

Sławomir Antkiewicz
Uniwersytet Gdański

POLSKI RYNEK OBLIGACJI SAMORZĄDOWYCH NA TLE RYNKÓW ZAGRANICZNYCH

1. Wstęp

Obligacja jest papierem wartościowym. Papiery wartościowe można zdefiniować jako dokumenty, z których posiadaniem związane jest uprawnienie polegające na żądaniu spełnienia świadczenia na rzecz osoby legitymowanej treścią dokumentu.

Obligacja samorządowa (komunalna) stanowi zobowiązanie jednostki samorządowej względem właściciela obligacji (obligatariusza) do zwrotu pożyczonej sumy wraz z odsetkami. Powyższe zobowiązanie jest ważne dla każdego kolejnego właściciela obligacji. Obligacja nie jest dokumentem stwierdzającym udział w majątku samorządu. Główną funkcją obligacji jest funkcja kredytowa [12, s. 3-8]. Niezależnie bowiem od rodzaju świadczeń przyznawanych obligatariuszom, objęcie obligacji wiąże się z przekazaniem emitentowi określonych funduszy.

Ważną funkcją obligacji jest też funkcja promocyjna. Emisja zakłada ujawnienie szczegółowych danych o organizacji i działalności emitenta samorządowego, co umożliwia poznanie go przez potencjalnych inwestorów. Może to mieć istotny wpływ również na inne dziedziny aktywności emitenta.

2. Zagraniczne rynki obligacji samorządowych

Tradycja obligacji samorządowych w Stanach Zjednoczonych sięga końca XIX w. [4, s. 15-18; 7, s. 5; 10, s. 88-90]. Ten instrument finansowy jest dominującą formą uzyskiwania funduszy przez władze lokalne.

Na amerykańskim rynku obecne są nie tylko szeroko opisane w literaturze obligacje przychodowe (zabezpieczone przyszłymi wpływami z opłat uiszczanych przez korzystających z usług oferowanych przez podmiot sfinansowany emisją walorów samorządowych) oraz obligacje ogólne (zabezpieczone wyłącznie dochodami budżetu lokalnego i zaufaniem inwestorów) [1, s. 74]. W Stanach Zjednoczonych oferowane są również obligacje o cechach hybrydowych, łączące walory obligacji przychodowych z ogólnymi. Określa się je jako obligacje o podwójnym źródle spłaty (*double-barrelled municipal bonds*), gdyż ich zabezpieczeniem są zarówno opłaty, jak i podatki lokalne. Oprócz omówionych klasycznych form obligacji komunalnych na rynku amerykańskim dostępne są także emisje o specyficznych cechach. Powstały one wskutek zapotrzebowania inwestorów na instrumenty bardziej wyrafinowane pod względem inżynierii finansowej. Przykładem mogą być obligacje rozwoju przemysłowego oraz obligacje rolujące.

Obligacje rozwoju przemysłowego (*industrial development bonds*) to papiery, z których wpływy są przeznaczane na pożyczki dla prywatnych przedsiębiorstw. Zasadniczo chodzi o przekazanie części zadań i funduszy przedsiębiorstwu prywatnemu, na którym ciąży obowiązek spłaty zaciągniętego zadłużenia. Samorząd uzyskuje wzrost zatrudnienia na zarządzanym obszarze.

W przypadku obligacji rolujących (*refunding bonds*) środki pozyskane dzięki takiej emisji służą spłaceniu lub wcześniejszemu wykupieniu uprzednio zaciągniętego zobowiązania. Są one emitowane wówczas, gdy obniża się poziom rynkowych stóp procentowych. Dzięki zaciągnięciu nowej pożyczki emitent komunalny uzyskuje obniżkę kosztów obsługi zadłużenia. Zabezpieczeniem obligacji rolujących jest zabezpieczenie ustanowione na potrzeby wcześniej emitowanych walorów.

