

Sylwia Frydrych

Kolegium Zarządzania i Finansów
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Funkcjonowanie rynku obligacji komunalnych w Polsce w latach 2012–2018

Streszczenie

Niniejszy artykuł porusza tematykę funkcjonowania rynku obligacji komunalnych w Polsce. Analiza obejmuje lata 2012–2018. W opracowaniu zwrócono uwagę również na rolę Catalyst w rozwoju dłużnych papierów wartościowych. Materiałem badawczym w niniejszym artykule są: analiza literatury i aktów prawnych, metoda obserwacji, analiza dokumentów źródłowych oraz metoda dedukcji. Rezultatem rozważań jest określenie obszarów, na które należy zwrócić uwagę w celu wzrostu zainteresowania rynkiem obligacji komunalnych.

Przeprowadzona analiza wykazała, iż jednostki samorządu terytorialnego, dokonując emisji długu, przyczyniły się w niewielkim stopniu do rozwoju tego rynku. Również powstanie platformy Catalyst spowodowało nieznaczny wzrost zainteresowania emisją tego rodzaju papierów dłużnych, wyższy udział w finansowaniu zadłużenia w analizowanym okresie miały kredyty i pożyczki.

Słowa kluczowe: obligacje komunalne, jednostki samorządu terytorialnego, Catalyst

Kody klasyfikacji JEL: G10, G18, H74.

1. Wprowadzenie

Pierwsze emisje obligacji komunalnych miały miejsce już w 1996 r., wówczas 10 gmin pozyskało środki, emitując dłużne papiery wartościowe. Natomiast od 2009 r. obligacje komunalne mogą być przedmiotem obrotu na rynku zorganizowanym Catalyst. Wartość dłużnych municipalnych papierów wartościowych w obrocie na Catalyst na koniec 2018 r. była wyższa o ponad 14% w stosunku do roku poprzedniego i osiągnęła wartość 23 107,68 mln zł [Catalyst, 2018].

Wobec możliwości, które stwarza rynek Catalyst dla emitentów komunalnych papierów wartościowych, dokonano analizy funkcjonowania rynku obligacji samorządów w Polsce. Za okres badawczy przyjęto lata 2012–2018. Jest to uzasadnione potrzebą rozpoczęcia analizy po pierwszych latach funkcjonowania Catalyst, w których jednostki samorządu terytorialnego powinny dostrzec możliwości, oferowane przez publiczną emisję długu. W pierwszej części tekstu został przedstawiony przegląd literatury tematu ze szczególnym uwzględnieniem oczekiwań potencjalnych emitentów związanych z powstaniem rynku Catalyst. W części empirycznej przeprowadzono analizę funkcjonowania rynku obligacji komunalnych w Polsce w latach 2012–2018. Artykuł wieńczy wnioski oraz implikacje dla rozwoju rynku obligacji komunalnych w Polsce.

2. Pojęcie i ogólna klasyfikacja obligacji

Emisja obligacji to forma zaciągania długu. W ustawie z dnia 15 stycznia 2015 r. podano następującą definicję: „obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji, zwanego obligatariuszem i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia” [Dz.U. 2015, poz. 238].

Definicja zaproponowana przez K. Jajugę i T. Jajugę [2006, s. 27] brzmi: „jest to instrument finansowy, w którym strona krótka (emitent obligacji) jest dłużnikiem strony długiej (posiadacza obligacji, obligatariusza) i zobowiązuje się do wykupu tej obligacji, polegającego na zapłaceniu wartości nominalnej obligacji oraz odsetek”. Natomiast W. Dębski [2014, s. 237] definiuje pojęcie obligacji następująco: „obligacja jest papierem wartościowym poświadczającym wiarygodność, czyli zobowiązanie dłużne emitenta wobec jej właściciela na określoną sumę wraz z zobowiązaniem do wypłaty oprocentowania w ustalonych terminach”. Według E.F. Brigham i J.F. Houstona [2005, s. 320] obligacja to długoterminowa umowa, w ramach której pożyczkobiorca zobowiązuje się do wypłaty posiadaczowi obligacji odsetek i kapitału w określonych z góry terminach. W literaturze istnieje wiele podziałów obligacji; jednym z kryteriów jest rodzaj emitenta. Jeżeli emitentem są władze lokalne (samorządowe), to nazywamy je obligacjami komunalnymi [Dębski, 2014, s. 241].

