

Krzysztof Markowski

Rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce

Obligacje komunalne mają bardzo długą historię. Ich pierwszą uznawaną emisją była pożyczka zaciągnięta przez miasto Genua w 1270 roku. Pożyczka ta była zabezpieczona dochodami z soli. Dopiero w XVIII i XIX wieku obligacje zaczęły przybierać podobną formułę do współczesnych obligacji komunalnych.

Za pierwszą polską obligacją uważana jest obligacja (skrypt dłużny) króla Stanisława Augusta z 15 lutego 1782 roku. Była to pożyczka udzielona królowi przez bankiera Quiryne Willema van Hoorn'a z Amsterdamu w wysokości 1 miliona guldenów holenderskich. Prawdopodobnie wystawiono 1000 obligacji, każda po 1000 guldenów, mogły też istnieć obligacje o wyższych nominałach.

Pożyczka była udzielona na pięć lat, oprocentowanie jej wynosiło 5%. Spłata miała się rozpocząć 1 marca 1782 roku w ratach półrocznych. Z tekstu obligacji wynika, że dług był zabezpieczony poprzez hipoteki dóbr królewskich, obejmujących m. in. Belweder, a ściślej mieszczącą się w nim manufakturę fajansu i porcelany¹.

1. Emisje obligacji komunalnych w okresie zaborów

Pierwsze udokumentowane emisje obligacji komunalnych na ziemiach polskich miały miejsce w XIX wieku. Emitentami były duże miasta, takie jak Warszawa, Kraków, Łódź itp. W Warszawie pierwsze emisje odbyły się w latach 1884, 1885, 1887 oraz w 1891 r². Natomiast 29

¹ Moczydłowski J. (1995). *Ilustrowany katalog obligacji Polski przed i porozbiorowej*. Polskie Towarzystwo Numizmatyczne. Warszawa.

² Niestety nie jest znany cel oraz wartość tych emisji. Informacje o terminach emisji pochodzą z tekstu obligacji z roku 1896 (Górniak T. (1995). *Przegląd papierów wartościowych*. Warszawa, s. 59).

marca 1896 roku Komitet Ministrów pozwolił Magistratowi miasta Warszawy wypuścić piątą emisję obligacji na sumę nominalną 6.600.000 rubli. Środki uzyskane z emisji obligacji miały być przeznaczone na budowę nowoczesnej sieci kanalizacyjnej projektowanej przez inż. Lindley'a (budowę filtrów Lindley'a). Pierwsza seria tej pożyczki opiewała na kwotę 4.600.000 rubli, oprocentowanie jej wynosiło 4,5 % rocznie i było płatne co pół roku. Dochody z obligacji były opodatkowane. Wykup obligacji rozpoczął się w roku 1899. Obligacje skierowane do wykupu wybierano w drodze losowania, a stopniowe umarzanie miało trwać 39 lat. Obligacje były zabezpieczone bezpośrednio, po czterech wcześniejszych emisjach, całym nieruchomościowym majątkiem miasta i jego wszystkimi dochodami. Środki na spłatę zobowiązań wynikających z obligacji były wyodrębnione w budżecie miasta i miały pierwszeństwo przed innymi wydatkami. Obligatariusze mogli stosować te obligacje jako kaucje przy umowach zawieranych z magistratem. Oprócz opisaney powyżej tzw. pożyczki Lindleyowskiej, Warszawa wyemitowała również:

- do I wojny światowej 8 pożyczek rublowych, każda miała co najmniej 2 różne nominały;
- w czasie wojny miały miejsce trzy pożyczki w 1915, 1916 i 1917 roku (zupełnie nieznane – wiadomo tylko, że emisje te miały miejsce, natomiast nie zachowały się informacje na temat przeznaczenia).

Z treści obligacji „6,5% Obligacje Miasta Płocka” wiadomo, że miasto to wyemitowało obligacje na okaziciela na sumę 500 tys. marek pod koniec I wojny światowej, to znaczy w kwietniu 1918 roku. Obligacje, jak wskazuje ich nazwa, były oprocentowane na poziomie 6,5%. Z informacji zawartej w treści obligacji wynika także, że wykup ich miał się rozpocząć od 1923 roku w drodze licytacji po 30 półrocznych losowań. Terminowe zapłaty za kupony i amortyzację pożyczki zabezpieczone były całym majątkiem i dochodami miasta³.

³ Górniak (1995). *Przegląd op. cit.*

Wszystkie te emisje jak i emisje okresu międzywojennego były oparte na dawnych ustawach państw zaborczych, a potem również na fragmentarycznych rozwiązaniach polskich. Polską kompleksową ustawę o obligacjach udało się opracować dopiero przed II wojną światową i weszła ona w życie 1 lipca 1939⁴.

2. Okres międzywojenny

W latach 1918–1939 wyemitowano w Polsce około 90 różnych typów obligacji. Wśród nich były około 32 emisje obligacji komunalnych, na łączną kwotę około 155 milionów ówczesnych złotych. Z tego 11 emisji miała Warszawa, pozostałe 21 emisji przypadało na kilka największych miast polskich np. Poznań, Lwów, Kraków, Lublin i Płock.

W okresie międzywojennym Warszawa wyemitowała 10 pożyczek konwersyjnych, w tym jedną francuską oraz 8 pożyczek innych (inwestycyjna, przezorności, 5% terenowa – miała miejsce w 1933 roku o nominalnej wartości 5.000.000 zł, 3 inwestycyjne, z czego jedną w dwóch seriach, obligacyjną oraz jedną zagraniczną w dolarach USA). Obligacje warszawskie stanowiły 5% wszystkich obligacji będących w obiegu. Magistrat Miasta Płock wyemitował swoje obligacje już w 1918 roku na łączną sumę 500 tys. marek.