Niekiedy korzysta się z możliwości łączenia obligacji emitowanych przez mniejsze jednostki w bloki po to, aby następnie sprzedać taki blok obligacji specjalnej instytucji stanowej. Niewielkie jednostki podziału terytorialnego mają często trudności ze znalezieniem rynku i odbiorców obligacji przy możliwym do zaoferowania oprocentowaniu. Ponadto koszty emisji obligacji mogą być zbyt wysokie. Po nabyciu bloku obligacji specjalna instytucja stanowa emituje swoje własne obligacje, przeznaczone na większy rynek inwestorów, przy czym koszty emisji rozkłada się na wszystkich małych emitentów, których obligacje weszły w skład bloku.

Dynamiczny rozwój tego instrumentu finansowego w Stanach Zjednoczonych był wspierany przez stworzone zachęty podatkowe, tj. wyłączenie odsetek od obligacji z opodatkowania podatkiem dochodowym stanowym i federalnym. W niektórych stanach zwolnienie podatkowe przysługuje jedynie inwestorom nabywającym obligacje wyemitowane w danym regionie.

Obligacje samorządowe na rynku amerykańskim uznawane są za bardzo bezpieczny sposób lokowania kapitału. Częstotliwość oświadczeń o zaprzestaniu obsługi zadłużenia wśród samorządów jest o wiele niższa niż w przedsiębiorstwach.

Znaczny wpływ na ogłaszanie niewypłacalności przez amerykańskie samorzady lokalne mają następujące czynniki:

- 1) opór podatników wobec prób zwiększenia obciążenia podatkowego,
- 2) rosące obciążenia na rzecz budżetu federalnego,
- 3) ryzykowne inwestycje samorządów przeprowadzane przez niedoświadczonych pracowników.

W Stanach Zjednoczonych normalne funkcjonowanie wielkich miast byłoby niemożliwe bez emitowania przez nie wciąż nowych form obligacji, czyli bez nieustannego niemal zadłużania się. Największe miasta bowiem mają dziesiątki miliardów długu w formie obligacji i tak długo, jak obligacje są spłacane, inwestorom nie mówi się o bankructwie. Nowocześnie zarządzane miasta i gminy, podobnie jak korporacje, muszą się zadłużać, dokonywać inwestycji i – jeśli chcą zachować wiarygodność – muszą też spłacać swoje zobowiązania wobec wierzycieli. Rola obligacji samorządowych w budżetach amerykańskich jest tak duża, iż bez zbytniej przesady można stwierdzić, że to właśnie „dzięki obligacjom zbudowano Stany Zjednoczone” (*municipal bonds built this country*) [2, s. 14-15].

Z kolei finansowanie inwestycji władz lokalnych w Europie odbywa się głównie za pomocą kredytów udzielanych przez banki lub agendy rządowe¹. Jedynie duże i silne finansowo jednostki terytorialne samodzielnie wchodzi z swoimi papierami na krajowy i międzynarodowy rynek kapitałowy. W praktyce zdarza się, że obligacje władz lokalnych muszą konkurować na rynku kapitałowym z papierami wartościowymi emitowanymi przez podmioty prywatne prowadzące działalność gospodarczą. Od początku lat dziewięćdziesiątych XX w. zauważa się coraz większe zainteresowanie władz lokalnych bezpośrednim wchodzeniem na rynki kapitałowe. Natomiast niektóre wielkie miasta decydują się na emisję obligacji również na rynku międzynarodowym.

Transformacje ustrojowe, które nastąpiły w krajach Europy Wschodniej, powodują, że również tu wzrasta zainteresowanie nowymi źródłami finansowania rozwoju regionalnego. Inwestycje na rozwój infrastruktury wymagają finansowania długoterminowego, obligacje zatem wydają się być wobec kredytów bankowych alternatywnym sposobem uzyskiwania koniecznych środków.

3. Emisje obligacji samorządowych w Polsce w latach 2000-2004

Badanie polskiego rynku obligacji samorządowych w latach 2000-2004 wskazuje, że rynek ten jest w fazie stosunkowo dynamicznego rozwoju (tab. 1).