Emisja obligacji komunalnych, zwanych też obligacjami municypalnymi, jest regulowana przez ustawy: o obligacjach z dnia 15 stycznia 2015 r. [Dz.U. 2015, poz. 238], o finansach

publicznych z dnia 27 sierpnia 2009 r. [Dz.U. 2009 nr 157, poz. 1240] oraz w zależności od szczebla samorządu: o samorządzie gminnym, powiatowym lub wojewódzkim. Do przeprowadzenia emisji konieczna jest uchwała rady gminy, powiatu lub sejmiku województwa, która według ustawy o obligacjach powinna określić m.in. cel emisji obligacji. Samorząd może wyemitować dłużne papiery wartościowe w trybie emisji publicznej, adresowanej do co najmniej 150 inwestorów, lub niepublicznej, zwanej prywatną.

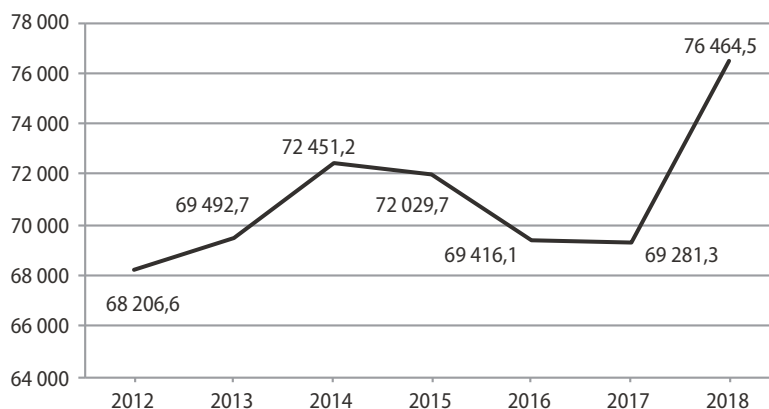
3. Problem badawczy

Dług komunalny (municipalny), który powstał na skutek zaciągniętego kredytu, pożyczki lub emisji obligacji, jest częścią zobowiązań jednostek samorządu terytorialnego, dlatego podlega regulacjom prawnym dotyczącym limitu zobowiązań oraz trybu i procedury ich zaciągania. Wybór źródła finansowania komercyjnego jest możliwy po wykluczeniu pozyskania środków pieniężnych z bezzwrotnych źródeł finansowania [Kozuń-Cieślak, 2008, s. 51].

Na możliwość zadłużania się jednostek samorządu terytorialnego w analizowanym okresie miały wpływ limity ustanowione w przepisach o finansach publicznych, które ograniczały możliwości w zakresie deficytu budżetowego, zaciągania długu oraz jego spłaty przez jednostki samorządu terytorialnego (JST). Do 2014 r. samorządy terytorialne obowiązywały limity zadłużenia lokalnego wynikające ze starej ustawy o finansach publicznych z 2005 r. [Dz.U. 2005 nr 249, poz. 2104 z późn. zm.]. Natomiast od 2014 r. obowiązują przepisy regulujące limitowanie zadłużenia samorządu terytorialnego oparte na zindywidualizowanym podejściu do obliczania dopuszczalnego poziomu zadłużenia samorządów. Według obowiązujących wytycznych na dopuszczalny limit zadłużenia JST ma wpływ relacja wielkości obsługi długu do środków, które można przeznaczyć na jego spłatę, tj. głównie nadwyżki operacyjnej z trzech minionych lat. Aby ją osiągnąć, część samorządów ograniczała wydatki budżetowe w latach 2011–2013. Pozostałe jednostki, z uwagi na prawdopodobieństwo niewypełnienia wymogów indywidualnego wskaźnika zadłużenia, zwiększyła zadłużenie w ramach limitów obowiązujących do 2014 r. Ograniczanie wydatków po 2014 r. przyczyniło się do spadku zadłużenia JST aż do 2017 r. Jednakże znaczny wzrost inwestycji, głównie w samorządach wojewódzkich, przyczynił się do dalszego wzrostu zadłużenia w 2018 r. (rysunek 1). W opracowanej przez Ministerstwo Finansów [Ministerstwo Finansów, 2018a, s. 33] prognozie dotyczącej stanu finansów JST wskazano, że zadłużenie w 2019 r. będzie pozostawało na zbliżonym poziomie, a następnie wzrośnie w związku z prognozowanymi deficytami budżetowymi tej grupy jednostek.

