

Dorota A. Hałaburda***FINANSOWANIE INWESTYCJI KOMUNALNYCH
NA RYNKU OBLIGACJI CATALYST****Streszczenie**

Inwestycje komunalne, zwłaszcza dotyczące infrastruktury, wymagają znacznych nakładów finansowych. Dlatego jednostki samorządu terytorialnego poszukują nowych źródeł finansowania. Emisja obligacji komunalnych może być korzystniejszą formą finansowania inwestycji niż kredyt ze względu na niższy koszt pozyskania kapitału, możliwość dopasowania spłat do sytuacji finansowej jednostki oraz wykup długu w dniu zapadalności.

Rynek Catalyst został utworzony w 2009 roku i stał się atrakcyjnym miejscem pozyskiwania kapitału. Rynek obligacji w Polsce stale się rozwija. Jednak jednostki samorządu terytorialnego tylko w niewielkim stopniu korzystają z tej formy finansowania. Sytuacja może się zmienić po wprowadzeniu nowych regulacji prawnych, w wyniku których obligacje stały się niezwykle elastycznym źródłem finansowania.

Słowa kluczowe: inwestycje komunalne, obligacje komunalne, rynek Catalyst

Wprowadzenie

Jednostki samorządu terytorialnego środki na inwestycje komunalne mogą pozyskiwać poprzez emisję obligacji na rynku Catalyst. Obligacje komunalne są dłużnym instrumentem finansowym rynku kapitałowego i służą do pozyskania

* Dorota A. Hałaburda, dr, Wyższa Szkoła Ekonomiczna w Białymstoku, Katedra Finansów i Rachunkowości, e-mail: dorota.halaburda@wse.edu.pl.

kapitału na średni bądź długi termin. Główną ich zaletą jest to, że w czasie trwania obligacji emitent opłaca na bieżąco odsetki, zaś kapitał podstawowy jest spłacany jednorazowo w momencie wykupu. Ponadto koszty emisji obligacji komunalnych mogą być niższe niż zaciągnięcie kredytu komercyjnego, gdyż bank nie ponosi ryzyka kredytowego.

Warunki spłaty obligacji zgodne ze standardami rynkowymi ustala samodzielnie jednostka samorządowa i są one bardziej elastyczne od kredytu bankowego. Elastyczność obligacji przejawia się przede wszystkim w swobodzie ustalenia terminu emisji, jak również w możliwości dopasowania terminów wykupu do możliwości budżetu. Nowa ustawa o obligacjach powinna jeszcze uatrakcyjnić tę formę pozyskiwania kapitału i zwiększyć jej dostępność.

Celem artykułu jest ocena rynku obligacji Catalyst, który stwarza nowe możliwości pozyskiwania kapitału na inwestycje przez jednostki samorządu terytorialnego. W przeprowadzonych analizach wykorzystano informacje z raportów dotyczących rynku Catalyst w latach 2009–2014, statystyk giełdowych oraz informacji emitentów, przytaczane zaś dane zaprezentowano w formie tabel i rysunków.

1. Istota inwestycji komunalnych

Inwestycje realizowane przez samorządy to celowe wydatkowanie kapitału, skierowane na powiększenie korzyści materialnych i niematerialnych wspólnoty samorządowej¹. Do korzyści materialnych możemy zaliczyć wzrost dochodów jednostki samorządu terytorialnego i wzrost wartości majątku komunalnego. Korzyści niematerialne to m.in.: poprawa warunków mieszkaniowych, lepsza dostępność i wyższa jakość usług z zakresu oświaty, opieki społecznej, ochrony zdrowia, zaopatrzenia w wodę, energię ciepłą elektryczną, odprowadzania ścieków, poprawa stanu środowiska naturalnego.

Inwestycje komunalne charakteryzują się pewnymi, specyficznymi cechami²:

- realizują niezbędne cele publiczne na szczeblu lokalnym;
- służą społeczności przez długi czas;

¹ J. Czempas, *Inwestycje gminne – znaczenie i pomiar*, w: *I Forum samorządowe „Polska samorządność w integrującej się Europie”*, Fundacja na rzecz Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2004, s. 85.

² A. Myna, *Rozwój lokalny, regionalne strategie rozwoju, regionalizacja*, „Samorząd Terytorialny” 1998, nr 11.

- mogą być powiązane z nieczęstymi, ale znaczącymi wartościowo wydatkami;
- przypisane są do konkretnego miejsca, co oznacza, że nie mogą być przemieszczane.

Decyzje inwestycyjne są podstawowym czynnikiem kształtującym przyszłość jednostek samorządu terytorialnego. Mogą być podejmowane w celu pobudzenia rozwoju lokalnego, powiększenia swojej bazy dochodowej, jak również zachęcenia do świadczenia mało opłacalnych usług, przyciągnięcia inwestorów, zmniejszenia bezrobocia i wynikają ze strategicznego planowania rozwoju lokalnego. Plany inwestycyjne jednostki samorządowe umieszczają w przyjętych strategiach rozwoju, natomiast przyjęcie określonych priorytetów inwestycyjnych wiąże się z koniecznością zaplanowania źródeł ich sfinansowania.