W latach 2003-2004 wartość obsługiwanych emisji zwiększała się rocznie o około jedną piątą. Znacznie wyższą dynamikę można było zaobserwować w latach 2000-2002. Wciąż zwiększa się liczba emitentów. W okresie 2000-2004 liczba

¹ Instytucje te noszą różne nazwy: w Wielkiej Brytanii – Public Works Loan Board, w Niemczech – Landesbanks, we Francji – Credit Local de France.

samorządów emitujących obligacje wzrosła ponaddwukrotnie. Rośnie również znaczenie rynku walorów samorządowych w relacji do całego rynku pozaskarbowych papierów dłużnych. W latach 2003-2004 udział obligacji samorządowych w całości rynku ustabilizował się na poziomie ok. 12%. Nie ma większych szans na istotne powiększenie się tego udziału, zważywszy na bardzo dużą popularność krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw oraz długoterminowych obligacji korporacyjnych, które to instrumenty od lat decydują o strukturze całego rynku.

Tabela 1. Rynek obligacji samorządowych w latach 2000-2004

Wyszczególnienie	2000	2001	2002	2003	I kw. 2004	II kw. 2004
Wartość rynku (mln PLN) (a)	859,60	1 628,60	2 218,75	2 639,10	2 641,03	2 773,93
Dynamika w skali roku (b)	31,5 %	89,5 %	36,2 %	18,9 %	16,9 %	21,6 %
Liczba emitentów (c)	89	149	192	201	204	211
Wartość całego rynku papierów dłużnych (mln PLN) (d)	14 269,40	17 400,80	19 836,64	21 771,10	22 755, 03	23 390,45
(a)/(d)	6,02 %	9,36 %	11,19 %	12,12 %	11,61 %	11,86 %

Źródło: opracowanie własne na podstawie [11, s. 1].

Wielkość emisji papierów komunalnych jest bardzo zróżnicowana, dominują jednak emisje na sumę 3-20 mln zł. Wielkość tych emisji jest na tyle duża, że mogą być uznane za opłacalne. Ponieważ takie emisje stanowią stosunkowo niewielką część maksymalnej kwoty zadłużenia, można dojść do wniosku potwierdzającego znaczną ostrożność gmin w stosowaniu nowego instrumentu finansowania.

Większość emisji obligacji przeprowadzano w formie emisji kierowanych do poszczególnych inwestorów, w liczbie nie większej niż 300. Należy jednak pamiętać, że obligacje są nowym instrumentem finansowym, a stworzenie dojrzałego i efektywnego rynku jest możliwe dopiero w dłuższym czasie [5, s. 55]. Jednostki samorządowe preferują emisje zamknięte z kilku względów. Po pierwsze, emisja publiczna wiąże się z wysokimi kosztami i czasochłonnością. Po drugie, dominują niewielkie kwotowo emisje, które znacznie ograniczają możliwość wprowadzenia do publicznego obrotu z uwagi na potencjalne problemy z uzyskaniem odpowiedniego stopnia ich rozproszenia. Wreszcie po trzecie, rynek jest wciąż jeszcze w fazie rozwoju tej formy finansowania, z czym wiąże się duża ostrożność emitentów.

Papiery samorządów wyemitowane do tej pory w formie emisji kierowanych cechuje niska płynność [9, s. 7]. Liczba nabywców, którzy decydują się na odsprzedanie przed terminem zapadalności, jest znikoma. Pewnym rozwiązaniem mającym na celu podniesienie płynności, a tym samym poszerzenie kręgu inwestorów, może być obrót publiczny.

4. Rozwój rynku publicznego obligacji samorządowych

Już w 2002 r. pojawił się pewien wzrost zainteresowania rynkiem publicznym (Centralna Tabela Ofert) ze względu na obniżenie kosztów obsługi emisji obligacji komunalnych. Jednocześnie wzrósł popyt na te walory z powodu większej konkurencyjności w stosunku do bankowych i skarbowych instrumentów finansowych. Pod koniec 2002 r. miała miejsce pierwsza w Polsce publiczna emisja obligacji samorządowych (Rybnik). 10 czerwca 2003 r. Rada Miasta Poznania podjęła uchwałę w sprawie emisji obligacji w formie czteroletniego programu publicznej emisji (2003-2006) na łączną kwotę 500 mln zł [6, s. 24]. Walory te notowane są na CeTO, podobnie jak obligacje Ostrowa Wielkopolskiego [8, s. 1]. To ostatnie miasto przeprowadziło co prawda w 1997 r. niepubliczną emisję obligacji, następnie jednak wprowadziło walory na rynek publiczny.