Przedstawione rozważania prowadzą do określenia problemu badawczego, jakim jest wybór źródła pozyskania środków przez jednostki samorządu terytorialnego. Na tej podstawie została sformułowana hipoteza: wzrost zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego przyczynił się do rozwoju rynku obligacji komunalnych.

Rysunek 1. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego (JST) (mln zł)



Źródło: [Ministerstwo Finansów, 2018b].

Powyższa zależność jest warta sprawdzenia, gdyż dotychczasowe badania nie potwierdziły jednoznacznie przyczyn wyboru źródła finansowania zwrotnego przez jednostki samorządu terytorialnego. W tym celu w artykule została przeprowadzona analiza finansowania jednostek samorządu terytorialnego na rynku dłużnych papierów wartościowych.

4. Materiał i metodyka badań

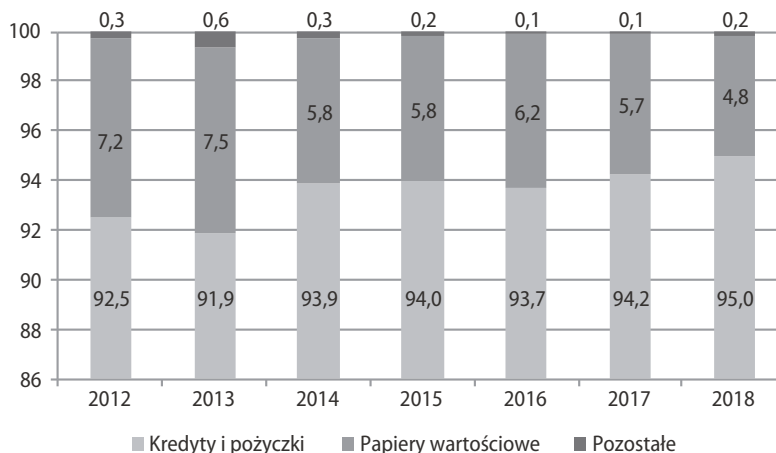
Materiałem badawczym w niniejszym artykule są, oprócz analizy literatury i aktów prawnych, obserwacja, analiza dokumentów źródłowych oraz metoda dedukcji. W artykule wykorzystano dane pochodzące z Catalyst, Ministerstwa Finansów, agencji Fitch Polska oraz NBP. Porównano struktury długu jednostek samorządu terytorialnego w celu zweryfikowania przesłanek, którymi kierują się samorzady przy pozyskiwaniu środków finansowych. Następnie sprawdzono, jaki jest udział obligacji komunalnych na rynku nieskarbowych papierów dłużnych oraz liczbę emitentów i wartość wyemitowanych papierów w latach 2012–2018 na Catalyst. Mając na uwadze powyższe, analizą objęto także strukturę posiadaczy obligacji komunalnych w Polsce.

5. Rezultaty

W badanych latach największy udział w długu jednostek samorządu terytorialnego miały kredyty i pożyczki, osiągając 95% w strukturze długu jednostek samorządu terytorialnego w 2018 r. (rysunek 2). Począwszy od 2013 r. można zaobserwować niższy udział dłużnych papierów wartościowych w strukturze zobowiązań samorządów. Najniższa wartość została

zaobserwowana w 2018 r. – 4,8%. Świadczy to, że wzrost zadłużenia JST w 2014 r. został sfinansowany na rynku kredytów i pożyczek. Podobna sytuacja miała miejsce w 2018 r.

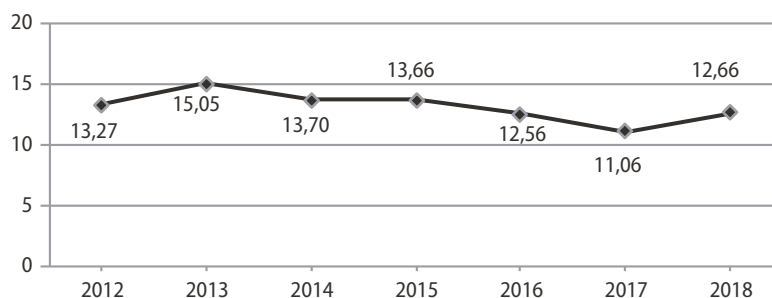
Rysunek 2. Struktura długu jednostek samorządu terytorialnego (%)



Źródło: [Ministerstwo Finansów, 2018a].