2. Obligacje komunalne w świetle nowych regulacji prawnych

Podstawą prawną emisji obligacji komunalnych w Polsce jest ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach³, która zastąpiła ustawę z 1995 r. i obowiązuje od 1 lipca 2015 roku. Zgodnie z art. 4 ustawy obligacja to papier wartościowy emitowany w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Proces emisji obligacji komunalnych zależy od trybu emisji, jaki wybrała jednostka samorządu terytorialnego. Zgodnie z art. 33 ustawy o obligacjach emisja obligacji może nastąpić przez⁴:

- publiczne proponowanie nabycia, do którego stosuje się ustawę z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych⁵,
- proponowanie nabycia obligacji w inny sposób niż określony w pkt 1.

Obligacje komunalne emitowane są zazwyczaj w ramach programu emisji. Parametry takiej emisji określa umowa programowa zawierana pomiędzy agentem emisji oraz emitentem. Większość emitowanych w Polsce obligacji komunalnych jest przejmowana przez banki, które są jednocześnie agentami emisji

³ Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, DzU z 2015 r., poz. 238.

⁴ Tamże.

⁵ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU z 2013 r., poz. 1382.

i są gwarantem jej powodzenia, a obligacje pozostają poza obrotem do dnia ich umorzenia. Komunalne papiery wartościowe emitowane są przeważnie w oddzielnych, wcześniej określonych transzach i są papierami typu kuponowego, co oznacza, że inwestor w trakcie ich posiadania otrzymuje odsetki w umownych terminach, a w dniu wykupu otrzymuje wartość nominalną oraz kupon odsetkowy.

Artykuł 32 ustawy o obligacjach określa, że dokument obligacji może określać cel jej wyemitowania, a jeśli emitentem jest jednostka samorządu terytorialnego lub związek tych jednostek, określenie celu emisji jest obowiązkowe⁶.

Głównym kryterium podziału obligacji komunalnych jest źródło pochodzenia dochodów służących spłacie zobowiązań powstałych na skutek emisji papierów dłużnych, według którego obligacje dzielimy na ogólne i przychodowe. W obligacjach ogólnych zobowiązania z nich wynikające mogą być spłacane z każdego dochodu uzyskanego przez emitenta⁷. Obligacje przychodowe są emitowane w celu sfinansowania projektów inwestycyjnych lub przedsięwzięć, z których dochody mają stanowić źródło spłaty tych emisji. Zgodnie z art. 24 ustawy o obligacjach obligacje przychodowe uprawniają obligatariuszy do zaspokojenia roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta z całości albo części przychodów/majątku przedsięwzięć, które zostały sfinansowane w całości lub części ze środków uzyskanych z emisji obligacji⁸. Ponadto artykuł 25 rozszerza katalog podmiotów, które mogą emitować obligacje przychodowe, o spółkę akcyjną lub spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością, w której kilka jednostek samorządu terytorialnego lub ich związków posiada łącznie więcej niż 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub zgromadzeniu wspólników. Powyższa modyfikacja umożliwiła pozyskiwanie finansowania w formie obligacji przychodowych przez spółki utworzone przez kilka sąsiadujących ze sobą jednostek samorządu terytorialnego na realizację wspólnych przedsięwzięć inwestycyjnych.

Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach wprowadziła nowe rodzaje obligacji⁹:

1. Obligacje wieczyste (art. 23) nie podlegają wykupowi i uprawniają obligatariusza do otrzymywania odsetek przez czas nieoznaczony, a więc charakteryzują się nieokreślonym czasem trwania. Obligacje te mogą

⁶ DzU z 2015 r., poz. 238.

⁷ G. Kozuń-Cieślak, *Obligacje komunalne: instrument dłużny dla jednostek samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 57.

⁸ DzU z 2015 r., poz. 238.

⁹ Tamże.

stać się wymagalne w przypadku ogłoszenia upadłości, otwarcia likwidacji emitenta bądź zwłoki emitenta w wypłacie odsetek przysługujących obligatariuszom. Emitent może wskazać w warunkach emisji możliwość wykupu obligacji, jednak nie wcześniej niż po 5 latach od dnia emisji. Obligacje wieczyste są więc typową formą długoterminowego finansowania dłużnego przedsięwzięć o ograniczonym ryzyku.