Publiczny rynek kapitałowy, dzięki wyższemu stopniowi bezpieczeństwa inwestycji, pozwala na zdecydowanie większe zaangażowanie środków w papiery pozaskarbowe przez inwestorów instytucjonalnych, takich jak otwarte fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe czy towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Rynek niepubliczny nie stwarza takich możliwości inwestowania w obligacje ze względu na niższe limity określone przez ustawodawcę. Ważnym aspektem rynku publicznego jest rynkowa wycena papierów, bardzo istotna dla inwestorów instytucjonalnych, mających obowiązek dokonywania codziennej wyceny posiadanych aktywów. Samorząd staje się rozpoznawalny wśród potencjalnych inwestorów [3, s. 22]. Wprowadzenie obligacji na rynek publiczny świadczy o przejrzystej polityce ekonomicznej władz, które stosują europejskie standardy zarządzania finansami publicznymi.

5. Inwestorzy na rynku polskich obligacji samorządowych

Większość emisji komunalnych była w Polsce organizowana w drodze sprzedaży niepublicznej. Wśród nabywców papierów przeważały zdecydowanie banki (tab. 2). Zamiarem banków bowiem jest dotarcie do samorządów lokalnych z ofertą obsługi rachunków samorządowych. Ponadto banki oferują jednostkom samorządu terytorialnego zamiast kredytu ofertę przeprowadzenia emisji obligacji. Ponieważ znaczna część emisji zostaje objęta przez bank i nie jest odsprzedawana innym inwestorom, można dojść do wniosku, że główną funkcją obligacji samorządowych jest substytut kredytu bankowego.

Drugą grupę nabywców, z niespełną 3-procentowym udziałem, stanowiły przedsiębiorstwa. Wynika to stąd, że organizatorowi emisji łatwiej jest dotrzeć do wybranych inwestorów, jakimi są przedsiębiorstwa pragnące na dłuższy czas ulokować wolne środki, niż przeprowadzić emisję skierowaną do osób fizycznych. Na uwagę zasługuje znikome zainteresowanie papierami samorządowymi ze strony

funduszy emerytalnych, podmiotów zagranicznych oraz innych instytucji finansowych, w tym funduszy inwestycyjnych.

Tabela 2. Inwestorzy na rynku obligacji samorządowych (stan na 31 maja 2004., struktura według wartości nominalnej)

Wyszczególnienie	mln PLN	% całości
Banki	2 045,70	88,11 %
Towarzystwa ubezpieczeniowe	31,30	1,35 %
Fundusze emerytalne	1,80	0,07 %
Przedsiębiorstwa	64,30	2,77 %
Podmioty zagraniczne	15,70	0,68 %
Inne instytucje finansowe	9,00	0,39 %
Pozostałe jednostki	144,00	6,63 %
Razem	2 321,80	100,00 %

Źródło: opracowanie własne na podstawie [11, s. 2].

Powyższa struktura nabywców obligacji może w przyszłości ulec zmianie. Dominująca do tej pory grupa będzie tracić na znaczeniu wskutek pojawienia się kolejnych grup inwestorów. Sądzić można, że skala obniżenia znaczenia banków jako nabywców tych walorów będzie zróżnicowana w zależności od tego, czy będzie chodzić o emisję prywatną, czy też o publiczną. W emisjach kierowanych do maksimum 300 inwestorów znaczenie banków w dalszym ciągu powinno być duże. Można natomiast spodziewać się wzrostu zainteresowania zamożnych osób fizycznych papierami komunalnymi z tych samych względów, co w wypadku podmiotów gospodarczych: jest to bezpieczna i dość dochodowa inwestycja oraz zaangażowanie w finansowanie rozwoju lokalnego. Emisje publiczne rzadko są wykorzystywane na obecnym etapie rozwoju obligacji. Głównymi barierami są wysokie koszty i czasochłonność wprowadzenia emisji do obrotu publicznego. Jednak w przyszłości, po upowszechnieniu emisji publicznych, jest prawdopodobny wzrost zainteresowania analizowanymi papierami funduszy inwestycyjnych oraz emerytalnych.