Jak podaje Kałkowski na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych notowano tylko dwa walory obligacji komunalnych na poziomie 80-90% ich nominalnej wartości⁵. Była to warszawska pożyczka konwersyjna z 1926 roku i łódzka z 1934 roku. Pozostałe notowane na Giełdzie Warszawskiej w 1937 roku papiery procentowe wykazywały znaczne wahania od najniższych, rzędu 38-70% wartości nominalnej (były to głównie listy zastawne ziemskich towarzystw kredytowych), do notowań najwyższych rzędu 64-100% wartości

⁴ Ustawa z dnia 30 czerwca 1939 r. prawo o obligacjach, Dz. U. Nr 58, poz. 379.

⁵ Kałkowski L. (1988). *Emisje i emitenci papierów wartościowych w Polsce w latach 1918 – 1939*. Problemy ekonomiczne, nr 3, s. 24–30, s. 26.

nominalnej (były to głównie obligacje i listy zastawne banków cieszące się bardzo dużym powodzeniem). Wszystkie polskie pożyczki komunalne były emitowane na różne okresy, z reguły nie krótsze niż 10 lat i nie dłuższe niż 40 lat. Umarzane były drogą wykupu lub losowania.

Większość emisji przedwojennych miała na celu konwersję obligacji wydanych w czasie zaborów. Podstawą tych emisji było rozporządzenie Prezydenta RP z dnia 27 grudnia 1924 roku o przerachowaniu zobowiązań związków samorządowych oraz obligacji opartych na takich zobowiązaniach. Emisje konwersyjne odbyły się między innymi w Warszawie, Poznaniu, Łodzi. I tak:

- Warszawa 25 września 1926 roku wyemitowała piątą 4,5 procentową pożyczkę konwersyjną o nominalnej wartości 4.775.032 zł 50 gr. w celu zamiany VIII pożyczki z 1911 roku,
- Poznań na mocy uchwały Korporacji Miejskich, zatwierdzonych przez Komisarza Rządowego miasta Poznania 1 grudnia 1934 roku wyemitował czteroprocentowe obligacje konwersyjne w celu zamiany także 4%-wych pożyczek obligacyjnych z lat 1900, 1905, 1908 (I i II emisję) oraz 1910. Datą emisji tych obligacji był 1 lipca 1925 rok,
- Łódź wyemitowała w 1934 roku obligacje sześcioprocentowej pożyczki konwersyjnej w celu zamiany czterech poprzednich pożyczek łódzkich z lat 1916-1922. Obligacje miały wartość 50, 100, 500 i 1000 zł⁶.

Wszystkie papiery miały postać materialną. Obligacje komunalne charakteryzowały się dość wysokim oprocentowaniem – od 4,5 do 8%. W przypadku Lublina było to nawet 10%, podczas gdy np. Poczta Kasa Oszczędności oferowała oprocentowanie na poziomie 2–3% w skali roku. Były to, zatem papiery niezwykle atrakcyjne. Papiery dłużne gmin cieszyły

⁶ Informacje o emisjach pochodzą z obligacji zamieszczonych w opracowaniu: Kałkowski L., Paga L. (1994). *Polskie papiery wartościowe*. Rubikon Press. Warszawa, s. 175–179).

się wielkim zaufaniem, dlatego mogły stanowić „lokatę powierzonych do zarządu funduszy sierot i osób ubezwłasnowolnionych”⁷.

Obligacje były sprzedawane głównie za pośrednictwem lokalnych banków. „Emisje obligacji były adresowane do różnych grup społecznych, niemniej jednak najczęściej miasta plasowały swoje emisje na tzw. sztywnym rynku krajowym, przeznaczonym dla inwestorów instytucjonalnych, takich jak: PKO, komunalne kasy oszczędności, zakłady ubezpieczeń.” Były również emisje skierowane na rynek zagraniczny.

Istotną rolę przy emisji obligacji komunalnych odgrywało pośrednictwo Banku Gospodarstwa Krajowego, utworzonego na mocy rozporządzenia Prezydenta z dnia 30 maja 1924 r., w drodze fuzji trzech małopolskich instytucji kredytowych: Polskiego Banku Krajowego, Państwowego Banku Odbudowy i Zakładu Kredytowego Miast Małopolskich oraz Państwowego Banku Rolnego, Polskiego Banku Komunalnego, Kredytowego czy Hipotecznego.

Szczególne znaczenie dla ówczesnego samorządu terytorialnego miała działalność kredytowa Banku Gospodarstwa Krajowego. Polegała ona na udzielaniu związkom samorządowym pożyczek długoterminowych. Pieniądze na te pożyczki pochodziły z emisji przez bank obligacji komunalnych bądź listów zastawnych. Obligacje, listy zastawne oraz dochody z nich były zwolnione z podatku od kapitału i rent. W 1928 roku Bank Gospodarstwa Krajowego udzielił pożyczek na sumę 233,3 mln zł, z czego większość przeznaczona była dla samorządów miejskich (78%), które miały znacznie większe potrzeby inwestycyjne w porównaniu z samorządami wiejskimi, natomiast dzięki posiadanemu majątkowi i wyższemu wpływowi podatkowemu były w stanie przedstawić korzystniejsze zabezpieczenie od tych drugich.

