

ZESZYTY PBR – CASE

27

Obligacje gmin

Warszawa 1997

Fundacja Naukowa CASE



POLSKI BANK ROZWOJU S.A.
POLISH DEVELOPMENT BANK

Fundacja Naukowa CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych
00-585 Warszawa, ul. Bagatela 14

Polski Bank Rozwoju S.A.
00-675 Warszawa, ul. Koszykowa 54

Copyright by: Fundacja Naukowa CASE i Polski Bank Rozwoju S.A.

Opracowanie tekstów: Grażyna Gierszewska
Zofia Fidyk-Kowalska
Opracowanie graficzne: Agnieszka Bury

ISSN 1233-121X

MEDIABANK
 **S.A.**

Wydawca:
AWIM MEDIABANK S.A. 00-640 Warszawa, ul. Mokotowska 17

Oddano do druku w czerwcu 1997 r. Nakład 600 egz.

SPIS TREŚCI

G. Gierszewska:	WPROWADZENIE	4
P. Gieryński:	OBLIGACJE MIEJSKIE JAKO INSTRUMENT FINANSOWANIA	
P. Miller	INFRASTRUKTURY	7
W. Brzeski:	GMINA JAKO PODMIOT RYNKU KAPITAŁOWEGO.....	15
P. Żukowski:	OBLIGACJE KOMUNALNE NA TLE INNYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH	20
T. Skurzewski:	OBLIGACJE KOMUNALNE NA RYNKU AMERYKAŃSKIM – DOŚWIADCZENIA DLA POLSKI	25
A. Levitas:	BADANIE ZDOLNOŚCI KREDYTOWEJ I OBLIGACJI GMIN	29
G. Gierszewska:	DYSKUSJA – OBLIGACJE GMIN.....	32

WPROWADZENIE

„Zeszyty PBR - CASE nr 27” stanowią plon seminarium poświęconego problemowi „Obligacji gmin”. Zorganizowane wspólnie przez Fundację Naukową CASE oraz Polski Bank Rozwoju S.A., w ramach regularnego cyklu spotkań dyskusyjnych. Seminarium odbyło się w Warszawie 14 listopada 1996 r.

Spotkanie otworzyła Ewa Balcerowicz wiceprezes Fundacji Naukowej CASE, stwierdzając, że problematyka obligacji komunalnych jest nie tylko bardzo ciekawa, ale niezwykle aktualna. Zainteresowanie obligacjami gminnymi jako instrumentem finansowania potrzeb inwestycyjnych jest ogromne, zarówno ze strony gmin, jak i banków. Obligacje komunalne, z powodzeniem wykorzystywane na świecie w krajach rozwiniętych, jako metoda atrakcyjnego wspomagania finansowego rozwoju regionalnego, miast i wsi, w Polsce wzbudzają wiele emocji i kontrowersji. Co ważniejsze, wokół tego problemu nagromadziło się wiele opinii, mitów nie zawsze znajdujących uzasadnienie w praktyce gospodarczej. Ewa Balcerowicz wyraziła nadzieję na ciekawe głosy panelistów inspirujące dyskusję wokół problematyki obligacji gminnych.

W panelu wzięło udział pięciu dyskutantów.

Paweł Gieryński z Grupy Zarządzającej „kódź” zaprezentował problematykę obligacji miejskich jako specyficznego instrumentu finansowania infrastruktury komunalnej. W swoim wystąpieniu pokazał gminę w kontekście uczestnika rynku kapitałowego, scharakteryzował obligacje jako instrument finansowy i ich efektywność w finansowaniu infrastruktury komunalnej.

Władysław Brzeski z Krakowskiego Instytutu Nieruchomości przedstawił gminę jako podmiot rynku kapitałowego i konsekwencje z tym związane. Podjął kontrowersyjne problemy wypłacalności gmin, nie zawsze właściwego wykorzystania obligacji komunalnych oraz perspektywy rozwoju tego instrumentu finansowania potrzeb gmin w Polsce.

Paweł Żukowski z IBP Bank S.A. omówił zagadnienie obligacji gmin na tle innych instrumentów finansowych funkcjonujących w Polsce. Zaprezentował obligacje komunalne w kontekście ich atrakcyjności, efektywności wykorzystania w gminach i perspektyw rozwoju z punktu widzenia banków.

Specjalista w Ministerstwie Finansów Tomasz Skurzewski pokazał jaką rolę odgrywają obligacje komunalne na rynku amerykańskim i jakie doświadczenia można przenieść na polski grunt. Panelista omówił odmienną regulację w zakresie obligacji komunalnych w Stanach Zjednoczonych, ale także zbieżności oraz zaprezentował zakres wykorzystywania obligacji komunalnych na rynku amerykańskim, zarówno w ujęciu podmiotowym, jak i przedmiotowym.