6. Podsumowanie

Niełatwo jest wyciągnąć jednoznaczne wnioski odnośnie do przyszłości tej formy finansowania samorządów lokalnych. Powodem jest przede wszystkim niskie wykorzystanie zewnętrznych zwrotnych źródeł finansowania samorządów lokalnych. Dopiero w kilkuletniej perspektywie okaże się, czy polskie samorzady będą korzystać w głównej mierze z kredytów bankowych, czy też emitować obligacje.

Metoda finansowania inwestycji obligacjami samorządowymi wykazuje pewne podobieństwo do klasycznej formy zasilania zewnętrznego, jaką jest kredyt. W warunkach polskich warto szczególnie zwrócić uwagę na dochodowy aspekt nabywania obligacji i przetrzymywania ich w portfelu do wykupu. W sytuacji, gdy znaczną część wielkości emisji obejmują banki, można dojść do wniosku, że sta-

nowią one substytut kredytu. Zjawisko to znajduje odzwierciedlenie w charakterze rynku wtórnego, który istnieje w formie szczątkowej. Mimo różnicy w oprocentowaniu obligacji i kredytu, odsetki od komunalnych papierów wartościowych są na tyle wysokie, by banki wykazywały zainteresowanie ich utrzymywaniem w swoim portfelu.

Opieranie przyszłości rynku głównie na inwestorach, którymi są banki, jest ryzykowne. Konieczne jest wypracowanie koncepcji pozyskania szerszych kręgów nabywców. Rozbudowanie bazy inwestorskiej wiąże się jednak z koniecznością przeprowadzenia emisji publicznych. Ze względu jednak na wymóg znacznej wartości emisji oraz konieczności ponoszenia dodatkowych kosztów w porównaniu z emisją zamkniętą, jest to zadanie stosunkowo trudne.

Literatura

- [1] Antkiewicz S., *Obligacje przychodowe w świetle ustawy*, „Finansista” 2002, nr 2.
- [2] Antkiewicz S., *Obligacje samorządowe. Budowanie Stanów Zjednoczonych*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2002, nr 2.
- [3] *Atuty publicznej emisji*, „Wspólnota” 2004, nr 11.
- [4] Baran T., Smardzewski K., Zawila-Niedźwiecki J., *Obligacje komunalne w USA i krajach europejskich*, „Samorząd Terytorialny” 1998, nr 7-8.
- [5] Boel F., *Obligacje komunalne na rynku publicznym*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2003, nr 2.
- [6] *CeTO dla samorządów*, „Wspólnota” 2004, nr 10.
- [7] Domarecki P., *Obligacje w USA – wybór dla inwestora*, „Parkiet” 1996, nr 7.
- [8] *Emisja obligacji komunalnych za 6 mln zł*, „Parkiet” 2004, nr 121.
- [9] Ostrowska K., *Obligacje komunalne. Dużo emisji o niskiej wartości*, „Rzeczpospolita” 2004, nr 73.
- [10] Ostrowski J., Stępniewski M., Śliwiński P., *Emisja obligacji komunalnych w teorii i w praktyce*, Twigger, Warszawa 2001.
- [11] *Polski rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie II kwartału 2004 r.*, FitchRatings, Warszawa 2004.
- [12] Sobolewski L., *Obligacje i inne papiery dłużne*, C. H. Beck, Warszawa 1999.

POLISH MARKET OF MUNICIPAL BONDS IN THE LIGHT OF FOREIGN MARKETS

Summary

Municipal bonds are a dominant way of getting funds in the United States, where they have been existing for over a hundred years. Also in European countries those securities have been more and more popular. Polish market of municipal bonds has been developing in a dynamic way. The number and the value of new floats have been increasing. But among buyers banks are prevailing, therefore secondary market cannot develop considerably. But public floats, that are planned, can effect development of the market.