2. Obligacje podporządkowane (art. 22) charakteryzują się tym, że co do zasady nie mogą być zabezpieczone, czyli w przypadku upadłości emitenta roszczenia z tych obligacji są zaspokajane dopiero po zaspokojeniu wierzytelności wynikających z innych emisji obligacji emitenta zgodnie z warunkami emisji. Obligacje te powinny być emitowane przez dość stabilne podmioty, które potrzebują finansowania dłużnego na średni okres.
3. Obligacje partycypacyjne (art. 18) przyznają obligatariuszom prawo do udziału w zysku emitenta. Dzięki temu łączą one zalety instrumentu dłużnego (dla emitenta jest to nierozwodnienie własności, dla inwestora bezpieczeństwo) z zaletami akcji (udział w zyskach). Szczegółowe warunki i zasady udziału w zysku określają warunki emisji i mogą ograniczać się do konkretnego przedsięwzięcia, finansowanego właśnie z tej emisji.

Artykuł 12 ustawy o obligacjach przywrócił uchylony w 2005 r. przepis o swobodzie emitenta w ustalaniu wysokości oprocentowania obligacji – teraz będą one mogły być wyższe od odsetek ustawowych¹⁰.

Nowa ustawa o obligacjach powinna przyczynić się do popularyzacji obligacji – zarówno dzięki poszerzeniu listy podmiotów, które mogą emitować obligacje, jak i dzięki wprowadzeniu nowego typu instrumentów. Obligacje będą bardzo elastyczną formą finansowania dłużnego, przy której emitent może swobodnie kształtować warunki emisji, dobrać rodzaj instrumentu i czas finansowania do swoich potrzeb. Ponadto małe jednostki samorządu terytorialnego będą mogły wspólnie tworzyć spółki i poprzez emisję obligacji realizować większe przedsięwzięcia inwestycyjne dotyczące infrastruktury.

Obligacje komunalne mogą być korzystniejszym niż kredyt instrumentem finansowania projektów inwestycyjnych, gdyż możliwa jest powtarzalność emisji i zmiana warunków emisji (np. konwersja jednej lub kilku emisji na nowe zobowiązanie). Ponadto wartość emisji można dopasować do aktualnych potrzeb

¹⁰ Tamże.

inwestycyjnych, a spłaty odsetek do przyszłych dochodów jednostki samorządowej. Spłaty odsetek mogą następować w okresach kwartalnych, półrocznych lub rocznych, natomiast kapitał jest spłacany w dniu zapadalności. Główne korzyści z finansowania działalności inwestycyjnej przez emisję obligacji to: możliwość szybszej realizacji projektów inwestycyjnych ze względu na uproszczoną procedurę pozyskania środków (nie obowiązuje prawo zamówień publicznych), brak konieczności zabezpieczenia emisji, niższy koszt pozyskania kapitału w porównaniu do kredytu bankowego z uwagi na niższe oprocentowanie i płatności odsetek w określonych terminach (np. raz w roku), korzyści marketingowe (szczególnie w przypadku emisji publicznych), przyciąganie kapitału (samorząd pozyskuje kapitał na inwestycje i aktywuje przedsiębiorców do nowych inwestycji), pozyskanie środków na dłuższy okres i dysponowanie kapitałem przez cały ten czas oraz możliwość wprowadzenia do obligacji opcji wcześniejszego wykupu, co zabezpiecza emitenta przed niekorzystną zmianą stóp procentowych¹¹. Ponadto obligacje komunalne są powszechnie uważane za najbardziej sprawiedliwy sposób finansowania inwestycji, gdyż ich nabywcami są z reguły sami mieszkańcy, którzy w przyszłości będą z tych inwestycji korzystać.

Zagrożenia i koszty wynikające z finansowania inwestycji komunalnych poprzez emisję obligacji komunalnych to: konieczność zapewnienia znacznych środków na określony moment wykupu (mogą pojawić się problemy z wcześniejszym wykupem wyemitowanych obligacji), wysokie koszty oraz warunki formalne wejścia na publiczny rynek (rating, doradztwo, koszty notowań), podatność na wahania rynkowych stóp procentowych, ryzyko instytucjonalne związane z możliwością wprowadzenia zmian regulacji prawnych i podatkowych mających bezpośredni wpływ na kształtowanie się poziomu dochodów jednostek samorządu terytorialnego, ryzyko przeszacowania dochodów budżetu (planowanie dochodów może opierać się na zbyt optymistycznych założeniach, np. co do wpływów z tytułu sprzedaży mienia), nieplanowany wzrost wydatków, ryzyko kursowe zobowiązania indeksowanego do walut obcych, wzrost kosztów ze względu na sytuację w kraju (większe stawki WIBOR) oraz możliwość przekroczenia ustawowego wskaźnika zadłużenia.

¹¹ M. Jastrzębska, *Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego*, Wolters Kluwer, Warszawa 2009, s. 149–151.

