

# Zbigniew R. Wierzbicki

---

## Determinanty rozwoju rynku obligacji komunalnych w Polsce

---

Acta Scientifica Academiae Ostroviensis nr 33, 83-100

---

2010

Artykuł został zdigitalizowany i opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Zbigniew R. Wierzbicki<sup>1</sup>

## Determinanty rozwoju rynku obligacji komunalnych w Polsce

**Streszczenie:** W artykule podjęta jest wybrana problematyka uwarunkowań rozwoju rynku obligacji komunalnych. Przedstawione są zachodzące zmiany w okresie 4Q2008 – 1Q2010. Omówiona jest kwestia podstawowych zalet obligacji dla jednostek samorządu terytorialnego JST m.in. z punktu widzenia źródeł finansowania JST i wpływu na budżet JST zwłaszcza w sytuacji okresowego spadku dochodów JST w efekcie kryzysu finansowego i zmian w polityce fiskalnej. Wskazane jest też znaczenie obligacji dla przedsiębiorstw komunalnych. W artykule zwrócona jest też uwaga na znaczenie Catalyst jako nowego rynku w ramach GPW i na uwarunkowania rozwoju tego rynku. Omówione jest też zagadnienie stosunku budżetu centralnego do rynku pozaskarbowych papierów dłużnych. Podjęta jest też problematyka niezbędnych zmian w podejściu banków do obligacji komunalnych.

**Słowa kluczowe:** Obligacje, obligacje komunalne, finansowanie JST, dochody JST, budżet JST, inwestycje komunalne, przedsiębiorstwa komunalne, Catalyst, pozaskarbowe papiery dłużne.

### Wstęp

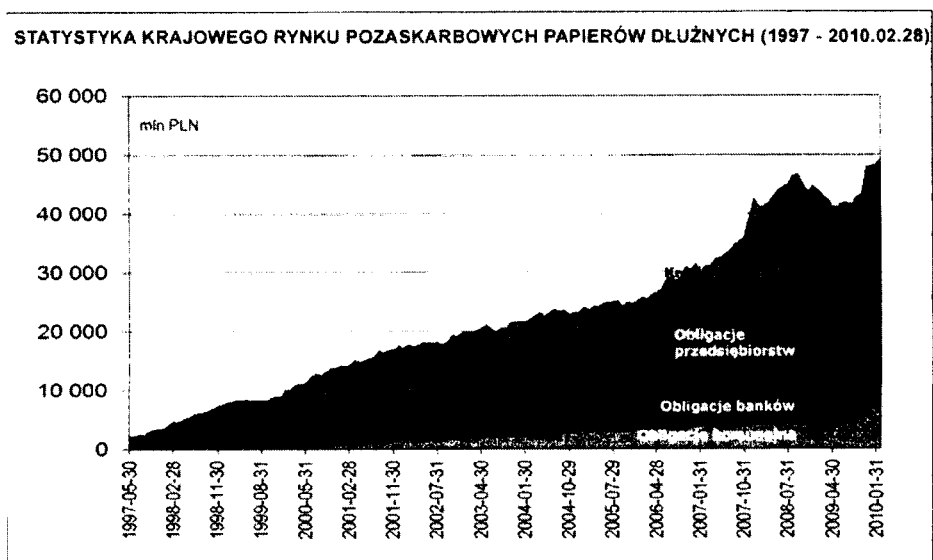
Temat obligacji komunalnych od lat powraca w wypowiedziach przedstawicieli sektora jednostek samorządu terytorialnego, sektora bankowego i środowiska eksperckiego w kontekście niezrealizowanych szans, niewykorzystanych możliwości etc. Wydawało się wcześniej, że konieczność absorpcji funduszy unijnych przez JST doprowadzi do przełomu i zainicjuje wielką dynamikę wzrostu ilości i wartości emisji obligacji komunalnych z uwagi na relatywny niedostatek środków własnych w JST. Niestety -podobnie jak w przypadku praktycznej nieobecności przedsiębiorstw komunalnych na rynku krótko- i średnioterminowych papierów dłużnych – mamy do czynienia z bardzo powolnym wzrostem wielkości emisji obligacji komunalnych i liczby emitentów.

W zasadzie w ostatnich latach dynamika wzrostu wielkości wyemitowanych obligacji r/r spadła z 12-14 % w latach 2004-2006 do 6-7 % w latach 2008-2009<sup>2</sup>. W konsekwencji zmalał udział obligacji

<sup>1</sup> dr, Wyższa Szkoła Biznesu i Przedsiębiorczości w Ostrowcu Św.

<sup>2</sup> FitchRatings

komunalnych w strukturze rynku nieskarbowych papierów dłużnych (przykładowo z 13,12 % na 31.12.2005 do 9,97 % na 31.12.2008<sup>3</sup>. Na tym tle informacja, że od 4 Q 2005 r. do 1Q 2009 r. wartość emisji obligacji komunalnych wzrosła z 3,29 mld PLN do 4,39 mld PLN świadczyła o trwającej kilka lat stagnacji tego segmentu rynku pozaskarbowych papierów dłużnych. Wydaje się, że zarysowuje się przełom wynikający z niedoboru dochodów JST i konieczności posiadania udziałów własnych w programach finansowanych przez UE.



Zródło: FitchRatings

Na występowanie ożywienia wskazują dane kolejnych kwartałów 2009 i 2010 r. tj. w 2Q 2009 wartość emisji osiągnęła 4,6 mld PLN, w 3Q – 5,4 mld PLN, a w 4Q – 6,9 mld PLN i 1Q2010 – 7,4 mld PLN. Oznacza to dynamikę wzrostu wartości emisji obligacji w ciągu roku 2009 w wysokości prawie 55%, a dynamika 1Q2010 do 1Q2009 wyniosła aż 68%. Symptomatyczne jest jednak to, że bardzo wolno wzrasta liczba emitentów z grona JST tj. 4Q2008 – 373, 1Q2009 – 366, 2Q2009 – 372, 3Q2009 – 393, a 4Q2009 – 415 JST. Nadal jest to więc elitarny instrument finansowania działalności, zwłaszcza inwestycyjnej, JST wszystkich szczebli. W przyroście wartości emisji obligacji znaczny udział mają wielkie emisje dużych aglomeracji np. Warszawy i właśnie ta grupa emitentów planuje kolejne duże programy w horyzoncie najbliższych 1-2 lat.