Obligacje komunalne w analizowanym okresie stanowiły 11–15% rynku nieskarbowych papierów dłużnych (rysunek 3), który pod koniec 2018 r. był wart 182,557 mld zł. Przyczyną jest zdominowanie rynku Catalyst przez obligacje korporacyjne, zarówno instytucji finansowych, jak i przedsiębiorstw niefinansowych.

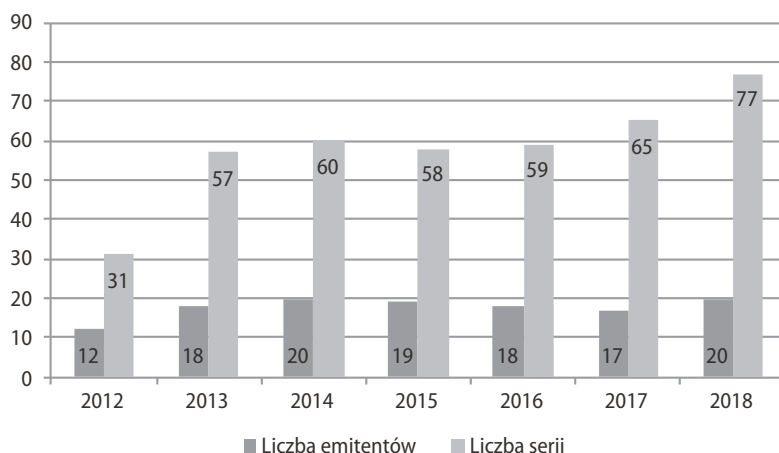
Rysunek 3. Udział obligacji komunalnych w rynku nieskarbowych papierów dłużnych (%)



Źródło: opracowanie własne na podstawie [Fitch Polska, 2018].

Na Catalyst na koniec 2018 r. było notowanych 77 serii obligacji municypalnych o wartości 18,017 mld zł, emitowanych przez 20 samorządów (rysunek 4). Od początku analizowanego okresu odnotowano blisko dwukrotny przyrost liczby nowych emitentów oraz ponad dwukrotny wzrost emitowanych serii dłużnych papierów wartościowych. Na przestrzeni lat 2017–2018 wzbogacenie się rynku o 12 serii obligacji spowodowało tylko nieznaczny wzrost udziału obligacji komunalnych na rynku nieskarbowych papierów dłużnych – dokładnie o 1,60%.

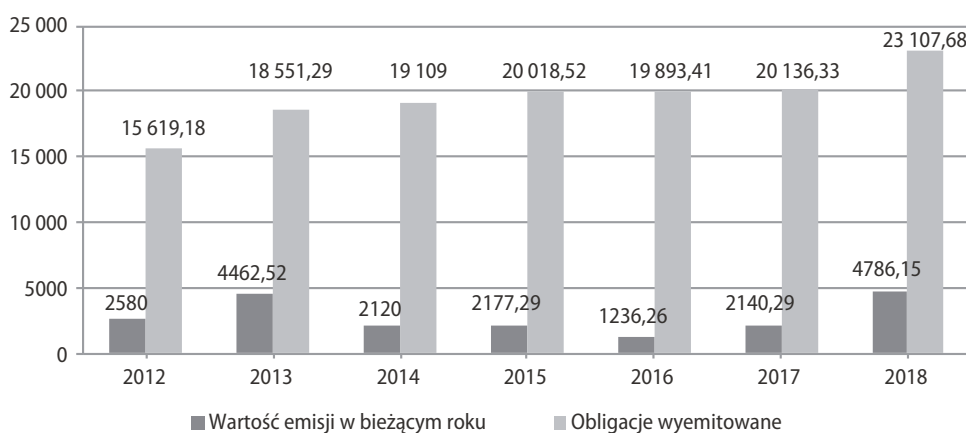
Rysunek 4. Liczba emitentów obligacji komunalnych na Catalyst



Źródło: [Catalyst, 2018].

Analiza wykazała, że w latach 2012–2018 nastąpił wzrost wyemitowanych dłużnych papierów municypalnych, osiągając wartość 23,107 mld zł na koniec 2018 r. (rysunek 5). Jednakże nie w każdym z analizowanych lat utrzymywała się tendencja wzrostowa wartości emisji. W 2014 r., mimo że odnotowano wzrost poziomu wyemitowanych papierów dłużnych, to nastąpił spadek nowych emisji w porównaniu z rokiem poprzednim. Podobna sytuacja miała miejsce w 2016 r., jednakże zaobserwowano nie tylko spadek wartości emisji w porównaniu do poprzedniego roku, lecz także obniżeniu uległa ogólna wartość wyemitowanych dłużnych komunalnych papierów wartościowych na Catalyst.