3. Charakterystyka rynku Catalyst

Rynek Catalyst to system obrotu i autoryzacji instrumentów dłużnych, obejmujący zarówno rynki regulowane, jak i alternatywne systemy obrotu (ASO). Został stworzony dla emisji o różnych wielkościach i różnej charakterystyce oraz pozwala plasować emisje na rynku regulowanym i alternatywnym. Catalyst obejmuje dwa segmenty – handlu detalicznego oraz handlu hurtowego. Segment handlu detalicznego prowadzony jest przez GPW, natomiast segment handlu hurtowego prowadzi spółka BondSpot (dawniej MTS-CeTO SA).

Struktura rynku Catalyst (cztery subryniki) oraz przeznaczenie (obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi) umożliwiają pozyskiwanie funduszy szerokiemu gronu emitentów, również takim podmiotom, dla których rynek kapitałowy był dotychczas niedostępny, tj. bankom spółdzielczym, spółkom z ograniczoną odpowiedzialnością, a także jednostkom samorządu terytorialnego (JST)¹². Taka struktura rynku umożliwia także zawieranie transakcji inwestorom indywidualnym i instytucjonalnym oraz daje emitentom możliwość wprowadzenia do obrotu instrumentów dłużnych o różnej wartości¹³.

Wprowadzenie emisji na rynek Catalyst wymaga złożenia wniosku o wprowadzenie instrumentów finansowych do obrotu oraz odpowiedniego dokumentu rejestrowego, jak:¹⁴

- dokument informacyjny przy wprowadzaniu emisji obligacji prywatnych na rynek alternatywny GPW i/lub BondSpot;
- nota informacyjna przy instrumentach finansowych danego emitenta, które są przedmiotem notowania na rynku regulowanym lub alternatywnym;
- prospekt emisyjny lub memorandum informacyjne przy wprowadzaniu emisji publicznych oraz instrumentów finansowych na rynek regulowany.

Istnieje możliwość uzyskania autoryzacji emisji obligacji, w wyniku której dana seria jest rejestrowana w publicznie dostępnym systemie Catalyst. Procedura ta znacznie zwiększa transparentność emitenta. Ponadto na rynku Catalyst działają animatorzy rynku, którzy mają za zadanie wspomaganie płynności, głównie

¹² M. Mosionek-Schweda, P. Panfil, *Catalyst jako źródło finansowania działalności jednostek samorządu terytorialnego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 802, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 65, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2014, www.wneiz.pl/frfu, s. 5.

¹³ P. Prewysz-Kwinto, *Catalyst – rynek obligacji GPW w 2,5 roku od otwarcia*, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska*, Vol. 46/2012, sectio H *Oeconomica*, s. 700.

¹⁴ www.gpwcatalyst.pl (10.06.2015).

poprzez zapewnienie wyznaczenia kursu instrumentu finansowego i stwarzanie możliwości zamknięcia pozycji przez inwestora w dowolnym momencie notowań.

Uchwałą nr 414/2009 Zarząd Giełdy wprowadził rekomendowany standard obligacji samorządowych i korporacyjnych na Catalyst. Określa on, że¹⁵:

- wartość nominalna obligacji powinna wynosić 100 zł lub 1000 zł;
- obligacje powinny być oprocentowane według stałej stopy procentowej lub zmiennej, określonej jako stawka bazowa plus marża;
- w przypadku oprocentowania zmiennego stawką bazową powinien być WIBOR 3M, WIBOR 6M albo WIBOR 12M, o okresie odpowiadającym okresowi odsetkowemu;
- data ustalenia stopy bazowej powinna przypadać przynajmniej na trzy dni robocze przed pierwszym dniem okresu odsetkowego, w którym obowiązywać ma stopa procentowa danego kuponu odsetkowego.

Wprowadzenie emisji na rynek Catalyst może być atrakcyjną formą pozyskania kapitału przez jednostki samorządu terytorialnego. Jednocześnie umożliwia przejrzystą wycenę i możliwość stworzenia jednego, spójnego źródła informacji o jednostkach samorządu terytorialnego – uczestnikach rynku Catalyst oraz ich emisjach.

4. Analiza rynku Catalyst

Rynek Catalyst od momentu powstania w 2009 roku rozwija się dynamicznie. Wzrosła zarówno wartość obrotów, jak i liczba emitentów. W 2014 roku notowanych było 487 serii dłużnych papierów wartościowych o łącznej wartości 64,1 mld zł, co stanowiło wzrost liczby emisji o 19%, a ich wartości o 8,7% w stosunku do roku poprzedniego (bez obligacji skarbowych)¹⁶.

W latach 2009–2014 stale rosła wartość emitowanych obligacji korporacyjnych. W 2009 r. było to ok. 10 mld zł, a w 2014 r. – 60,8 mld zł (tab. 1). Ponad 90% wartości całego rynku stanowiły obligacje korporacyjne. Ponadto zauważalny jest również wzrost wartości emisji obligacji komunalnych, w 2009 r. było to 930 mln zł, a w 2014 r. – ok. 3,2 mld zł (tab. 1). Przy czym rynek obligacji komunalnych charakteryzował się mniejszą płynnością.