<sup>3</sup> FitchRatings

Od początku reaktywowania w Polsce możliwości emisji obligacji komunalnych występuje również specyficzna dysproporcja regionalnej aktywności JST w zakresie emisji obligacji komunalnych. W zasadzie w sześciu województwach skoncentrowane jest prawie 70 % wartości emisji i ilości emisji obligacji komunalnych tj. w woj. wielkopolskim, dolnośląskim, kujawsko-pomorskim, śląskim, zachodniopomorskim i mazowieckim, przy czym regionalnym liderem jest woj. wielkopolskie mające ok. 25 % udział w całym rynku.

Dodatkiem wskaźnikiem dobitnie pokazującym stopień niedorozwoju obligacji komunalnych w Polsce jest odniesienie wartości wyemitowanych obligacji komunalnych do PKB. W Polsce wielkość tego wskaźnika (nazywanego też wskaźnikiem penetracji) wynosiła ok. 0,4%PKB<sup>4</sup>, a w IQ2010 przypuszczalnie przekroczyła 0,7%PKB. W wielu krajach tzw. starej UE wskaźnik ten wynosi ok. 3-4% PKB. Wydaje się, że to ujęcie właściwie odzwierciedla skalę niewykorzystanych możliwości długoterminowego finansowania JST w oparciu o obligacje komunalne.

Jakie były i nadal w części są podstawowe przyczyny narastającej luki między oczekiwaniami a realnym wzrostem tego rynku? Na to pytanie nie ma prostej krótkiej niekontrowersyjnej odpowiedzi.

Przyczyn jest kilka i to w dodatku wzajemnie tworzących negatywne sprzężenie. Temat obligacji komunalnych podejmowany jest najczęściej w konwencji potencjalnych znanych korzyści wynikających z emisji obligacji dla JST. Najczęściej wymienia się następujące pozytywne aspekty.

Emisje obligacji dają możliwości zaspokojenia różnych potrzeb finansowych różnych rodzajów JST zarówno małych typu gmin wiejskich jak i dużych typu aglomeracji miejskich czy województw. Obligacje komunalne mogą być efektywnym instrumentem równoważenia budżetu oraz zapewnienia płynności finansowej JST zarówno w krótkim jak i przede wszystkim długim okresie czasu umożliwiając w ten sposób finansowanie różnych rodzajów projektów inwestycyjnych, w tym również wspólnych przedsięwzięć kilku jednostek samorządu terytorialnego JST bądź kilku przedsiębiorstw komunalnych. Jednocześnie obligacje komunalne stwarzają warunki dla aktywnego zarządzania poziomem, strukturą i kosztami zadłużenia m.in. poprzez możliwość konwersji lub rolowania zadłużenia.

Celem emisji obligacji może być np.:

- pozyskanie środków na działalność bieżącą;
- pozyskanie środków na realizację inwestycji;
- pozyskanie środków na zapewnienie wkładu własnego przy staraniu się o środki funduszy UE;

<sup>4</sup> G.Kozuń-Cieślak, *Obligacje komunalne*, PWN, Warszawa 2008, ss.134-137.

- pozyskanie środków na tzw. finansowanie pomostowe, w tym związane z realizacją przedsięwzięć finansowanych z udziałem środków funduszy UE;
- konwersja dotychczasowego zadłużenia celem zmiany harmonogramów obsługi zadłużenia bądź/i obniżenia kosztów finansowych;
- finansowanie wspólnych przedsięwzięć kilku JST;
- finansowanie przedsięwzięć o charakterze Partnerstwa Publiczno-Prywatnego PPP itd.

## **2. Podstawowe zalety obligacji komunalnych**

Na tym tle w wariantcie pozytywnym można mówić o dziewięciu podstawowych powodach dla których obligacje komunalne są interesującym atrakcyjnym instrumentem finansowania jednostek samorządu terytorialnego z punktu widzenia szeroko rozumianych interesów JST.

1. JST uzyskuje możliwość bardziej bezpośredniego zasilanie kapitałem dłużnym z rynku pieniężnego co wpływa na konkurencyjność oferowanych jej marż dłużnych.
2. W średnim, a zwłaszcza w dłuższym, okresie przeważnie niższe są więc koszty kapitału dłużnego w porównaniu z kosztem kredytów bankowych.
3. Dzięki odpowiednio skonstruowanym programom emisji obligacji komunalnych JST mają większą samodzielność i elastyczność określania wielkości i struktury poszczególnych emisji, a także jej poszczególnych serii i transz oraz harmonogramów obsługi spłat odsetek i kapitału obligacji. W ten sposób JST mogą elastycznie sterować terminami i kwotami zarówno zasileń pieniężnych pochodzących z emisji jak i datami, wielkościami i kosztami obsługi obligacyjnych zobowiązań. Elastyczność dobrze skonstruowanych programów emisji obligacji komunalnych jest nieporównanie większa niż jakakolwiek kompozycja bankowych kredytów komunalnych. W ten sposób JST też mogą zwiększyć samodzielność w zakresie zarządzania swoimi finansami.
4. Pewność finansowania większa niż przy wykorzystywaniu kredytów komunalnych z uwagi m.in. na charakter umów z agentami finansowymi emisji czyli bankami udzielającymi najczęściej gwarancji sukcesu programu emisji obligacji.
5. JST ma możliwość swobodniejszego, w porównaniu z kredytem komunalnym, formułowania celów emisji obligacji. W ten sposób JST jeszcze bardziej zwiększa swoją swobodę w zakresie zarządzania finansami jak też zwiększa elastyczność wykorzystania zewnętrznych środków finansowych.

