

Obligacje komunalne – nowe impulsy i szanse rozwoju

ZBIGNIEW R. WIERZBICKI

W ostatnich 10 latach tysiące pracowników jednostek samorządu terytorialnego, instytucji finansowych oraz organizacji szkoleniowych i doradczych zapoznawało się z problematyką obligacji komunalnych.

Podstawowe cele emisji tych papierów i zalety finansowania z wykorzystaniem tego instrumentu były opisywane w setkach publikacji i materiałów szkoleniowych.¹ 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, dolnośląskiego i pomorsko-kujawskiego) – że prawdziwy rozwój rynku dłużnych instrumentów komunalnych jest dopiero przed nami.

Uwarunkowania rozwoju

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 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 wspomi-

body finansowania deficytu budżetowego i rolowania długu publicznego.

Dziesięć wymiarów panoramy rynku obligacji komunalnych

W efekcie do trzeciego kwartału 2009 r. mieliśmy do czynienia z następującymi 10 wymiarami ogólnego obrazu rynku obligacji komunalnych.

▲ **Udział obligacji komunalnych w strukturze krajowych nieskarbowych papierów dłużnych w połowie 2009 r. oscyluje wokół 10 proc. Ogólna wartość rynku – instrumentów korporacyjnych, bankowych i komunalnych – przekracza 40 mld zł.**

na o swoim wsparciu dla rozwoju rynku instrumentów dłużnych korporacyjnych i komunalnych, dostrzegając w ich rozwoju zagrożenie dla dotychczasowej swo-

▲ **1.** W latach 2000–2009 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.

▲ **2.** Udział obligacji komunalnych w strukturze krajowego rynku nieskarbowych papierów dłużnych w połowie 2009 r. oscyluje wokół 10 proc. (ogólna wartość rynku – instrumentów korporacyjnych, bankowych i komunalnych – przekracza 40 mld zł).

▲ **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 proc. wartości wyemitowanych obligacji komunalnych.²

4. Symboliczna jest dotychczas liczba emisji obligacji przychodowych (jedynie przedsiębiorstw komunalnych), mimo że dostrzega się możliwości bardzo wszechstronnego wykorzystania tych instrumentów do realizacji wielu zadań, w tym nawet budownictwa komunalnego³.

5. W zasadzie brak jest emisji publicznych, bowiem jedynie nieliczni śmiałkowie z grona JST wyprowadzili swoje emisje poza bankowe quasi-rynk prywatne.

6. Brak płynności na wyżej wymienionych quasi-rynkach bankowych, co 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.

7. Brak rynkowej wyceny obligacji komunalnych w wyniku niedorozwoju prawdziwego rynku wtórnego tych instrumentów.

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 ścisłą 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.

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

Nowe impulsy rozwoju

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.



FOT. ANP

Wełna. Jeden z najcenniejszych zabytków architektury drewnianej w Wielkopolsce, wzniesiony w 1727 r. na planie krzyża greckiego kościół pw. Podwyższenia Krzyża Świętego.

Do najważniejszych przyczyn, które wymuszają 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. Zapaść 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 JST⁴; 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 zwrócenia finansowania, zmuszą będzie do szukania długoterminowych stabilnych źródeł finansowania zewnętrznego będących od strony formalnej substytucyjną formą udziału własnego JST w przedsięwzięciach dofinansowywanych ze środków UE.

Konieczna zmiana podejścia banków

W okresie najbliższych kilku, a przypuszczalnie jeszcze kilkunastu miesięcy utrzymywać się będzie eufemistycznie nazywana wstrzeźliwość banków w zakresie uruchamiania kredytów długoterminowych na cele inwestycyjne, mimo znacznej nadpłynności sektora bankowego. Równoległe 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 nie skarbowych 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 nie wykorzystają swojego faktycznego monopolu w zakresie prowadzenia emisji komunalnych papierów dłużnych i możliwości ich stosowania

Nadal symboliczna jest liczba emisji obligacji przychodowych (wypuszczają je tylko przedsiębiorstwa komunalne), mimo że dostrzega się możliwości bardzo wszechstronnego wykorzystania tych instrumentów do realizacji zadań inwestycyjnych.

do strukturyzacji portfeli bankowych klientów zarówno instytucjonalnych, jak i w obszarze *private banking*.

CATALYST – nowa perspektywa obligacji komunalnych

W obecnej sytuacji ciekawym perspektywnym 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 znaczniejszej płynności emitowanych instrumentów.

4. Rynkowej wyceny emitowanych instrumentów.

5. 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 Catalyst 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.⁵

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 Catalyst 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.

Uwarunkowania rozwoju nowego rynku

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 Catalyst, czyli dolne kryterium wartościowe tzw. autoryzacji emisji określone w regulaminie Catalyst 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 Catalyst i jakie będą tego dodatkowe koszty. Problem bowiem nie leży jedynie w tzw. autoryzacji, lecz w faktycznym wprowadzeniu 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 proc. wartości już wyemitowanych obligacji komunalnych. Pytaniem otwartym jest, czy i w jakim zakresie będą one dążyć do dywersyfikacji swoich portfeli obligacji komunalnych, 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.

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 nakładają na emitentów przepisy 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 wstrzeźliwość 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. ■

Dr Zbigniew R. Wierzbicki jest pracownikiem Centrum Rozwiązań Menedżerskich SA oraz Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Warszawie.

PRZYPISY

1 Artykuł ten jest kontynuacją rozważań autora podjętych w tekście pt. *Co dalej z obligacjami komunalnymi?*, „Europejski Doradca Samorządowy” 2009 nr 2, s. 32–35.

2 Fitch Ratings Polska.

3 B. Meluch, Z.R. Wierzbicki, *Dobry sposób na finansowanie budownictwa czynszowego*, „Europejski Doradca Samorządowy” 2008 nr 4, s. 48–53.

4 G.J. Leśniak, *System podatkowy uderza w finanse gmin*, „Rzeczpospolita” 20.08.2009, s. C1

5 S. Huczek, *Obligacje komunalne na rynku CATALYST*, GPW Warszawa 2009 wrzesień.

Tak ich zapamiętasz



ESSENTIS®

szkolenia prowadzone przez prawdziwych weteranów marketingu

ESSENTIS – uczy my skutecznie i ciekawie:

- jak najlepiej promować firmy, miasta i regiony w internecie i poza nim
- jak komunikować się z mieszkańcami i zwiększyć ich aktywność
- jak kontaktować się z mediami

E-marketing, reklama, PR, negocjacje – to naprawdę stanie się łatwe.

www.essentis.pl