Do 2012 roku obligacje komunalne były atrakcyjniejszą inwestycją dla inwestorów indywidualnych niż instytucjonalnych, gdyż wartość obrotów sesyjnych

¹⁵ Uchwała Zarządu Giełdy nr 414/2009 wprowadzająca rekomendowany standard obligacji samorządowych i korporacyjnych na Catalyst, www.gpwcatalyst.pl (10.06.2015).

¹⁶ www.gpwcatalyst.pl (10.06.2015).

Tabela 1

Rynek Catalyst w podziale na instrumenty w latach 2009–2014

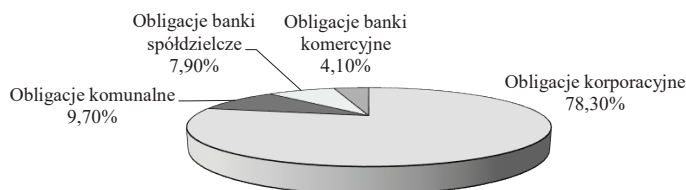
Rodzaj instrumentu	Transakcje sesyjne		Transakcje pakietowe		Liczba serii	Wartość emisji (mln zł)
	wartość obrotów (mln zł)	liczba transakcji	wartość obrotów (mln zł)	liczba transakcji		
2009						
Korporacyjne	107,29	137	4 964,79	72	26	9 719
w tym:						
Obligacje	107,25	132	49 64,79	72	10	6 810
Listy zastawne	0,04	5	–	–	16	2 900
Obligacje komunalne	62,68	181	14,00	1	9	930
2010						
Korporacyjne	626,85	3 679	185,59	34	70	19 755
w tym:						
Obligacje	587,54	3661	123,13	33	53	17 345
Listy zastawne	39,30	18	60,47	1	17	2 410
Obligacje komunalne	124,21	621	69,60	9	27	1 753
2011						
Korporacyjne	444,72	13 281	1 234,34	174	184	37 749
w tym:						
Obligacje	421,16	13 261	1 234,34	174	164	34 899
Listy zastawne	23,56	20	–	–	20	2 850
Obligacje komunalne	41,76	432	1,59	2	24	2 222
2012						
Korporacyjne	1 115,71	29 886	1 347,44	192	294	49 951
w tym:						
Obligacje	967,53	29 870	1 247,27	186	270	46 870
Listy zastawne	148,18	16	100,17	6	24	3 081
Obligacje komunalne	10,83	279	–	0	31	2 374
2013						
Korporacyjne	2 198,66	51 643	1 547,20	370	351	55 820
w tym:						
Obligacje	2 086,93	51 590	881,47	330	325	52 586
Listy zastawne	111,73	53	665,73	40	26	3 234
Obligacje komunalne	7,23	169	12,33	13	57	3 088
2014						
Korporacyjne	1 710,85	56 925	775,15	258	427	60 867
w tym:						
Obligacje	1 710,85	55 924	769,35	257	394	56 805
Listy zastawne	0	1	5,80	1	33	4 062
Obligacje komunalne	17,48	204	0,56	1	60	3 187

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych raportów rynku Catalyst w latach 2009–2014, www.gpwcatalyst.pl/statystyki_roczne (10.07.2015).

była wyższa niż pakietowych (tab. 1). Tendencja ta zmieniła się w 2013 roku, kiedy to po raz pierwszy wartość obrotów sesyjnych była niższa niż pakietowych, co wskazywało na wzrost zainteresowania inwestorów instytucjonalnych. Obligacje

komunalne mogą być korzystniejszą inwestycją niż obligacje korporacyjne dla inwestorów indywidualnych. Jednak ich potencjał nie jest w pełni wykorzystywany ze względu na politykę w zakresie plasowania emisji obligacji samorządowych oraz na wysokie ceny obligacji na rynku wtórnym.

Najbardziej aktywnymi podmiotami wprowadzającymi instrumenty na rynek Catalyst byli emitenci obligacji korporacyjnych – 209 podmiotów, czyli 78,3% wszystkich emitentów (rys. 1). Emitenci obligacji komunalnych korzystali w znacznie mniejszym stopniu z finansowania poprzez emisję obligacji. Od 2009 roku na wprowadzenie swoich obligacji do obrotu zdecydowało się 26 JST i tylko 3 samorządy w 2014 roku.