Dokonywanie emisji przez bank odbywało się według następujących zasad: Bank Gospodarstwa Krajowego udzielał podmiotom samorządowym, które posiadały prawo wymierzania danin na pokrycie swoich potrzeb, pożyczek długoterminowych (komunalnych). Środki na pożyczki były

⁷ Kałkowski L. (1995). *Tradycje polskich obligacji komunalnych*. Samorząd Terytorialny, nr 3, s. 47-49.

uzyskiwane z emisji obligacji bądź listów zastawnych, które były zabezpieczone wierzytelnościami Banku z pożyczek komunalnych oraz jego aktywami. Same pożyczki były udzielane w listach zastawnych bądź w gotówce. Długoterminowe pożyczki komunalne zabezpieczano prawem zastawu na publicznych świadczeniach pieniężnych względnie na innych wpływach samorządu, oraz ewentualnie na innym jego majątku.

Skarb Państwa odpowiadał za zobowiązania Banku Gospodarstwa Krajowego, wypływające z emisji obligacji komunalnych, do kwoty 860 milionów zł w złocie lub jej równowartości w złotych obiegowych i w walutach zagranicznych. Wszystkie obligacje wyemitowane przez Bank były wycofywane z obiegu na zasadzie ich stopniowego wykupu⁸.

W latach 1924–1925 Bank Gospodarstwa Krajowego zorganizował kombinowaną pożyczkę zagraniczną dla kilku gmin polskich. Inicjatorem emisji był Władysław Grabski ówczesny premier i Minister Skarbu. Była to pierwsza większa transakcja kredytowa miast, której stronami były miasta: Lublin, Piotrków, Częstochowa i Radom oraz amerykańskie towarzystwo Ulend & Co. w Nowym Jorku. Zadaniem Banku Gospodarstwa Krajowego było przeprowadzenie czynności techniczno-emisyjnych tej operacji. Suma udzielonego kredytu opiewała w nominale na 12 464 1100 dolarów amerykańskich. Cel pożyczki obejmował kilka projektów: w Lublinie budowę elektrowni gazowej, wodociągów, kanalizacji oraz rzeźni eksportowej; w Radomiu – budowę rzeźni eksportowej i gazowni; w Częstochowie i Piotrkowie – budowę wodociągów i kanalizacji. Zapłaty za wykonanie prac dokonywano emitowanymi specjalnie w tym celu, przez Bank Gospodarstwa Krajowego 8% obligacjami komunalnymi nominowanymi w dolarach amerykańskich, gwarantowanymi przez Skarb Państwa i zainteresowane związki samorządowe. Miasta jako strony transakcji kredytowej były bezpośrednimi dłużnikami Banku, który jako emitent był z kolei bezpośrednim dłużnikiem amerykańskich posiadaczy obligacji. Obligacje te nie zostały wykupione

⁸ Informacje pochodzą z wyciągu ze statutu Banku Gospodarstwa Krajowego zamieszczonego w T. Górniak (1995) *Przegląd* op. cit.

w okresie międzywojennym. W 1937 roku zawarto ugodę konwersyjną zmieniającą warunki emisji, co znalazło swój wyraz m.in., w obniżeniu oprocentowania z 8 % na 3 %, zniesieniu klauzuli zapłaty w dolarach i przedłużeniu okresu wykupu do 1967 r.⁹

Oprócz emisji obligacji miejskich, istotnym źródłem pozyskiwania kapitału na modernizację zasobów mieszkaniowych były papiery wartościowe emitowane przez Towarzystwa Kredytowe.

W okresie międzywojennym było 14 towarzystw kredytowych, które emitowały listy zastawne pod zastaw nieruchomości swoich członków. Rozwój rynku obligacji komunalnych przerwał wybuch II wojny światowej.

3. Charakterystyka rynku obligacji komunalnych w latach 1990 –2001

Po drugiej wojnie światowej, pomimo uchwalenia Dekretu o finansach komunalnych, przewidującego możliwość emisji obligacji samorządowych przez związki samorządowe, ta forma finansowania inwestycji komunalnych nie została zastosowana aż do początku lat dziewięćdziesiątych.

Rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce rozpoczął się dopiero z chwilą reaktywowania samorządu terytorialnego na szczeblu gminnym¹⁰. W rozwoju tym można wyróżnić dwa etapy¹¹. Pierwszy trwający od początku lat dziewięćdziesiątych do czerwca 1995 roku,

⁹ Por. Nimski K. (1946). *Gospodarka finansowa samorządu komunalnego i kredyt komunalny w Polsce*. Spółdzielcza Księżnica Samorządu. Łódź. za Młodzianowska J. (1995). *Emisje obligacji w Polsce*. W: Prawne aspekty emisji obligacji komunalnych. Fundusz Współpracy. Warszawa.

¹⁰ Reaktywacja samorządu terytorialnego w Polsce nastąpiła z dniem 27 maja 1990 r. wraz z wejściem w życie ustawy z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie terytorialnym (j. t. Dz. U. z 1996 r Nr 13, poz. 74 z późn. zm.).