6. Ustanawianie zabezpieczeń emisji obligacji jedynie w szczególnych sytuacjach. JST zwalnia swoje zabezpieczenia i może użyć je dla innych celów np. dla zabezpieczania emisji obligacji i krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw komunalnych, a także kredytów dla przedsiębiorstw komunalnych.
7. Odpowiednio skonstruowane programy emisji obligacji komunalnych poszerzają znakomicie możliwości substytucji czyli zastępowania kapitałem dłużnym z emisji obligacji wymaganych środków własnych przy pozyskiwaniu środków z funduszy Unii Europejskiej. Wzmacnia to szanse JST korzystających z właściwie skonstruowanych programów emisji obligacji komunalnych na pozyskanie środków UE i zwiększenie zdolności do otrzymania większych kwot czyli finansowania większych programów i przedsięwzięć rozwojowych.
8. Możliwość rolowania wcześniej zaciągniętych kredytów i wcześniej emitowanych obligacji, a w ten sposób odpowiedniego zrestrukturyzowania zobowiązań JST<sup>5</sup>.
9. Zastosowanie odpowiednio ustrukturyzowanych programów emisji obligacji komunalnych czyni z nich potencjalnie bardzo przydatne i efektywne narzędzie finansowania zaangażowania JST i przedsiębiorstw komunalnych w przedsięwzięcia w zakresie Partnerstwa Publiczno-Prywatnego PPP. Jest to w Polsce wykorzystywane wręcz w minimalnym – w stosunku do potrzeb i możliwości – zakresie co powoduje marnowanie szans realizacji ogromnej liczby przedsięwzięć w szeroko rozumianej infrastrukturze JST.
10. Podejmując decyzje o emisji obligacji i umieszczając je integralnie w programach rozwojowych JST i skłaniając agentów finansowych emisji czyli głównie banki do oferowania za ich pośrednictwem podmiotom rynków finansowych, zwiększają możliwości promocji JST i obszaru ich działania w środowiskach inwestycyjnych. Między innymi dzięki systemowi informacji adresowanej do wybranych inwestorów etc. JST zwiększają szanse na przyciągnięcie dobrych bezpośrednich inwestorów do gminy, miasta, powiatu etc. Część JST znakomicie wykorzystała te możliwości, co widać, niestety na nadal mało licznych, przykładach JST w woj. wielkopolskim czy dolnośląskim.
11. Poprzez emisję obligacji komunalnych JST mają szanse na wejście do elitarnej grupy kilkuset JST (około 400 ) wykorzystujących nowoczesne

---

<sup>5</sup> P. Śliwiński, J. Ostrowski, M. Stępniewski, *Obligacje komunalne i ich rola w finansowaniu inwestycji*, Twigger, Warszawa 2005, ss.23-249.

instrumenty finansowania i zarządzania finansami. Dzięki temu władze JST uruchamiają pozytywny sygnał dla środowisk lokalnych jak i pozytywny sygnał dla środowisk inwestycyjnych.

### **3. Bankowa blokada rozwoju rynku obligacji komunalnych**

Najczęściej krytykuje się JST, wskazując na zbyt małą wiedzę urzędników i działaczy samorządowych, na konserwatyzm, na niechęć do ryzyka związanego z nowymi rozwiązaniami etc. ale ten rodzaj argumentacji jest bardzo niepełny i jednostronny. Może tym razem popatrzymy na banki jako rzeczywistych i potencjalnych organizatorów emisji, animatorów rynku wtórnego, gwarantów sukcesu emisji etc.

W Polsce występuje od lat niechętna postawa ogromnej większości banków do podejmowania projektów organizacji emisji obligacji komunalnych z uwagi m.in. na poglądy o kanibalizacji kredytów komunalnych, o nadmiernym nakładzie sił i środków w proporcji do uzyskiwanych dochodów, o tym że emisja obligacji zmniejsza poziom lojalności klienta JST etc.

W konsekwencji ogromna większość wyemitowanych obligacji komunalnych pozostaje w portfelach aktywów banków i nie jest kierowana do obrotu wtórnego. Banki niewykorzystują obligacji komunalnych jako instrumentów finansowych atrakcyjnych dla innych grup swoich klientów np. przedsiębiorstw, a zwłaszcza dla klientów indywidualnych w obszarze private banking.

Organizacją emisji od lat zajmuje się mniej więcej ta sama grupa banków, przy czym pojawiają się banki, które na początku wykazywały dużą dynamikę tak jak np. BGK w latach 2004-2005, później Nordea Bank bądź BISe (a po jego przejściu Bank DnB NOR) lecz po pewnym czasie stają się biernymi organizatorami i inwestorami na rynkach tych instrumentów.

Poza kilkoma, banki w większości całkowicie odeszły od korzystnej dla emitentów i dla innych niż banki inwestorów finansowych, podstawy cenowej obligacji komunalnych zastępując cenowe odniesienie do 52 tygodniowych bonów skarbowych (TB 52) cenowym odniesieniem do cen rynku międzybankowego czyli WIBOR 3M i WIBOR 6M podkreślając w ten sposób dodatkowo silny związek tych instrumentów z ich biernym substytuowaniem kredytów komunalnych. Oczywiście w horyzoncie kilku-kilkunastu miesięcy łatwo to uzasadnić mniejszą aktywnością budżetu w zakresie emitowania bonów skarbowych TB 52. Natomiast w najbliższych miesiącach pojawi się problem czy w sytuacji relatywnej dużej zmienności WIBOR nie będzie lepszym układem odniesienia dla cen obligacji komunalnych albo powrót do TB 72 albo oparcie ich cen na rentowności odpowiednich obligacji skarbowych.

Jednakże jest to osobny problem daleko wykraczający poza rozważania określone tematem.

Kilkanaście lat toczyły się dyskusje w ramach specjalnej komisji ds. standaryzacji nieskarbowych papierów dłużnych i jej efektem jest to, że dopiero wymogi firm konsultingowych wspierających emitentów w organizacji emisji i wyborze agentów emisji wymuszają na bankach minimalny poziom standaryzacji tych instrumentów. Jednakże ta standaryzacja nie stwarza sprzyjających rozwiązań dla rozwoju rynków wtórnych tych instrumentów. Uniemożliwia bądź utrudnia szersze ich zaoferowanie zewnętrznym inwestorom, jak też innym klientom banków będących nie tylko agentami emisji, ale także bardzo często gwarantami sukcesu emisji. Z tego względu opieszałość banków i wcześniej KPWG, a obecnie KNF w zakresie standaryzacji instrumentów finansowych, a GPW w zakresie stworzenia dobrej platformy transakcyjnej dla obligacji komunalnych pogłębiała zastój quasi rynku obligacji komunalnych w okresie do 3Q 2009 r.

Banki nie wykorzystują możliwości bardziej aktywnego i elastycznego zarządzania swoimi aktywami komunalnymi jak też możliwości ich refinansowania przez skierowania znaczącej części wystandaryzowanych obligacji komunalnych jako atrakcyjnych instrumentów finansowych na rynki inwestycyjne. Banki mogłyby znacząco zwiększyć finansowanie sektora municypalnego nie przekraczając granic koncentracji jednostkowej w zakresie dużych JST i granic koncentracji sektorowej w oparciu o zmianę strategicznego podejścia do tych aktywów.