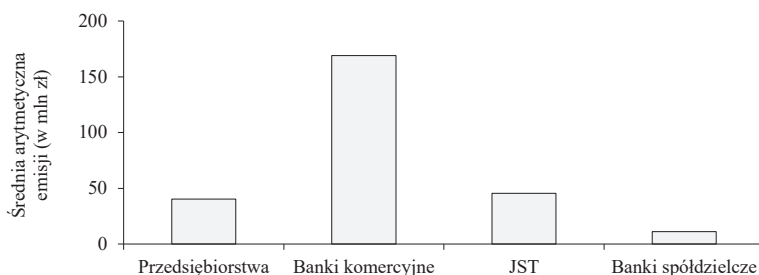


Rysunek 1. Struktura emisji obligacji na rynku Catalyst w ujęciu ilościowym (stan na dzień 31.12.2014)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Raport Catalyst – podsumowanie i perspektywy rozwoju 2014*, Grant Thornton, www.gpwcatalyst.pl (11.07.2015).

W latach 2009–2014 na rynek Catalyst wprowadzano emisje obligacji o różnej wartości. Z uwagi na skalę prowadzonej działalności średnio największe emisje przeprowadzały banki komercyjne. Przeciętnie było to ponad 169 mln zł (rys. 2). Na podobnym poziomie kształtowała się średnia wartość emisji przedsiębiorstw – 40,3 mln zł oraz JST – 45,6 mln zł. Najniższą średnią wartość emisji miały banki spółdzielcze – 11,2 mln zł.

Oprocentowanie obligacji na rynku Catalyst jest zróżnicowane. Od początku działalności rynku Catalyst średnio najniższe oprocentowanie obligacji oferowane było przez JST i wynosiło 5,48% (rys. 3). Inwestycje w obligacje samorządów są uznawane za bezpieczne, ponieważ ich sytuacja finansowa jest kontrolowana przez Regionalne Izby Obrachunkowe, a w polskim ustawodawstwie nie przewidziano możliwości ogłoszenia ich upadłości. Dlatego mogą one zadłużać się po znacznie niższym koszcie niż pozostałe podmioty na rynku Catalyst. Najbardziej ryzykowne i jednocześnie najwyżej oprocentowane były obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa, a ich średni kupon wyniósł 9,41% (rys. 3).



Rysunek 2. Średnia wartość emisji obligacji na rynku Catalyst wg typów emitentów (stan na dzień 31.12.2014)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Raport Catalyst – podsumowanie i perspektywy rozwoju 2014*, Grant Thornton, <http://www.gpwcatalyst.pl> (11.07.2015).



Rysunek 3. Średnie oprocentowanie obligacji ze względu na typ emitenta (stan na 31.12.2014 r.) w %

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Raport Catalyst – podsumowanie i perspektywy rozwoju 2014*, Grant Thornton, www.gpwcatalyst.pl (11.07.2015).

W latach 2009–2014 na wprowadzenie obligacji do obrotu na rynek Catalyst zdecydowało się jedynie 26 JST (część już wykupiono). W 2014 roku notowanych było 20 emisji obligacji samorządowych i 60 serii tych emisji (tab. 2). Najwięcej serii wprowadziły: Siedlce (11) i Elbląg (8). Największą wartość miały obligacje Warszawy – 2,1 mld zł i Krakowa – 520 mln zł. Połowa notowanych emisji nie przekraczała jednak 20 mln zł, a emisja o najmniejszej wartości to Ustronie Morskie – 300 tys. zł (tab. 2). Oprocentowanie obligacji kształtowało się na poziomie od 2,77% (Kraków) do 6,7% (Warszawa) i ustalane było najczęściej w oparciu o stopę WIBOR 6M powiększoną o marżę. Wyjątkiem są stałokuponowe

obligacje Warszawy oraz papiery wyemitowane przez gminę Ustronie Morskie, których oprocentowanie opiera się na stopie WIBOR 3M¹⁷. Najdłuższy termin zapadalności mają obecnie obligacje miasta Siedlce wyemitowane w 2012 roku, które zostaną wykupione dopiero w 2034 roku (tab. 2).