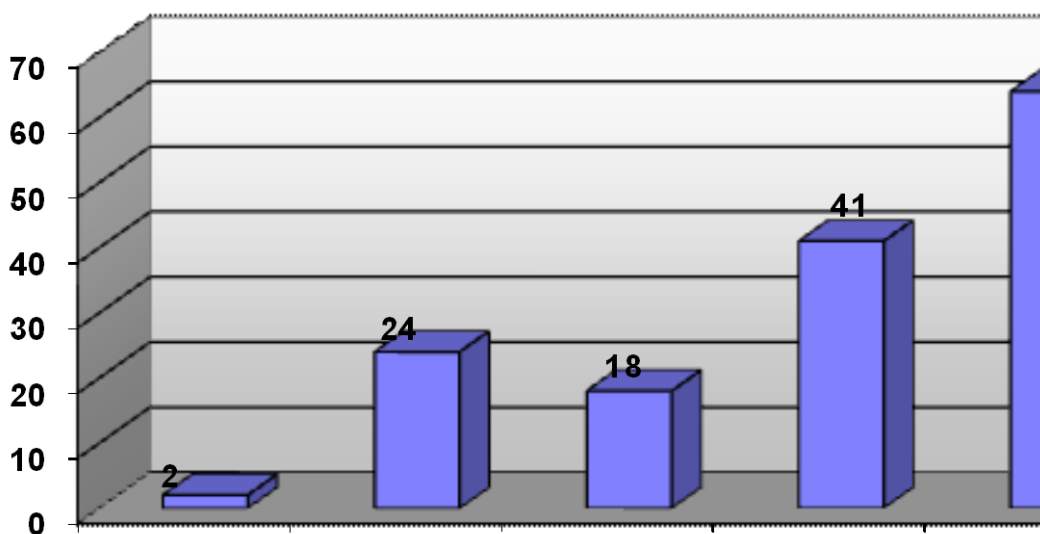
¹¹ Por. Babczuk A. (1998). *Emisje obligacji komunalnych w Polsce pod rządami ustawy z 19 czerwca 1995 r. o obligacjach*. Finanse komunalne, nr 3.

to jest do chwili uchwalenia nowej ustawy o obligacjach¹². W tym okresie zostały przeprowadzone pierwsze cztery emisje obligacji komunalnych przez takie miasta jak: Płock, Międzyrzecz, Braniewo oraz dzielnicę Warszawy – Mokotów. Ze względu na brak doświadczeń związanych z emitowaniem obligacji emisje te można nazwać pionierskimi. Drugi etap, który rozpoczął się z chwilą wejścia w życie nowej ustawy o obligacjach, tj. 20 sierpnia 1995 roku, trwa do chwili obecnej. Pierwsze emisje miały miejsce dopiero na początku 1996 roku, ze względu na konieczność uchwalenia zarówno budżetu, jak też podjęcia stosownych uchwał wymaganych przy emisji obligacji. Okres ten charakteryzuje się wielokrotnie większą ilością podmiotów emitujących oraz wartością realizowanych programów niż to miało miejsce w pierwszym okresie. Wszystkie emisje przeprowadzane w czasie trwania nowej ustawy mają charakter prywatny, tzn. skierowane są do mniej niż 300 osób fizycznych bądź prawnych.

W drugim stadium rozwoju polskiego rynku obligacji komunalnych, nie licząc emisji obligacji mieszkaniowych oraz pionierskich emisji Płocka i Warszawy - Mokotowa, do 31 grudnia 2001 roku przeprowadzono łącznie 178 programów emisyjnych. Zrealizowane lub będące jeszcze w realizacji programy zostały przeprowadzone zaledwie przez 149 jednostek samorządowych. Wśród nich są 2 województwa, 24 powiaty, 18 gmin wiejskich, 41 gmin miejsko-wiejskich oraz 64 gminy miejskie (obrazuje to rysunek 1). Samorzady, które wyemitowały papiery dłużne, stanowią 5,98% wszystkich podmiotów samorządowych, które mogą emitować obligacje komunalne¹³.

¹² Ustawa o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 r. (Dz. U. Nr 83, poz. 420).

¹³ Po reformie administracyjnej w Polsce było łącznie 2813 jednostek samorządu terytorialnego, w tym: 16 województw, 373 (308 + 65) powiaty i miasta na prawach powiatu oraz 2489 gmin (w tym 65 gmin miejskich będących miastami na prawach powiatu) – dane na podstawie Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 13 lipca 2000 roku w sprawie wprowadzenia Nomenklatury Jednostek Terytorialnych do celów statystycznych (NTS) (Dz. U. Nr 58, poz. 683).



Rysunek 1. Liczba emisji obligacji komunalnych przez poszczególnych emitentów

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Fitch Polska S.A.¹⁴.

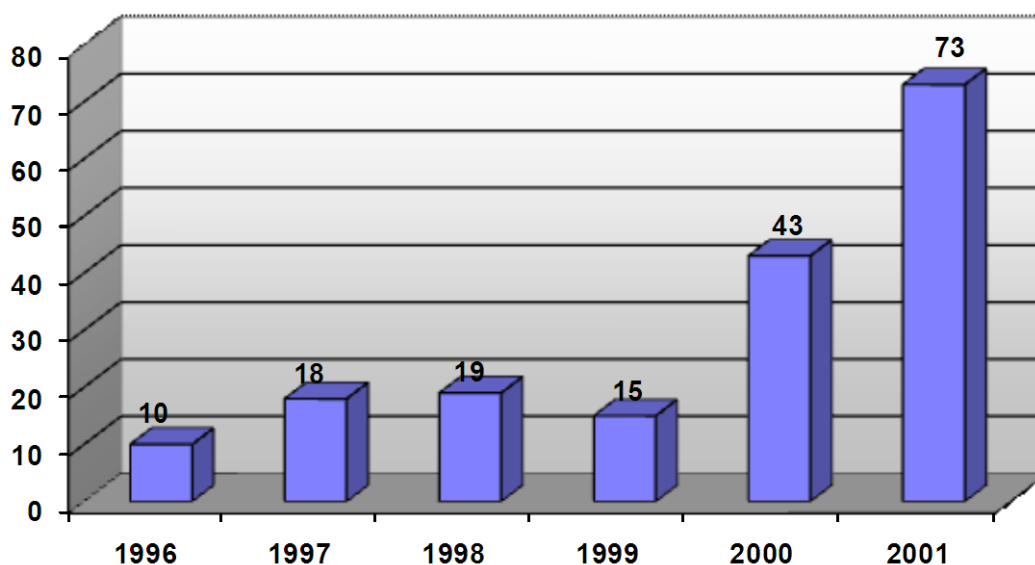
Największy udział, tj. ok. 43% w rynku obligacji komunalnych posiadają gminy miejskie, 27,5% udział posiadają gminy miejsko-wiejskie, natomiast udział gmin wiejskich oraz powiatów wynosi odpowiednio 12% i 16,1%, zaś województw – 1,3%. Z kolei pod względem wartości programów gminy miejskie mają aż 78,3%-owy udział w rynku obligacji. Natomiast udział gmin miejsko-wiejskich pod tym względem wynosi 8,82%, gmin wiejskich i powiatów wynosi odpowiednio 2,23 i 6,28%, zaś udział programów województw pod względem wartości w rynku obligacji wynosi 4,35%