Część banków, o kapitale zagranicznym albo w ogóle nie posiada na terenie Polski komórek merytorycznych umiejących organizować emisje obligacji komunalnych albo też przeniosła kompetencje do zagranicznych centrów regionalnych lub nawet do central; holdingów. W tej sytuacji ich zainteresowanie budzą jedynie duże emisje dużych aglomeracji. Lansują przy tym pogląd, że tylko duże emisje dla dużych emitentów są opłacalne co oczywiście w tej subiektywnej sytuacji nosi znamiona prawdy. W tych warunkach tylko kilka banków organizuje małe emisje dla małych JST psując humor pozostałym bankom.

Przeprowadzone do końca 2009 r. dwie emisje obligacji przychodowych dwóch przedsiębiorstw użyteczności publicznej MPK Łódź i MWiK Bydgoszcz były jedynie – jak do tej pory - nagłościami eksperymentami. Nie widać bowiem zainteresowania banków zarówno organizowaniem emisji obligacji zwykłych dla przedsiębiorstw komunalnych bądź krótkoterminowych papierów dłużnych dla tych przedsiębiorstw. Rynek czeka też już zbyt długo na następne znaczące emisje obligacji przychodowych.

Bankom – jak na razie – wygodniej jest utrzymywać obecną sytuację spokojnego portfela kredytów komunalnych, a tam gdzie domagają się tego



JST jako potencjalni emitenci, obligacji komunalnych, bezpiecznego i mało angażującego zasoby merytoryczne banków czyli de facto niskokosztowego.

#### **4. Komunalny przyczynek do marazmu rynku**

Jednakże nie tylko banki są „przyczyna wszelkiego zła” na rynku obligacji komunalnych. To też byłoby niesprawiedliwe uproszczenie. Zachowanie sektora komunalnego też generuje trudności rozwojowe obligacji komunalnych i innych papierów dłużnych tak teoretycznie i werbalnie potrzebnych JST. Opisując to ostrą i z natury rzeczy trochę przesadną kreską można powiedzieć, że wiele winy leży też po stronie JST<sup>6</sup>.

Obecne regionalne dysproporcje w zakresie ilości i wielkości emisji obligacji komunalnych niekoniecznie pokrywają się z mapą „bogactwa i ubóstwa” regionów i JST. Wskazuje to na dostrzegane zjawiska negatywne w sektorze JST. Najbardziej irytującym jest – mimo ogromnej ilości szkoleń przeprowadzonych na rzecz JST – ostentacyjny niekiedy brak kompetencji, brak ochoty do zmian, konserwatyzm, nepotyzm etc. w zakresie kształtowania nowych bardziej korzystnych relacji finansowych dla JST. Wiele osób pełniących funkcje skarbników nadal przedkłada dobre relacje z koleżankami i kolegami w bankach nad koniecznością bardziej aktywnego agresywnego kształtowania nowego ładu finansowego w środowiskach lokalnych.

Nazbyt często podstawowym argumentem negatywnie rozstrzygającym dylemat robić obligacje czy ich nie robić jest determinowany przez dwa zespoły czynników : pierwszy - nasz bank, nasz oddział tego nie robi albo też wysyła negatywne sygnały (negatywne oczywiście bo wybór agenta emisji wiąże się często z wprowadzeniem nowego podmiotu finansowego do częściowej obsługi spraw finansowych gminy, miasta czy powiatu, miasta co zagraża partycularnym interesom zasiedziałego banku); drugi – po co to robić jeżeli inni w sąsiedztwie tego nie robią, a trzeba się napracować, a kredyt to my znamy, a obligacje to coś nowego... a mamy tylko kilka lat do emerytury i po co to zmieniać. Do tego dochodzi obawa przed RIO czyli Regionalnymi Izbami Obrachunkowymi, które jeszcze do niedawna rzeczywiście prowadziły bardzo zróżnicowaną politykę regionalnie w zakresie zielonego, żółtego bądź czerwonego światła dla emisji obligacji komunalnych. Postawa ogromnej większości RIO zmieniła się radykalnie i nie można dzisiaj w 2010 r. działań tych instytucji traktować jako bariery rozwoju rynku obligacji komunalnych. Tak więc w istocie bardzo często niechęć do zmian, do zmiany procedur nie

---

<sup>6</sup> Z.R. Wierzbicki, *Co dalej z obligacjami komunalnymi?*, „Europejski Doradca Samorządowy” 2009, nr 2, ss.32-35.

tylko uniemożliwia korzystanie z nowych instrumentów finansowych ale także ogranicza do minimum inicjatywy w zakresie pozyskiwania środków unijnych.

Następnym istotnym negatywnym uwarunkowaniem jest niechęć nie tyle władz JST czyli wójtów, burmistrzów, starostów i skarbników co zbyt mała wiedza członków komisji budżetowych i całych rad JST. Do tego dochodzą wewnętrzne gry interesów, blokowanie inicjatyw zarządów JST etc.

Kolejnym, tym razem w znacznej części obiektywnym, czynnikiem jest konieczność prognozowania obciążeń JST w konsekwencji programu emisji obligacji komunalnych. Jest trudne nie tylko z powodów nadużywanego hasła kryzysu finansowego, co konsekwencją stale rosnącego w większości JST udziału wydatków sztywnych w budżetach w efekcie trwającego od lat procederu przerzucania przez budżet centralny do JST kolejnych obciążeń wydatkowych bez przekazania odpowiednich funduszy. W tej sytuacji zwiększają się zagrożenia przyszłej równowagi budżetowej wielu JST. Wynika stąd nie tyle niechęć do emisji obligacji co obawa przed jakimikolwiek zbyt długimi w czasie zobowiązaniami dłużnymi.

Dodatkowym czynnikiem istotnym w niektórych regionach jest sposób rozgrywania przez regionalne jednostki funduszowe sposobu i terminarza składania wniosków o uzyskanie dofinansowania ze środków funduszy unijnych. Niekiedy przyjęte terminarze i lokalne interpretacje znakomicie utrudniają wykorzystanie obligacji komunalnych jako źródeł finansowych wspomagających lub substytuujących środki własne wymagane w tych specyficznych funduszowych konkursach. Wtedy wiele JST uznaje, że lepiej jest wykorzystać powszechnie znany kredyt, który może ma wady ale zaletą jest jego niekiedy bardzo szybkie otrzymanie (promesy i faktycznego finansowania). Natomiast niejasne są, albo wręcz niekorzystne, do tej pory możliwości zamiany przez JST źródeł finansowania w trakcie realizacji projektów unijnych. Wymaga to najczęściej obłędnej biurokratycznej procedury. Stąd tak niewiele JST poprzez emisje obligacji przeprowadza konwersję źródeł finansowania zastępując kredyty i wcześniejsze emisje obligacji nowymi programami emisji obligacji komunalnych.