Tabela 2

Emitenci obligacji komunalnych na rynku Catalyst w 2014 roku

Emitent	Data wykupu	Typ oprocentowania	Waluta wykupu	Kupon	Cena nominalna	Wartość emisji
1	2	3	4	5	6	7
Barcin	2025.11.25	zmienne	PLN	3,35	1000	14 000 000
Brodnica	2023.10.19	zmienne	PLN	3,71	1000	12 700 000
Brzesko	2016.10.19	zmienne	PLN	4,01	1000	3 500 000
Brzesko	2026.11.25	zmienne	PLN	3,75	1000	6 400 000
Brzesko	2027.11.25	zmienne	PLN	3,75	1000	7 000 000
Elbląg	2026.01.10	zmienne	PLN	4,29	100	22 000 000
Elbląg	2019.03.08	zmienne	PLN	3,4	1000	5 000 000
Elbląg	2020.03.08	zmienne	PLN	3,5	1000	5 500 000
Elbląg	2021.03.30	zmienne	PLN	3,43	100	9 000 000
Elbląg	2022.03.30	zmienne	PLN	3,53	100	15 500 000
Elbląg	2023.05.25	zmienne	PLN	3,35	100	15 500 000
Elbląg	2024.05.25	zmienne	PLN	3,45	100	16 500 000
Elbląg	2025.06.29	zmienne	PLN	3,55	100	18 000 000
Gołdap	2025.11.25	zmienne	PLN	3,45	1000	10 000 000
Konopiska	2015.07.29	zmienne	PLN	4,69	1000	550 000
Konopiska	2016.09.08	zmienne	PLN	4,55	1000	2 200 000
Kraków	2023.04.30	zmienne	PLN	2,77	1000	100 000 000
Kraków	2024.04.27	zmienne	PLN	3,58	1000	180 000 000
Kraków	2028.05.07	zmienne	PLN	2,84	1000	120 000 000
Kraków	2027.10.01	zmienne	PLN	3,88	1000	120 000 000
Marki	2023.11.25	zmienne	PLN	3,45	1000	20 000 000
Olkusz	2023.11.25	zmienne	PLN	3,45	1000	12 000 000
Powiat gołeniowski	2027.11.25	zmienne	PLN	3,3	1000	20 000 000
Piła	2022.09.10	zmienne	PLN	3,77	1000	20 000 000
Połczyn-Zdrój	2015.09.07	zmienne	PLN	5,55	1000	600 000
Połczyn-Zdrój	2016.09.07	zmienne	PLN	5,55	1000	700 000
Połczyn-Zdrój	2017.09.07	zmienne	PLN	5,55	1000	800 000
Przemyśl	2024.09.10	zmienne	PLN	4,37	1000	4 070 000
Przemyśl	2025.10.16	zmienne	PLN	3,88	1000	4 070 000
Przemyśl	2026.12.20	zmienne	PLN	3,9	1000	4 070 000

¹⁷ Dokumenty emitentów i tabele odsetkowe rynku Catalyst, www.gpwcatalyst.pl (10.07.2015).

1	2	3	4	5	6	7
Przemyśl	2027.12.20	zmienne	PLN	3,9	1000	4 070 000
Przemyśl	2028.12.20	zmienne	PLN	3,9	1000	4 070 000
Przemyśl	2029.12.20	zmienne	PLN	3,9	1000	4 070 000
Rybnik	2017.11.13	zmienne	PLN	4,86	1000	40 500 000
Siedlce	2031.11.25	zmienne	PLN	3,9	1000	1 900 000
Siedlce	2033.11.25	zmienne	PLN	3,65	1000	40 000 000
Siedlce	2023.11.25	zmienne	PLN	3,65	1000	20 000 000
Siedlce	2025.11.25	zmienne	PLN	3,9	1000	2 500 000
Siedlce	2026.11.25	zmienne	PLN	3,9	1000	2 500 000
Siedlce	2027.11.25	zmienne	PLN	3,9	1000	2 500 000
Siedlce	2028.11.25	zmienne	PLN	3,9	1000	2 500 000
Siedlce	2029.11.25	zmienne	PLN	3,9	1000	2 500 000
Siedlce	2030.11.25	zmienne	PLN	3,9	1000	2 500 000
Siedlce	2031.11.25	zmienne	PLN	3,9	1000	700 000
Siedlce	2032.11.25	zmienne	PLN	3,9	1000	2 500 000
Siedlce	2033.11.25	zmienne	PLN	3,9	1000	2 500 000
Siedlce	2034.11.25	zmienne	PLN	3,9	1000	2 500 000
Tczew	2017.08.25	zmienne	PLN	3,45	1000	2 000 000
Tczew	2015.09.04	zmienne	PLN	–	1000	5 000 000
Tczew	2016.09.04	Zmienne	PLN	–	1000	5 000 000
Turek	2016.09.28	zmienne	PLN	–	1000	2 800 000
Ustronie Morskie	2015.03.24	zmienne	PLN	4,06	1000	300 000
Wałbrzych	2027.10.01	zmienne	PLN	3,96	1000	20 000 000
Wałbrzych	2025.09.02	zmienne	PLN	4,3	1000	20 000 000
Wałbrzych	2025.10.08	zmienne	PLN	4,41	1000	30 000 000
Wałbrzych	2027.10.22	zmienne	PLN	4,2	1000	27 000 000
Warszawa	2018.03.29	stałe	PLN	6,48	1000	300 000 000
Warszawa	2021.03.18	stałe	PLN	6,64	1000	300 000 000
Warszawa	2022.09.23	stałe	PLN	6,45	1000	600 000 000
Warszawa	2017.10.25	stałe	PLN	5,35	1000	300 000 000
Warszawa	2019.10.25	stałe	PLN	6,7	1000	600 000 000
Włocławek	2020.12.20	zmienne	PLN	4,05	1000	50 000 000
Włocławek	2025.12.20	zmienne	PLN	4,9	1000	30 000 000
Ząbki	2015.07.23	zmienne	PLN	–	1000	4 200 000
Ząbki	2016.09.23	zmienne	PLN	–	1000	4 900 000

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Statystyki roczne, www.gpwcatalyst.pl (10.07.2015).