Z raportu dotyczącego pozaskarbowych papierów dłużnych za rok 2001 wynika, że wartość rynku obligacji wynosiła na koniec roku 1628,6 mln zł, tym samym tyle właśnie wynosiło zadłużenie polskich jednostek samorządowych z tytułu emisji municypalnych papierów dłużnych. Pod względem wartości obligacje komunalne stanowiły 9,36% wszystkich pozaskarbowych papierów dłużnych. Natomiast wartość wszystkich

¹⁴ Fitch Polska S.A. (2002). *Rating & Rynek*, nr 1(113).

programów emisji rozłożonych na kilka lat przekroczyła dwa miliardy zł i wynosiła na koniec 2001 roku 2287,7 mln zł¹⁵.

Analizując rynek obligacji komunalnych w Polsce można stwierdzić, że rozwija się on wolno, ale systematycznie. Stosunkowo duży wzrost liczby emisji w 2000 roku w porównaniu z latami ubiegłymi i prawie dwukrotnie większy w 2001 w porównaniu z rokiem 2000 pozwala sądzić, że gminy będą w coraz większym stopniu wykorzystywały ten instrument do finansowania inwestycji komunalnych. Ilość programów emisji w latach 1996 – 2001 przedstawia rysunek 2.



Rysunek 2. Zrealizowana i będąca w trakcie realizacji liczba programów emisyjnych w poszczególnych latach

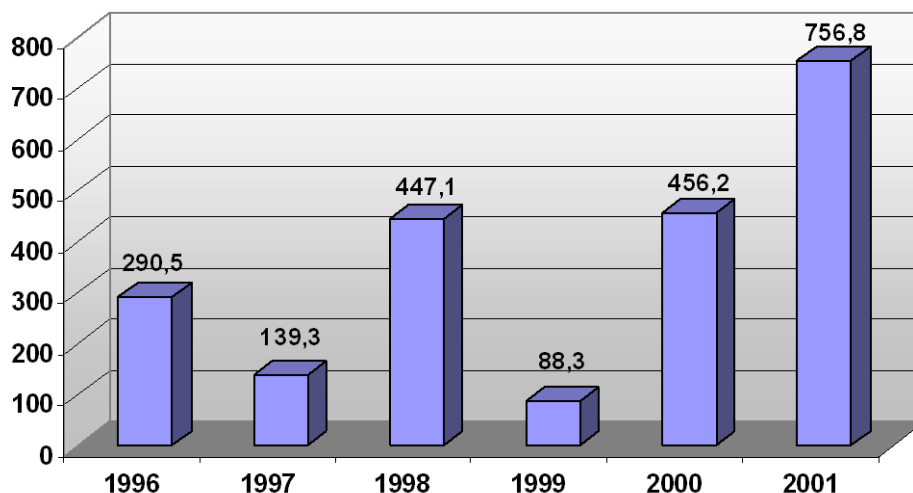
Źródło: Opracowanie własne na podstawie Fitch Polska S. A. oraz Myczkowska A. (2000). Papier za pieniądze. Rzeczpospolita Nr 39 z dnia 25 stycznia.

Zwiększenie liczby emisji obligacji komunalnych w 2001 roku wynikało z: 1) upowszechnienia tej formy finansowania; 2) oraz relatywnie mniejszych kosztów obsługi zadłużenia samorządów (oprocentowanie

¹⁵ Fitch Polska S.A. (2002). *Rating & Rynek. Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie 2001 roku*. <http://www.fitchpolska.com.pl/dluzne.htm>.

obligacji komunalnych było zwykle niższe o 0,5–2% od kredytu bankowego w porównywalnej kwocie i zbliżonym okresie spłaty)¹⁶.

Rysunek 3. przedstawia wartość wszystkich programów emisyjnych rozpoczętych w poszczególnych latach. Wynika z niego, że liczba zapoczątkowanych programów w danym roku nie jest wprost proporcjonalna do wartości programów. Dla przykładu, mimo dwukrotnie większej liczby programów emisyjnych realizowanych w 2000 roku w porównaniu z rokiem 1998, ich wartość była bardzo zbliżona i wynosiła odpowiednio 456,2 mln zł. w roku 2000 oraz 447,1 mln zł w 1998 roku. Zupełnie inaczej pod tym względem wyglądała sytuacja w latach 1997 i 1998. Pomimo zbliżonej liczby programów (tj. 18 w 1997 i 19 w 1998) wartość rozpoczętych programów w 1998 roku była ponad trzykrotnie większa niż w roku poprzednim.



Rysunek 3. Wartość programów emisyjnych wyemitowanych w latach 1996 – 2001

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Fitch Polska S.A.