### **5. Budżet centralny nie lubi konkurencji**

Największy kredytobiorca w Polsce czyli budżet centralny od lat znany jest z tego, że nie lubi jakichkolwiek zmian na rynku finansowym utrudniających nawet w minimalnym stopniu dotychczasową swobodę finansowania niedoboru budżetowego i rolowania długu poprzez emisje skarbowych papierów dłużnych. W takiej sytuacji nie dziwi od lat sytuacja, że de facto resort przy ul. Świętokrzyskiej nie kiwnął nawet palcem, poza formalnymi gestami, aby uporządkować rynek papierów dłużnych nie tylko komunalnych ale i korporacyjnych. Dla Ministerstwa Finansów

wystandaryzowanie instrumentów i rozwój rynków papierów dłużnych stworzy w określonej perspektywie sytuację pewnej konkurencji cenowej i skłoni część inwestorów do przeorientowania części portfeli (na początku bardzo skromnej) w kierunku inwestowania w papiery dłużne korporacyjne i komunalne.

Dzisiaj jest to porównanie „mrówki ze słoniem” bo na rynku papierów dłużnych króluje skarbowy papier dłużny ale obserwując niektóre tzw. starsze kraje UE widać, że dla wielu inwestorów instrumenty nieskarbowe są tam bardzo atrakcyjne. Dotyczy to zarówno inwestorów instytucjonalnych takich jak fundusze emerytalne jak i inwestorów indywidualnych. Niewątpliwie dla nich komunalny papier dłużny z powodu bezpieczeństwa jest bardziej atrakcyjny niż korporacyjny, a z powodu rentowności jest bardziej atrakcyjny niż instrumenty długu państwowego. W kontekście tej sytuacji nie dziwi „zgaszenie” przed laty podjętej próby dyskusji o możliwości wprowadzenia w Polsce bonów komunalnych na zasadach konstrukcyjnych zbliżonych bonów skarbowych czyli jako specyficznych weksli dłużnych komunalnych potrzebnych dla elastycznego finansowania przejściowych niedoborów w budżetach JST.

Jednak wiele przesłanek wskazuje, że prędzej czy później tematem dyskusji będą nie tylko kwestie rozwojowe rynku obligacji komunalnych ale także krótkoterminowych komunalnych papierów dłużnych emitowanych też przez JST. Tym niemniej od wielu lat niechętna, mimo że przejawiana z różną intensywnością, postawa MF w zakresie rozwoju rynku komunalnych papierów dłużnych wraz z zachowawczą postawą znacznej części banków oraz części niechętnych innowacjom finansowym środowisk w ramach JST łącznie ukształtowały specyficzny negatywny kompromis hamujący znakomicie rozwój rynku komunalnych papierów dłużnych.

## **6. Uwarunkowania rozwoju**

W ciągu ostatnich 10 lat tysiące pracowników jednostek samorządu terytorialnego, instytucji finansowych oraz organizacji szkoleniowych i doradczych zapoznawało się problematyka obligacji komunalnych. Podstawowe cele emisji obligacji komunalnych i zalety finansowania z wykorzystaniem tego instrumentu były opisywane w setkach publikacji i materiałów szkoleniowych<sup>7</sup>. Mało który produkt finansowy adresowany do klienta instytucjonalnego ma aż tak rozbudowaną literaturę fachową. Jednocześnie w zasadzie powszechne jest odczucie – być może z wyjątkiem trzech województw, od lat będących liderami w zakresie emisji tego instrumentu finansowego (wielkopolskiego,

---

<sup>7</sup> Z.R. Wierzbiński, *Obligacje komunalne – nowe impulsy i szanse rozwoju*, „Europejski Doradca Samorządowy” 2009, nr 3, ss.52-55.

dolnośląskiego i pomorsko-kujawskiego) – że prawdziwy rozwój rynku dłużnych instrumentów komunalnych jest dopiero przed nami.

Rozpoznane są podstawowe uwarunkowania stanowiące ograniczenia rozwoju emisji i samego rynku obligacji komunalnych składające się z trzech podstawowych „blokad”.

Po pierwsze - po stronie banków traktujących zbyt często ten instrument dosłownie jako substytut kredytu komunalnego i chroniących dostęp do niego przed innymi inwestorami. Jednocześnie znakomita większość inwestorów instytucjonalnych mających do czynienia z obfitą podażą bonów i obligacji skarbowych nie była zbyt zainteresowana zakupem zarówno instrumentów dłużnych komunalnych jak i korporacyjnych.

Po drugie – nadal znaczna część środowisk samorządowych z nieufnością podchodzi do zwrotnego zasilania zewnętrznego innego niż kredyty bankowe;

Po trzecie – budżet centralny nie lubi konkurencji i tylko werbalnie wspomina o swoim wsparciu dla rozwoju rynku instrumentów dłużnych korporacyjnych i komunalnych dostrzegając w ich rozwoju zagrożenie dla dotychczasowej swobody finansowania deficytu budżetowego i rolowania długu publicznego.

### **7. Dziesięć wymiarów panoramy rynku obligacji komunalnych**

W efekcie do 3Q 2009 mieliśmy do czynienia z następującymi 10 wymiarami ogólnego obrazu rynku obligacji komunalnych.