Rysunek 5. Wartość wyemitowanych obligacji komunalnych na Catalyst (mln zł)

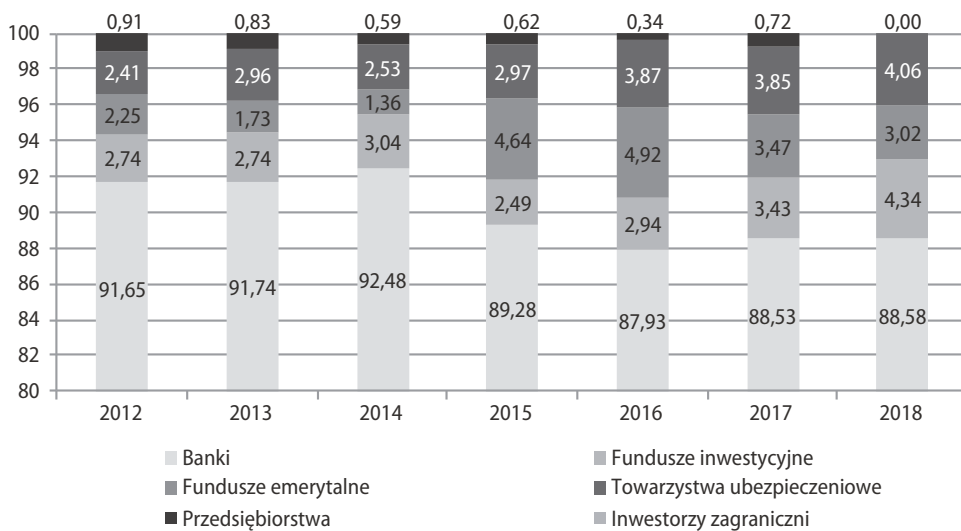


Źródło: [Catalyst, 2018].

W Polsce emisje obligacji komunalnych są organizowane głównie przez banki, które następnie kupują te papiery w ofercie pierwotnej. Jak wynika z przedstawionych danych, ok. 90%

obligacji komunalnych znajduje się w portfelach banków (rysunek 6). Papiery te są traktowane jako swego rodzaju kredyt udzielany jednostce samorządowej. Z punktu widzenia banku taki instrument ma przewagę nad tradycyjnym kredytem, gdyż obligacje, inaczej niż kredyty, są ujmowane w bilansie banku, co ma wpływ na współczynniki adekwatności kapitałowej. Obligacje komunalne w portfelach posiadają także fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne oraz towarzystwa ubezpieczeniowe, jednak ich udział nie przewyższa 5% w analizowanym okresie. Natomiast na koniec 2018 r. w portfelach inwestorów zagranicznych oraz przedsiębiorstw nie odnotowano dłużnych municypalnych papierów wartościowych.

Rysunek 6. Struktura posiadaczy obligacji komunalnych w Polsce (%)



Źródło: opracowanie własne na podstawie [Fitch Polska, 2018].

Emisja obligacji może być też skierowana do lokalnej społeczności, która w ten sposób finansuje swój region. Jednak takie działania są w Polsce rzadkością. W praktyce osoby fizyczne mają niewielkie możliwości zakupu obligacji komunalnych na rynku pierwotnym.

6. Dyskusja

Rynek obligacji komunalnych ma niewielki udział w rynku papierów dłużnych notowanych na Catalyst, pomimo wzrostu zadłużenia samorządów. Nastąpił również spadek udziału tej formy zaciągania długu w strukturze zobowiązań jednostek samorządu terytorialnego, co oznacza, iż nadal są preferowane kredyty i pożyczki. Organizatorami emisji są banki; z nimi samorzady zawierają umowy, w ramach których przeprowadzana jest emisja bez underwritingu, czyli bez gwarancji ze strony banku uplasowania papierów dłużnych na rynku. W roli organizatora emisji występują najczęściej banki: PKO BP S.A., Pekao S.A.