¹⁶ Fitch Polska S.A. (2002). *Rating & Rynek. Rynek pozaskarbowych op. cit.*

Wszystkie realizowane programy emisyjne można podzielić w zależności od ich wartości na:

- najmniejsze – do 1 mln zł (włącznie),
- bardzo małe – powyżej 1 do 3 mln zł. (włącznie),
- małe – powyżej 3 do 5 mln zł. (włącznie),
- średnie – powyżej 5 do 10 mln zł (włącznie),
- duże – powyżej 10 do 50 mln zł (włącznie),
- bardzo duże – powyżej 50 mln zł.

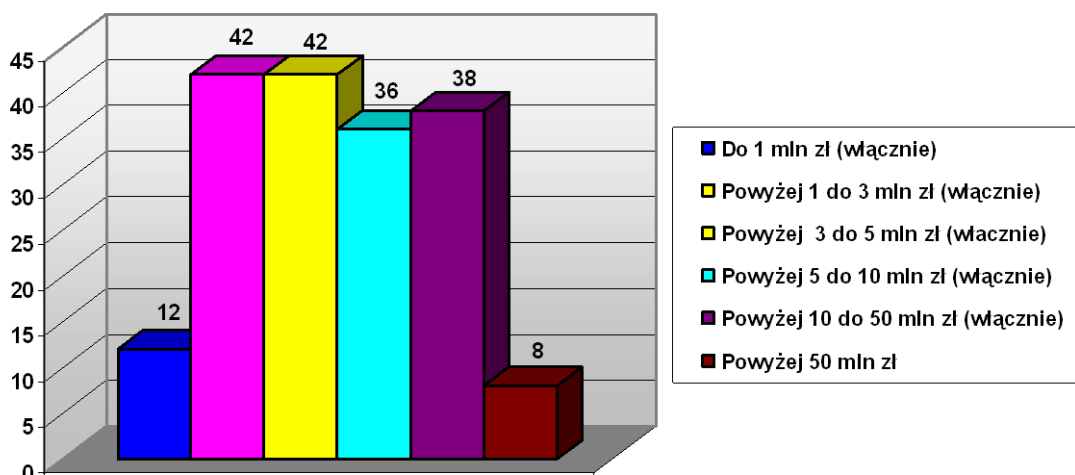
Podział ten został przedstawiony w tabeli 1 i na rysunku 4.

Na rynku obligacji komunalnych pod względem zadłużenia ponad połowę wszystkich emisji, tj. 53,93 % stanowią emisje na kwoty do 5 mln zł. – jest ich 96. Niska wartość programów emisji obligacji wynika przede wszystkim z tego, że większość emitentów to małe gminy dysponujące niewielkimi budżetami, zaś zadłużenie gmin nie może przekroczyć limitu, jaki ustalony jest dla samorządów terytorialnych w ustawie o finansach publicznych.

Tabela 1. Podział emisji obligacji komunalnych (stan na 31. 12. 2001 r.)

	Wielkość programów emisji (w mln zł)						Razem
	Do 1	Powyżej 1 do 3	Powyżej 3 do 5	Powyżej 5 do 10	Powyżej 10 do 50	Powyżej 50	
Liczba programów	12	42	42	36	38	8	178
Wartość programów	11	91	181,7	284,5	838,3	881,2	2287,7
Średnia wartość programu	0,92	2,17	4,33	7,90	22,06	110,15	12,85
Procent liczby emisji	6,74%	23,60%	23,60%	20,22%	21,35%	4,49%	100,0%
Procent wartości programów	0,48%	3,98%	7,94%	12,44%	36,64%	38,52%	100,0%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych z: Fitch Polska S.A.



Rysunek 4. Liczba programów emisyjnych w zależności od wartości

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Fitch Polska S.A.

Według stanu na 31 grudnia 2001 roku na rynku obligacji komunalnych było tylko 8 programów, w których zadłużenie przekroczyło 50 mln zł. Programy emisyjne o największej wartości realizuje siedem jednostek samorządu terytorialnego. Są to duże gminy miejskie: Bydgoszcz, Gdańsk, Gdynia, Poznań, Sosnowiec, Lublin¹⁷ oraz Kraków, który w 1998 r. wyemitował euroobligacje o wartości 66 mln DM, co w przeliczeniu wówczas na polską walutę wynosiło ok. 165 mln zł. Tabela 2 przedstawia dane dotyczące emitentów największych programów emisyjnych.

¹⁷ Gmina Lublin dwukrotnie wyemitowała obligacje komunalne o wartości przekraczającej 50 mln zł.

Tabela 2. Podmioty największych programów emisyjnych obligacji komunalnych (stan na 31 XII 2000)

Emitent	Data emisji	Zapadalność w latach	Zadłużenie w mln zł	Wartość programu
Bydgoszcz	2000	5 – 9	144,0	144,0
Gdańsk	serie od XII 1997	4 – 5	58,0	99,3
Gdynia	serie od XII 1998	3 – 8	186,1	197,9
Kraków	1998	2, 8	b.d.	66,0 DM
Lublin	serie od VI 1996	3, 5	56,0	86,0
Lublin	IX 2001	5	35,0	100
Poznań	X 2001	5 – 6	105,0	105,0
Sosnowiec	serie od XI 1998	4 – 6	86,4	95,0

Źródło: Fitch Polska S.A.