1. W latach 2000-2Q2009 dynamika wzrostu wartości emisji obligacji komunalnych była znacznie niższa w porównaniu z innymi nieskarbowymi papierami dłużnymi tj. obligacjami przedsiębiorstw, obligacjami banków i commercial papers czyli krótkoterminowymi papierami dłużnymi przedsiębiorstw. Dopiero od 3Q2009 m.in. w konsekwencji oddziaływania kryzysu finansowego nastąpił istotny wzrost wartości emisji obligacji komunalnych.
2. Udział obligacji komunalnych w strukturze krajowego rynku nieskarbowych papierów dłużnych w połowie 2009 r. oscyluje wokół 10 % (ogólna wartość rynku – instrumentów korporacyjnych, bankowych i komunalnych - przekracza 40 mld PLN). Od 3 Q 2009 ma miejsce wzrost udziału obligacji komunalnych do wysokości ok. 15 % krajowego rynku pozaskarbowych papierów dłużnych. Przy utrzymaniu tego trendu, a także biorąc pod uwagę zapowiedzi wielu dużych JST można się spodziewać, że w końcu 2010 r. udział ten przekroczy 20 %.
3. Z uwagi na dominację banków, jako organizatorów emisji obligacji komunalnych i przy ich dotychczasowym pasywnym podejściu do rozwoju platform transakcyjnych nie dziwi, że banki

- kumulują w swoich portfelach ponad 85 % wartości wyemitowanych obligacji komunalnych<sup>8</sup>.
4. Symboliczna jest dotychczas ilość emisji obligacji przychodowych (jedynie przedsiębiorstw komunalnych) mimo, że dostrzega się możliwości bardzo wszechstronnego wykorzystania tych instrumentów do realizacji wielu zadań, w tym nawet budownictwa komunalnego<sup>9</sup>.
  5. W zasadzie brak jest emisji publicznych, bowiem jedynie nieliczni śmiałkowie z grona JST wyprowadzili swoje emisje poza bankowe quasi-rynki prywatne. Rynek Catalyst dopiero czeka okres absorpcji emisji obligacji komunalnych i gwałtownego rozwoju w zakresie średnich i dużych emisji obligacji komunalnych czyli emisji w przedziale 25-100 mln PLN i ponad 100 mln PLN.
  6. Brak rynkowej wyceny obligacji komunalnych w wyniku niedorozwoju prawdziwego rynku wtórnego tych instrumentów co ściśle jest powiązane z oczekiwanym mocno spóźnionym debiutem we wrześniu 2009 rynku Catalyst.
  7. Brak płynności na wyżej wymienionych quasi rynkach bankowych dodatkowo odstrasza innych inwestorów, a zarazem pozwala bankom na utrzymywanie relatywnie dużej ich rentowności co jednocześnie oznacza wyższe koszty finansowe emitentów obligacji komunalnych w trakcie „życia” tych obligacji przy niskich kosztach emisyjnych. Są one wabikiem dla JST aby nie próbowały – jak dotychczas – innych rozwiązań w tym zakresie.
  8. Mamy też do czynienia z niedostatkiem poprawnych relacji i powiązań między ryzykiem i płynnością tych instrumentów, a ich ceną emisyjną i cenami w nielicznych transakcjach związanych z obrotem wtórnym obligacjami komunalnymi. Charakterystycznym zjawiskiem obserwowanym w ostatnich kilku latach było - pod wpływem banków – odchodzenie w zakresie konstrukcji cen obligacji komunalnych od wcześniejszego rozwiązania opartego na bonach skarbowych (52 BS + marża) do rozwiązania dogodnego dla banków opartego na WIBOR (3M, 6M bądź 1Y), co dodatkowo podkreślało ściśłą zależność cen tych instrumentów od rynku pieniądza międzybankowego.
  9. Mała jest transparentność emitentów komunalnych i emitowanych przez nich obligacji komunalnych z uwagi na bardzo małą ilość JST z ratingami agencji ratingowych.

---

<sup>8</sup> Fitch Ratings Polska.

<sup>9</sup> B. Meluch, Z.R. Wierzbiński, *Dobry sposób na finansowanie budownictwa czynszowego*, „Europejski Doradca Samorządowy” 2008, nr 4, ss.48-53.

10. W zasadzie symboliczna jest ilość przedsiębiorstw komunalnych jako emitentów papierów dłużnych, co dodatkowo podkreśla silne uzależnienie całego sektora JST od tradycyjnego kredytowego zasilania zewnętrznego.

Zwiększenie dynamiki wzrostu wartości emisji obligacji komunalnych w 4Q 2009r. i w 1Q 2010 r., a w konsekwencji przekroczenie 7 mld PLN wartości emisji być może jest zwiastunem nowej pozytywnej tendencji rozwoju tego rynku.

### **8. Nowe impulsy rozwoju obligacji komunalnych w Polsce**

Czy mając taką panoramę tzw. rynku obligacji komunalnych i znając wspomniane wcześniej dotychczasowe blokady jego rozwoju można dostrzec uwarunkowania i czynniki, które pozwolą formułować bardziej optymistyczne perspektywy rozwoju rynku obligacji komunalnych? Wydaje się, że być może, ostrożnie podchodząc do niektórych nie do końca rozpoznanych uwarunkowań, zarówno realia gospodarcze i finansowe kryzysu i przewidywane kolejne wstrząsy wtórne w gospodarce realnej oraz w systemie finansowym mogą łącznie wywołać pozytywne impulsy zarówno w zakresie zwiększenia ilości i wartości emisji obligacji komunalnych jak też doprowadzenia stopniowo do istotnych zmian w charakterze tego segmentu rynku papierów wartościowych.

Do najważniejszych przyczyn, które wymuszać będą na JST dążenie do szukania zewnętrznych zwrotnych źródeł finansowania należy zaliczyć spadek dochodów znacznej części JST, przy rosnących potrzebach w zakresie finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych. Kolaps w zakresie dochodów JST wynika z trzech podstawowych przyczyn: po pierwsze – ze spadku wpływów z PIT i CIT oraz PCC; po drugie – z wprowadzania coraz to nowych ulg, wyłączeń i zwolnień podatkowych oraz innych przyczyn zmniejszających dochody JST<sup>10</sup>; po trzecie – z przesuwania w czasie wpływów i coraz gorszej rzeczywistej tzw. ściągłości w wielu pozycjach dochodów JST.

Jednocześnie bez zwiększenia, a chociażby utrzymania dotychczasowej wielkości, środków własnych wystąpią istotne ograniczenia w możliwościach absorpcji środków z funduszy UE. Groźba nieotrzymania zasilania unijnego, a nawet utraty już formalnie przyznanego środków lub konieczność zwrotu finansowania, zmuszać będzie do szukania długoterminowych stabilnych źródeł finansowania zewnętrznego będących od strony formalnej substytucyjną formą udziału własnego JST w przedsięwzięciach dofinansowywanych ze środków UE.

---

<sup>10</sup> G.J. Leśniak, *System podatkowy uderza w finanse gmin*, „Rzeczpospolita” 20.08.2009, ss. C1.