oraz BGK. Pozyskanie kapitału w drodze publicznej emisji jest związane z bardziej kosztowną procedurą. Sytuacja ta wpływa na nieobecność tego rodzaju papierów na rynku Catalyst, co uniemożliwia ich nabycie na przykład przez inwestorów indywidualnych. Nawet jeżeli obligacje komunalne zostaną wprowadzone na Catalyst, to brak rozwiniętego rynku wtórnego spowoduje brak bieżącej wyceny wyemitowanych obligacji. Banki, które organizują emisje, najczęściej są gwarantami objęcia wyemitowanych papierów dłużnych, nie są zainteresowane dalszą odsprzedazą, czerpiąc korzyści z praktycznie wolnych od ryzyka obligacji. Sytuacja ta powoduje, że rynek ten nie rozwija się w pożądanym kierunku.

W obliczu zacieśniania polityki kredytowej przez banki emisja obligacji komunalnych może stanowić rozwiązanie tego problemu. Zorganizowany rynek obrotu papierów dłużnych może też być tańszym niż kredyt źródłem finansowania potrzeb samorządów [Adamiak, Kołosowska, Voss, 2012, s. 104]. Główne zalety obligacji to [Włodarek, 2018, s. 95]:

- dłuższy okres zapadalności obligacji w porównaniu do kredytu – nawet ponad 10 lat;
- elastyczność – emitent decyduje o warunkach emisji papierów wartościowych, co umożliwia dostosowanie spłaty zadłużenia do potrzeb finansowych jednostki samorządu terytorialnego;
- korzyści społeczno-polityczne – emitując obligacje samorządy informują o zadaniach inwestycyjnych, przez co społeczność ma większą wiedzę o lokalnych inwestycjach;
- brak konieczności ustanawiania zabezpieczeń, jak przy kredycie.

Mimo możliwości, które oferuje Catalyst, kredyt bankowy jest najbardziej pożądaną formą pozyskiwania zadłużenia zwrotnego przez jednostki samorządu terytorialnego. Funkcjonowanie rynku obligacji municypalnych jest zatem niewielkie. Sytuacji tej nie zmienił rynek Catalyst, który jest szansą na spopularyzowanie emisji obligacji municypalnych. Funkcjonowanie rynku obligacji komunalnych w obecnej postaci wynika prawdopodobnie z braku wiedzy oraz doświadczenia na szczeblu lokalnym samorządów. Problem ten został poruszony już w 2007 r., jednak wówczas wydawało się, że niechęć do skorzystania z emisji długu wynika z braku rynku dedykowanego obrotowi papierami dłużnymi. W ankiecie przeprowadzonej przez Serwis Samorządowy PAP w 2007 r. [Owsiak, Maj-Waśniowska, 2010, s. 208] wzięło udział 150 skarbników JST, spośród których 80% nie posiadało doświadczenia w emisji obligacji komunalnych, natomiast 20% dysponowało praktyczną wiedzą. Niestety, rynek Catalyst przyczynił się do niewielkiego rozwoju publicznych emisji dłużnych papierów municypalnych.

7. Podsumowanie

Przyczyną zadłużenia JST jest wzrost deficytów budżetowych. Według Ministerstwa Finansów [Ministerstwo Finansów, 2018b, s. 33] zadłużenie samorządów w 2019 r. pozostanie na zbliżonym poziomie, a w następnych latach wzrośnie w związku z prognozowanymi deficytami budżetowymi tej grupy jednostek. Jednakże pomimo potencjalnych korzyści