Analizując zachowanie na rynku obligacji poszczególnych emitentów można stwierdzić, że podczas emisji obligacji komunalnych korzystają oni z różnych strategii. Większość dotychczasowych emitentów (135) przygotowała jeden „duży” program – oczywiście uzależniony od realizowanego przedsięwzięcia inwestycyjnego oraz własnej zdolności kredytowej – i w zależności od potrzeb kapitałowych wprowadza na rynek kolejne serie i transze. Emitowane obligacje w ramach tego samego programu charakteryzowały się różnymi okresami zapadalności oraz wielkością oprocentowania ponad stawkę bazową. Wśród tej grupy emitentów są zarówno tacy, których programy są określane jako duże oraz bardzo duże, jak też emitenci, których programy są małe i bardzo małe. Do tych pierwszych można zaliczyć między innymi Lublin, który swój program emisyjny o wartości 86 mln zł realizuje od 1996 roku, Gdynię, która zarówno pierwszą emisję obligacji z 1996 r. jak i kolejną z 1998 roku podzieliła na serie i transze¹⁸. Do drugiej grupy emitentów, którzy realizując program emisyjny dzielą go na mniejsze serie i transze można zaliczyć np. Mściwojów, który w 1997 roku rozpoczął emisję obligacji o łącznej wartości 1,35 mln zł, Wólkę Lubelską, która w 1999 r. rozpoczęła emisję obligacji o wartości 1 mln zł itp.

¹⁸ Miasto Gdynia w 1996 r. program emisyjny o wartości 28 mln. zł. przeprowadziła w pięciu transzach.

Zob. Grajter J. (1999). *Sprostowanie*. Rzeczpospolita z dnia 13 września.

Wśród emitentów jest 14 takich, którzy realizują kolejne programy emisyjne. Rekordzistą w liczbie programów jest Ostrów Wielkopolski, który przeprowadził cztery emisje obligacji municypalnych o zapadalności od 3,5 roku do 11 lat i oprocentowaniu ponad stawkę bazową w zależności od programu od 1,09% do 1,32%. Trzy emisje zrealizowały następujące gminy: Goleniów, Myślibórz, Proszowice oraz Wejcherowo. Wśród tych gmin najmniejszy program realizują Proszowice o wartości 0,5 mln zł, zaś największy Wejcherowo o wartości 4,8 mln zł.

Oprocentowanie prawie wszystkich przeprowadzonych emisji obligacji komunalnych było oparte na stawce bazowej 52-tygodniowych bonów skarbowych. Tym, co różniło wyemitowane papiery gminne była marża, którą poszczególne gminy oferowały ponad stawkę bazową. Jej wysokość była uzależniona nie tylko od okresu zapadalności danej serii czy transzy obligacji, ale także od przebiegu procesu przygotowania emisji i od przyjętych kryteriów oceny oferujących obligacje podmiotów. Na uwagę zasługuje fakt, że obligacje komunalne o tym samym terminie zapadalności emitowane w 1999 i 2000 roku miały stosunkowo niższą marżę niż te, które były emitowane w latach 1996–1998. Tabela 3 zawiera dane dotyczące minimalnej, średniej oraz maksymalnej marży ponad stawkę bazową dla obligacji o różnych okresach wykupu.

Z danych zawartych w tabeli 3 wynika, że różnica pomiędzy największą a najmniejszą marżą dla obligacji o tym samym terminie wykupu wynosi od 0,4 do 2,5%, tj. średnio 0,92%. Największe marże zapłacił Mszczonów w wysokości 2,5% dla obligacji trzyletnich oraz 3% dla obligacji czteroletnich, podczas gdy średnia marża dla tego typu obligacji wynosiła odpowiednio 0,98% dla obligacji trzyletnich i 1,10% dla obligacji czteroletnich. Konieczność płacenia tak wysokiej marży w porównaniu ze średnią może świadczyć albo o słabych zdolnościach negocjacyjnych gminy, albo o słabej kondycji finansowej lub też o braku doświadczenia.

Tylko jedna z gmin – emitentów, gmina Mieścisko, zdecydowała się na oparcie oprocentowania wyemitowanych 6-letnich obligacji na 13-tygodniowych bonach skarbowych. Natomiast gmina Jabłonna oparła swoje papiery dłużne na rentowności 26-tygodniowych bonów skarbowych. Podobnie uczyniła gmina Kościerzyna z częścią swojej emisji.

Z analizy rynku obligacji komunalnych wynika, że emitenci w dużej mierze decydowali się przede wszystkim na emisje średnioterminowe, tj. o zapadalności od 3 do 5 lat (tabela 3). Być może wynikało to z dążenia gmin do jak najszybszej spłaty zobowiązań oraz z faktu kadencyjności rad gminnych. Przyczyną średnioterminowych emisji obligacji mógł być także brak długofalowej polityki kredytowej.

Tabela 3. Emisje obligacji komunalnych w zależności od zapadalności papierów oraz średniej marży (stan na 31. 12. 2001)

Zapadalność w latach	Liczba emisji (serii)	Wielkość marży*				
		Emitent	Najmniejsza	Średnia	Największa	Emitent
1	13	Mława	0,30%	0,65%	1,35%	Karpacz
2	27 (41)	Lubasz	0,50%	0,80%	1,40%	Wólka
3	55 (101)	Gdynia II	0,35%	0,98%	2,50%	Mszczonów
4	55 (113)	Częstochowa	0,50%	1,10%	3,00%	Mszczonów
5	50 (116)	Bydgoszcz	0,43%	1,13%	2,00%	Bytom
6	23 (69)	Piła	0,70%	1,07%	1,50%	Śmigiel
7	11 (21)	Kościerzyna	0,80%	1,23%	1,50%	Krasnobród
8	17	Świecie	1,10%	1,26%	1,80%	Starachowice
9	9	Bydgoszcz	0,68%	0,97%	1,19%	Krasnystaw
10	5	Wielkopolskie	0,75%	1,03%	1,30 %	Lubań
11	1	Ostrów W.	1,20%	1,20%	1,20%	Ostrów W.
Razem	266 (506)					

* Ponad rentowność 52 – tyg. bonów skarbowych.