## **9. Niezbędne zmiany w podejściu banków do obligacji komunalnych**

W okresie najbliższych kilku, a przypuszczalnie jeszcze kilkunastu miesięcy utrzymywać się będzie eufemistycznie nazywana wstrzemięźliwość banków w zakresie uruchamiania kredytów długoterminowych na cele inwestycyjne, mimo znacznej nadpłynności sektora bankowego. Równolegle rozpocznie się proces dywersyfikowania portfeli inwestycyjnych wielu inwestorów instytucjonalnych, którzy szukać będą również na rynku krajowym innych niż skarbowe instrumentów inwestycyjnych. Oczywiście pod warunkiem zwiększenia transparentności ich emitentów, ich ratingowania i przełomu w zakresie płynności krajowych nieskarbowych papierów dłużnych, w tym obligacji komunalnych.

Dotychczasowa formuła przygotowywania emisji obligacji komunalnych, w ramach której nie tyle istotną, co dominującą rolę odgrywały banki, de facto (a nie JST i potencjalni inni niż bankowi inwestorzy) decydujące czy i na jakich warunkach przygotować i uruchomić emisję obligacji komunalnych, jest już nieadekwatna do wyzwań najbliższego okresu. Przy dotychczasowej formule można jedynie przewidywać utrzymanie obecnego trendu, czyli rzeczywiste dalsze marginesowanie segmentu komunalnego rynku nieskarbowych papierów dłużnych. Banki w rzeczywistości niewykorzystały swojego faktycznego monopolu w zakresie prowadzenia emisji komunalnych papierów dłużnych i możliwości ich stosowania do strukturyzacji portfeli bankowych klientów zarówno instytucjonalnych jak i w obszarze private banking.

## **10. Catalyst na GPW – nowa perspektywa obligacji komunalnych**

W obecnej sytuacji ciekawym perspektywicznym rozwiązaniem jest utworzenie przez Warszawską Giełdę Papierów Wartościowych rynku obligacji GPW jako adresowanej m.in. do JST nowej platformy transakcyjnej Catalyst dla nieskarbowych papierów dłużnych. Jest to kolejne bardzo ważne - po utworzeniu dwa lata temu rynku New Connect dla małych „młodych” spółek – przedsięwzięcie rozwijające rynek inwestycyjny w Polsce.

Zgodnie z podstawowymi założeniami rynku Catalyst przyjęte rozwiązania mają umożliwić przełamanie tych barier, które do tej pory ograniczały rozwój rynków korporacyjnych i komunalnych długoterminowych papierów dłużnych czyli obligacji.

Catalyst ma stworzyć sprzyjające warunki dla:

1. dematerializacji komunalnych papierów dłużnych,
2. upubliczniania emisji,

3. rozwoju rynku wtórnego i znacznie większej płynności emitowanych instrumentów,
4. rynkowej wyceny emitowanych i tradowanych instrumentów,
5. a w ślad za tym, odpowiedniego powiązania między standingiem emitentów, specyfiką i ryzykiem konkretnych emisji oraz ich rynkową wyceną przy pierwszych i kolejnych emisjach, a także w obrocie wtórnym.

Rynek Catalyist obejmuje:

1. rynek regulowany prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych,
2. rynek regulowany prowadzony przez MTS-CeTO,
3. alternatywny system obrotu prowadzony przez GPW,
4. alternatywny system obrotu prowadzony przez MTS-CeTO.<sup>11</sup>

Rozwiązanie to prowadzi do standaryzacji emisji i obrotu na zasadach nawiązujących do rozwiązań już stosowanych przez GPW i MTS-CeTO w odniesieniu do innych rynków inwestycyjnych obejmowanych przez system GPW i MTS-CeTO.

Szczególne znaczenie rynku Catalyist polega::

po pierwsze – na przełomowej próbie otwarcia rynku obligacji korporacyjnych i komunalnych dla innych niż banki inwestorów, a więc dla inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych;

po drugie - zamierzonej standaryzacji zasad przygotowania emisji obligacji korporacyjnych i komunalnych, ich emitowania i zasad obrotu nimi.

### **11. Uwarunkowania rozwoju rynku Catalyist**

Należy też dostrzec możliwe uwarunkowania o różnym negatywnym bądź neutralnym, a także pozytywnym wpływie na przyszłe losy tego rynku, a zwłaszcza emitentów papierów wartościowych z grona JST (obligacje komunalne) i przedsiębiorstw komunalnych (obligacje korporacyjne).

Pierwsze uwarunkowanie to graniczna minimalna wielkość emisji założona w koncepcji rynku Catalyist czyli dolne kryterium wartościowe tzw. autoryzacji emisji określone w regulaminie Catalyist na 400 tys. Euro wg wartości nominalnej instrumentów w ramach danej emisji. Może to ograniczyć dostęp emitentów z grona mniejszych JST i w konsekwencji wpłynąć na przedłużenie funkcjonowania prywatnych bankowych rynków obligacji czyli rozwiązania dotychczasowego.

Drugie uwarunkowanie jest pochodną dotychczasowej sytuacji czyli czy, kto, z jakimi dotychczasowymi emisjami może wejść na rynek Catalyist i jakie będą tego dodatkowe koszty. Problem bowiem nie leży

---

<sup>11</sup> S. Huczek, *Obligacje komunalne na rynku CATALYST*, GPW, Warszawa wrzesień 2009.



jedynie w tzw. autoryzacji lecz w faktycznym wprowadzenia starszych emisji do obrotu na zasadach określonych regulaminem rynku Catalyst. Jeżeli nie będą szybko stworzone warunki do przechodzenia emitentów z grona JST z rynków prowadzonych przez banki do rynku Catalyst to zbyt długo będzie trwał specyficzny dualizm rynku m.in. obligacji komunalnych.

Trzecie uwarunkowanie będzie, co do swojego oddziaływania pochodną rzeczywistych intencji i działań banków trzymających w swoich portfelach ponad 85 % wartości już wycemitowanych obligacji komunalnych. Pytaniem otwartym jest czy i w jakim zakresie będą one dążyć do dywersyfikacji swoich portfeli obligacji komunalnych, do zwiększenia płynności tych instrumentów etc. Z uwagi na znaczną koncentrację obligacji komunalnych w portfelach aktywów kilku banków to decyzje tych banków w obszarze zarządzania aktywami w znaczący sposób wpłyną nie tylko na komunalny segment Catalyst ale także na segment korporacyjny gdyż strukturalnie sytuacja na rynkach bankowych w zakresie obligacji korporacyjnych jest zbliżona do sytuacji rynków obligacji komunalnych.

