonomicznych skutków nowelizacji Ustawy o obligacjach*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny nr 1.

Wójcik T. [2016], *Samorządowy dług na giełdzie szansą na tańsze finansowanie*, Dziennik Gazeta Prawna 21.12.2016.

www.bondspot.pl

www.mf.gov.pl/ministerstwo-finansow/dzialalnosc/finanse-publiczne/budzety-jednostek-samorzadu-terytorialnego/sprawozdania-budzetowe.

www.paih.gov.pl/prawo/rynek_kapitalowy_instrumenty_finansowe, s. 1. (14.09.2017)

Ziarko-Siwiek U.[2009], *Jednostki samorządu terytorialnego jako emitenci papierów wartościowych*, Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny 3.



Narodowy Instytut Samorządu Terytorialnego powstał w 2015 r.
Jest państwową jednostką budżetową podległą MSWiA.
Działa na rzecz dalszej profesjonalizacji samorządu terytorialnego i administracji publicznej.

EKSPERTYZY NIST, ul. Zielona 18, Łódź 90-601
Sekretariat tel. +48 42 633 10 70
e-mail: sekretariat@nist.gov.pl