związanych z publiczną emisją oraz wprowadzeniem ich do obrotu na rynek Catalyst mechanizmy te w przypadku obligacji komunalnych nie zostały wykorzystane. Wiele samorządów preferuje finansowanie zadłużenia za pomocą kredytu bankowego, który wydaje się wygodniejszą formą pozyskania kapitału. Jak podkreśla K. Brzozowska [2015], procedury związane z wprowadzeniem obligacji na Catalyst są dla samorządów skomplikowane zarówno przed, jak i po debiucie. Prawdopodobnie wynika to z niechęci lub braku wiedzy i doświadczenia do podejmowania się organizacji przeprowadzania emisji, jak również z braku analizy kosztów pozyskania zewnętrznego finansowania. Wobec powyższego, hipoteza, iż „wzrost zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego przyczynił się do rozwoju rynku obligacji komunalnych”, nie została pozytywnie zweryfikowana. Do tej sytuacji przyczyniają się banki, które obejmują emisje i sporadycznie wprowadzają je do obrotu. Promowanie emisji publicznych dłużnych papierów municypalnych oraz edukacja kadry samorządowej mogłyby wpłynąć na wzrost zainteresowania tą formą zaciągania długu. Do realizacji tych celów autorka proponuje powołanie zespołu na szczeblu centralnym, który odpowiedzialny byłby za wzrost zainteresowania tą formą pozyskania środków. Jest to istotne wobec nowych regulacji, które mogą przyczynić się do wzrostu niechęci samorządów do emisji obligacji. Od dnia 1 lipca 2019 r. obowiązują przepisy [Dz.U. 2018, poz. 2243], które wprowadzają obowiązek dematerializacji papierów wartościowych, również emitowanych w ofertach niepublicznych. Dodatkowo od 1 lipca 2019 r. prywatne emisje obligacji, które nie zostaną wprowadzane do obrotu, mają dodatkowy element kontrolny w postaci agenta emisji. Ten zaś powinien być istotnie zainteresowany dopilnowaniem, aby emisja spełniała wszystkie wymogi formalnoprawne, co jest związane z dodatkowymi opłatami ponoszonymi przez emitenta.

Bibliografia

Dokumenty prawne

1. Ministerstwo Finansów [2018a], *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2019–2022*, Warszawa, s. 33.
2. Ministerstwo Finansów [2018b], *Zadłużenie sektora finansów publicznych*, www.gov.pl/web/finanse/dlug-publiczny, dostęp: 10.06.2019.
3. Ustawa z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych, Dz.U. z 2005 r. nr 249, poz. 2104 z późn. zm.
4. Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, Dz.U. z 2009 r. nr 157, poz. 1240.
5. Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, Dz.U. z 2015 r., poz. 238.
6. Ustawa z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku, Dz.U. z 2018 r., poz. 2243.

Wydawnictwa zwarte i artykuły prasowe

1. Adamiak J., Kołosowska B., Voss G. [2012], *Obligacje komunalne na rynku Catalyst jako źródło finansowania działalności jednostek samorządu terytorialnego*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H, Oeconomia”, 3/46, s. 104.
2. Brigham E.F., Houston J.F. [2005], *Podstawy zarządzania finansami*, red. R. Kokoszcyński, tłum. R. Kokoszcyński i in., PWE, Warszawa, s. 320.
3. Brzozowska K. [2015], *Rynek obligacji komunalnych w Polsce. Stan i oczekiwania*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Ekonomiczne Problemy Usług”, 118, s. 21.
4. Catalyst [2018], *Biuletyn statystyczny Catalyst – raport roczny za lata 2012–2018*, www.gpw-catalyst.pl/statystyki, dostęp 20.06.2019.
5. Dębski W. [2014], *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
6. Fitch Polska [2018], *Przegląd rynku nieskarbowych papierów dłużnych*, „Rating & Rynek”, 376, 31.12.
7. Jajuga K., Jajuga T. [2006], *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Aktywa niefinansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
8. Kozuń-Cieślak G. [2008], *Obligacje komunalne. Instrument dłużny dla jednostek samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
9. Owsiak K., Maj-Waśniowska K. [2010], *Sposób na duże pieniądze*, Serwis Samorządowy PAP, za: Owsiak K., Maj-Waśniowska K., *Perspektywy rozwoju polskiego rynku obligacji komunalnych*, w: *Gospodarka finansowa jednostki samorządu terytorialnego*, red. L. Patrzalek, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań.
10. Włodarek J. [2018], *Rynek Catalyst w finansowaniu inwestycji jednostek samorządu terytorialnego*, CeDeWu, Warszawa.

Municipal Bond Market in Poland in 2012–2018

Summary

The paper discusses issues pertaining to the municipal bond market in Poland. The analysis covers the period between 2012 and 2018. Attention is also drawn to the role played by the Catalyst in the development of debt securities. Research material for the paper includes literature review and analysis of legal acts, observation method, examination of source documents, and deduction method. The considerations have led to the identification of areas which should be addressed if we want to raise interest in the market of municipal bonds.

The analysis has demonstrated that by issuing debt, territorial local government units little helped in developing this market. Also the setting up of the Catalyst platform stirred only minor increase in the interest in issuing such debt securities as loans and borrowings continue to hold higher shares in debt financing over the examined period.

Keywords: municipal bonds, territorial local government units, Catalyst