Pozytywnym sygnałem jest istotna zmiana w zakresie nowych programów emisji obligacji komunalnych w odniesieniu do których przyjęto podział na tzw. małe i duże programy emisji.

Przy małych programach w wartości do ok. 40 mln PLN przyjęto niższą nominalną wartość pojedynczych obligacji (oczywiście zdematerializowanych) tj. 1 tys. PLN. W odniesieniu do dużych emisji o tj. ponad 40 mln PLN przyjęto większe wartości nominalów obligacji tj. w zasadzie 100 tys. PLN. Ułatwi to w przyszłości ich wprowadzenie na rynek Catalyst.

Czwarte uwarunkowanie jest związane z rzeczywistymi kosztami przygotowania emisji, jej wprowadzenia na rynek Catalyst i ponoszenia przez emitenta dalszych kosztów funkcjonalnych wobec systemu GPW i KDPW w horyzoncie czasowym emisji. JST są na to bardzo wrażliwe i może to być - w przypadku możliwych obniżek stawek przez niektóre banki – ograniczeniem, które nie będzie sprzyjać przenoszeniu starych emisji na Catalyst jak również może prowadzić do podtrzymywania istnienia dotychczasowych rozwiązań opierających się na bankach. Pewnym problemem dla części JST może być sprostanie bieżącym wymogom informacyjnym (w tym sporządzenie Dokumentu Informacyjnego i raportów bieżących) jakie przepisy nakładają na emitentów papierów wartościowych w ramach rynku Catalyst. Będzie to wymagało z pewnością odpowiedniej współpracy JST i systemu GPW z Regionalnymi Izbami Obrachunkowymi RIO.

Wspomniane wyżej uwarunkowania skłaniają do poglądu, że zarówno sytuacja finansowa JST i już zawarte umowy z bankami, a także ogólna sytuacja gospodarcza i obecnie dostrzegana wstrzemięźliwość banków w jakimkolwiek zwiększaniu ryzyka aktywów (nawet poprzez formalną

zmianę platform w ramach których będą obsługiwane komunalne instrumenty dłużne już posiadane przez banki etc. mogą spowodować sytuację specyficznego dualizmu w zakresie rynku obligacji komunalnych to znaczy równoległego funkcjonowania przez co najmniej 2-3 lata obydwu rozwiązań.

Wydaje się jednak, że nowe rozwiązanie zaoferowane przez GPW jest nie tylko szansą dla nowych emitentów z grona JST ale także dla dotychczasowych którzy przy nowych emisjach będą mieli możliwość wyboru różnych ścieżek zarówno w Catalyst jak i w ramach dotychczasowych form współpracy z bankami. Można też przewidywać, że rynek Catalyst stwarza nowe możliwości dla przedsiębiorstw komunalnych, które z pewną obawą (one same i ich właściciele czyli JST) podchodziły do rynków GPW i MTS-CeTO. Wyzwania inwestycyjne stojące przed przedsiębiorstwami komunalnymi skłaniać je będą do szukania długoterminowych źródeł finansowania poprzez programy emisji obligacji zwykłych oraz przychodowych.

Trudne dla gospodarki i dla finansów JST lata 2009-2011 mogą zwiększyć determinację JST w przełamywaniu dotychczasowych ograniczeń w zakresie szerszego wykorzystywania obligacji komunalnych jako strukturalnego długoterminowego stabilnego źródła finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych i rozwojowych lokalnych społeczności.

Od stopnia wykorzystania obligacji komunalnych może też zależeć w coraz większym stopniu zdolność absorpcji przez JST strumieni środków z funduszy UE. Stąd też rozwój rynku obligacji komunalnych jest nie tylko wyzwaniem dla JST i przedsiębiorstw komunalnych ale przede wszystkim wyzwaniem dla regulatorów systemowych czyli dla Min. Finansów, Min. Spraw Wewnętrznych i Administracji oraz dla Komisji Nadzoru Finansowego. Bez co najmniej podwojenia wskaźnika penetracji tj. relacji wartości wyemitowanych obligacji komunalnych do PKB z obecnej wartości ok. 0,4% do 1,0-1,5 % natrafimy na bariery w okresie do 2012 r. braku środków własnych JST i kumulacji krótkoterminowego zadłużenia kredytowego w JST.

## **12. Podsumowanie - Co dalej?**

Nie ma wyboru dla JST jak trwale bezpośrednio związanie sposobów finansowania działalności z rynkiem finansowym. Ponadto JST i społeczności lokalne nadrabiające wieloletnią lukę inwestycyjną powinny jak najszybciej odejść od krótkoterminowego finansowania inwestycji w oparciu o kredyty bankowe. Realizowane przez JST masywne programy inwestycyjne tworzące infrastrukturę również i dla następnych pokoleń nie mogą zostać sfinansowane przez jedną generację. Muszą to być wieloletnie programy finansowania oparciu o instrumenty 10-15-20-25 letnie podobnie jak spełniające taką samą rolę w wymiarze gospodarstw domowych kredyty hipoteczne. Przejście na wieloletnie finansowanie poprzez rynek finansowy jest podstawowa

determinant a rozwoju systemów finansowania opartych na obligacjach komunalnych.

Druga determinanta jest konieczność nie tylko umiejętnego wykorzystywania środków finansowych pochodzących z funduszy UE. Jest to ważne lecz nie rozstrzygające źródło finansowania projektów samorządowych ale wymuszające odpowiednie wielkości środków finansowych będących w dyspozycji JST jako udziały własne w realizowanych projektach.

Podstawowym uwarunkowaniem i determinanta rozwoju jest konieczność i umiejętność wprowadzenia w Polsce w wymiarze JST Partnerstwa Publiczno-Prywatnego PPP. Bez dostępu obu stron przyszłych projektów PPP do rynków finansowych czyli JST poprzez obligacje komunalne i przedsiębiorstw komunalnych poprzez obligacje przychodowe i normalne obligacje korporacyjne, a partnerów prywatnych poprzez obligacje korporacyjne, trudno sobie wyobrazić aby mógł być kontynuowany trend przebudowy infrastruktury służącej społecznościom lokalnym.