Niewielka liczba obligacji komunalnych notowanych na rynku Catalyst może wynikać z tego, że większość obligacji emitowanych w Polsce przez samorządy jest przejmowana przez banki, które są jednocześnie agentami emisji i gwarantem jej powodzenia. Zmniejsza to płynność obrotu tymi papierami wartościowymi na rynku. Ponadto zmienne oprocentowanie zmniejsza ich rentowność przy spadku

stóp procentowych na rynku. Zmiany regulacji prawnych dotyczących obligacji komunalnych i duża elastyczność tego instrumentu dłużnego mogą się przyczynić w przyszłości do większej liczby emisji i poprawy płynności na rynku.

Podsumowanie

Korzyści z emisji obligacji komunalnych na realizację przedsięwzięć rozwojowych to niższy koszt pozyskania kapitału, możliwość dopasowania spłat do sytuacji finansowej emitenta, możliwość samodzielnego ustalania terminów i warunków wykupu obligacji oraz wysokości oprocentowania długu. Nowa ustawa o obligacjach powinna jeszcze uatrakcyjnić tę formę pozyskiwania kapitału i zwiększyć jej dostępność poprzez poszerzenie listy podmiotów, które mogą emitować obligacje, oraz wprowadzenie nowego typu instrumentów.

Rynek Catalyst jest coraz atrakcyjniejszym miejscem pozyskiwania kapitału przez emitentów, gdyż wzrasta zarówno wartość obrotów, jak i liczba emitentów. W latach 2009–2014 rosła wartość emitowanych obligacji zarówno korporacyjnych, jak i komunalnych, przy czym ponad 90% wartości całego rynku stanowiły obligacje korporacyjne. W 2014 roku na rynku Catalyst notowane były obligacje 20 samorządów. Obligacje komunalne o największej wartości wprowadziła Warszawa – 2,1 mld zł. Oprocentowanie instrumentów samorządowych kształtowało się na poziomie od 2,77% (Kraków) do 6,7% (Warszawa).

Jednym z głównych problemów rynku Catalyst jest jego niska płynność, wynikająca głównie z tego, że jest w początkowej fazie rozwoju. Natomiast zmienne oprocentowane notowanych walorów powoduje, że instrumenty dłużne są traktowane przez inwestorów jako inwestycja średnio- i długoterminowa. Niska płynność rynku obligacji komunalnych wynika też z tego, że nadal większość emisji przejmowana jest przez banki – organizatorów emisji. W kolejnych latach może nastąpić rozwój rynku Catalyst i wzrost liczby emitentów obligacji komunalnych. Czynnikiem hamującym rozwój może się okazać spadek stóp procentowych, co zmniejszy rentowność tych papierów wartościowych, gdyż są to głównie emisje o zmiennym oprocentowaniu.

Literatura

Czempas J., *Inwestycje gminne – znaczenie i pomiar*, w: *I Forum samorządowe „Polska samorządność w integrującej się Europie”*, Fundacja na rzecz Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2004.

- Jastrzębska M., *Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego*, Wolters Kluwer, Warszawa 2009.
- Kozuń-Cieślak G., *Obligacje komunalne: instrument dłużny dla jednostek samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Mosionek-Schweda M., Panfil P., *Catalyst jako źródło finansowania działalności jednostek samorządu terytorialnego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 802, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 65, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2014.
- Myna A., *Rozwój lokalny, regionalne strategie rozwoju, regionalizacja*, „Samorząd Terytorialny” 1998, nr 11.
- Prewysz-Kwinto P., *Catalyst – rynek obligacji GPW w 2,5 roku od otwarcia*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Vol. 46/2012, sectio H Oeconomica.
- Raport Catalyst – podsumowanie i perspektywy rozwoju 2014*, Grant Thornton, www.gpwcatalyst.pl.
- Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, DzU z 2015 r., poz. 238.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU z 2013 r., poz. 1382.
- Uchwała Zarządu Giełdy nr 414/2009 wprowadzająca rekomendowany standard obligacji samorządowych i korporacyjnych na Catalyst, www.gpwcatalyst.pl.

FINANCING OF THE LOCAL INVESTMENTS ON THE CATALYST BONDS MARKET

Summary

This article presents the possibility of the acquisition of the local investments financing by means of issuing the municipal bonds on the Catalyst market. The article includes the presentation of local investments and the structure of bonds issued by local governments and the legal aspects of issued. The corporate bonds dominated on the market, but market municipal bonds are also important. The article also presents electronic order book turnover value, number of issues, number of new listings on the Catalyst market and analyzes characteristics and performance of municipal bonds introduced to trading on the various platforms of the Catalyst market.

Keywords: municipal bonds, local investments, Catalyst market

Translated by Dorota A. Halaburda