** W nawiasach podane są wszystkie wyemitowane serie o danym terminie zapadalności.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych z: Fitch Polska S.A., Śliwiński, Mrowicki (2000) oraz Stowarzyszenia Rozwoju Gospodarczego Gmin (<http://195.117.158.118/Swiatowid>).

Do 2000 roku tylko kilku emitentów zdecydowało się na emisję obligacji długoterminowych, tj. o terminie zapadalności powyżej 5 lat. Należały do nich między innymi: Kraków (który wyemitował euroobligacje wprawdzie dwuletnie ale z opcją rolowania na dalsze 8 lat), Ostrów Wielkopolski (obligacje 7 i 10 letnie), Chodzież (6 letnie) oraz Krotoszyn

(8 letnie). Sytuacja zmieniła się od 2000 roku, wówczas większość emitentów w swoich programach zaoferowało serie obligacji o terminie zapadalności 6 lat i więcej.

4. Podsumowanie

Dalszy rozwój rynku obligacji komunalnych zależy od wielu czynników. Do nich można zaliczyć stan finansów publicznych, wysokość stopy procentowej, zainteresowanie inwestorów obligacjami komunalnymi, rozwój rynku wtórnego itp. Można się spodziewać, że w dalszym ciągu jednostki samorządu terytorialnego będą korzystały z emisji obligacji w celu finansowania koniecznych inwestycji. Niektóre samorzady mogą zdecydować się na wprowadzenie wyemitowanych obligacji do publicznego obrotu – jak to uczynił Ostrów Wielkopolski.

Przyszłość obligacji komunalnych jest związana z emisją publiczną¹⁹. Uzależnione jest to jednak od tego czy zostanie uproszczona i skrócona procedura dopuszczająca obligacje samorządowe do publicznego obrotu oraz czy zostaną zmniejszone koszty publicznej emisji (np. audytu sprawozdań finansowych, wielkości koniecznych opłat, itp.). Wówczas można się spodziewać, że w ciągu najbliższych kilku lat niektóre duże gminy miejskie zdecydują się na publiczną emisję papierów municypalnych.

¹⁹ Por. Markowski K. (2002). Obligacje komunalne jako instrument koncentrowania kapitału w celu finansowania inwestycji komunalnych. W: D. Zarzecki (red.). Zarządzanie finansami, klasyczne zasady – nowoczesne narzędzia. Uniwersytet Szczeciński. Szczecin. T 2, s. 469 – 479.

Literatura

- Babczuk A. (1998). *Emisje obligacji komunalnych w Polsce pod rządami ustawy z 19 czerwca 1995 r. o obligacjach*. *Finanse komunalne*, nr 3.
- Fitch Polska S.A. (2002). *Rating & Rynek*, nr 1(113).
- Fitch Polska S.A. (2002). *Rating & Rynek. Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie 2001 roku*.
<http://www.fitchpolska.com.pl/dluzne.htm>.
- Górniak T. (1995). *Przegląd papierów wartościowych*. Warszawa.
- Grajter J. (1999). *Sprostowanie*. Rzeczpospolita z dnia 13 września.
- Kałkowski L. (1988). *Emisje i emitenci papierów wartościowych w Polsce w latach 1918 – 1939*. *Problemy ekonomiczne*, nr 3, s. 24–30, s. 26.
- Kałkowski L. (1995). *Tradycje polskich obligacji komunalnych*. *Samorząd Terytorialny*, nr 3, s. 47-49.
- Kałkowski L., Paga L. (1994). *Polskie papiery wartościowe*. Rubikon Press. Warszawa.
- Markowski K. (2002). *Obligacje komunalne jako instrument koncentrowania kapitału w celu finansowania inwestycji komunalnych*. W: D. Zarzecki (red.). *Zarządzanie finansami, klasyczne zasady – nowoczesne narzędzia*. Uniwersytet Szczeciński. Szczecin. T 2, s. 469 – 479.
- Młodzianowska J. (1995). *Emisje obligacji w Polsce*. W: *Prawne aspekty emisji obligacji komunalnych*. Fundusz Współpracy. Warszawa.
- Moczydłowski J. (1995). *Ilustrowany katalog obligacji Polski przed i porozbiorowej*. Polskie Towarzystwo Numizmatyczne. Warszawa.
- Myczkowska A. (2000). *Papier za pieniądze*. Rzeczpospolita Nr 39 z dnia 25 stycznia.
- Nimski K. (1946). *Gospodarka finansowa samorządu komunalnego i kredyt komunalny w Polsce*. Spółdzielcza Księżnica Samorządu. Łódź.
- Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 13 lipca 2000 roku w sprawie wprowadzenia Nomenklatury Jednostek Terytorialnych do celów statystycznych (NTS) (Dz. U. Nr 58, poz. 683).
- Stowarzyszenia Rozwoju Gospodarczego Gmin -
<http://195.117.158.118/Swiatowid>
- Śliwiński P., Mrowicki J. (2000). *Emisja obligacji komunalnych dla wieloletnich zadań inwestycyjnych. Materiały konferencyjne*. Wieloletnie programy rozwoju dla samorządów. Poznań.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz. U. Nr 83, poz. 420).
- Ustawa z dnia 30 czerwca 1939 r. prawo o obligacjach (Dz. U. Nr 58, poz. 379).