Anthony Levitas z Funduszu Współpracy zaprezentował obligacje gmin w kontekście badania zdolności kredytowej. Zgodził się z wieloma kontrowersyjnymi tezami Władysława Brzeskiego co do mitów o niemożności upadłości gmin, wskazując dodatkowe argumenty w dyskusji, jak chociażby bardzo świeże przykłady trudności finansowych gmin.

Spotkanie prowadzili: Ewa Balcerowicz z Fundacji Naukowej CASE i dyrektor Janusz Szlanta z Polskiego Banku Rozwoju S.A.

Dyskusja skupiała się wokół problemów regulacji polskiego rynku obligacji gminnych jako jednego z bardziej użytecznych instrumentów dłużnych i zasad ich emisji. Wskazywano na rolę jaką mogą spełniać w finansowaniu infrastruktury komunalnej, dyskutowano możliwości jakie stwarza ustawa o obligacjach w rozwoju form ich wykorzystania w sferze budżetowej. Goście i paneliści zabierający głos wskazywali na znaczenie poszukiwania nowych niestereotypowych, ale efektywnych metod rozwiązywaniu konkretnych zagadnień pojawiających się przy wykorzystywaniu obligacji gmin.

Wypowiedzi dyskutantów zostały spisane i opracowane przez Zofię Fidyk-Kowalską i Grażynę Gierszewską z Fundacji Naukowej CASE. Wszystkim w imieniu organizatorów: Fundacji Naukowej CASE i Polskiego Banku Rozwoju S.A. dziękuję za udział w seminarium.

Grażyna Gierszewska

LISTA GOŚCI OBECNYCH NA SEMINARIUM PBR – CASE dnia 14.11.96 r.

Aranowski Andrzej	Towarzystwo Reasekur. Ubezpiecz. „Partner” S.A.
Balcerowicz Ewa	Fundacja Naukowa CASE
Billewicz Joanna	Klub Emitenta
Bitner Michał	Agencja Rozwoju Komunalnego
Breitkopf Mikołaj	Premium Econ Business & Finance
Brzeski Władysław	Krakowski Instytut Nieruchomości
Chmielewski Stawomir	Bank Śląski SA
Cieślakowski Tadeusz	Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową
Dyl Marcin	Komisja Papierów Wartościowych
Dziekoński Olgierd	Agencja Rozwoju Komunalnego
Dziembowski Zygmunt	Instytut Gospodarki Przestrzennej i Komunalnej
Fidyk-Kowalska Zofia	Fundacja Naukowa CASE
Fabiszewski Piotr	Polski Bank Rozwoju SA
Geremek Rafał	Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową
Gierszewska Grażyna	Fundacja Naukowa CASE
Giereński Paweł	Grupa Zarządzająca „Łódź”
Grudzińska Nina	Polski Bank Rozwoju SA
Jacaszek Iwona	Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową
Jagiello-Szostak Magdalena	Ministerstwo Finansów
Kaczmarek Bogusław	Unia Pracy Gdańsk
Kaczmarek Paweł	Ministerstwo Finansów
Kaliszyk Janusz	Bank Gospodarki Żywnościowej SA
Kąkol Małgorzata	Powszechna Kasa Oszczędności BP
Kopińska Joanna	Gmina Ursynów
Kuczyński Jacek	Polski Bank Rozwoju SA
Levitas Anthony	Fundusz Współpracy
Lipka Wojciech	Związek Banków Polskich
Lizak Romualda	Polski Bank Rozwoju SA
Miller Piotr	Grupa Zarządzająca „Łódź”
Płókarz Rafał	Polski Bank Rozwoju SA
Skurzewski Tomasz	Ministerstwo Finansów
Stańczuk Maciej	Westdeutsche Landesbank
Szlanta Janusz	Polski Bank Rozwoju SA
Wojtczak Aldona	II N.F.I. , „Herkules Management”
Woodward Richard	Fundacja Naukowa CASE
Żukowski Paweł	IBP Bank S.A.

OBLIGACJE MIEJSKIE JAKO INSTRUMENT FINANSOWANIA INFRASTRUKTURY

Paweł Gieryński, Piotr Miller¹

Wprowadzenie

Podstawowym problemem gospodarowania jest zaspokajanie nieograniczonych potrzeb w warunkach ograniczonych zasobów. To podstawowe zagadnienie ekonomii dotyczy również, a być może przede wszystkim, jednostek samorządu terytorialnego. O ile znaczenie problemu „krótkiej koldry” dla podmiotów gospodarczych zamyka się w ramach przedsiębiorstwa – kierownictwa, podejmującego decyzje o kierunkach rozwoju i sposobach jego finansowania oraz pracowników – zainteresowanych w stabilizacji rozwoju firmy i warunkach zatrudnienia, to w przypadku podmiotów publicznych dotyka wielotysięcznych a nawet milionowych społeczności.

Budżet państwa rokrocznie wzbudza społeczne emocje, ten podstawowy plan finansowy określa warunki rozwoju gospodarczego kraju, poprzez ustalenie reguł opodatkowania, determinuje warunki prowadzenia działalności gospodarczej, a ponadto wpływa na warunki życia wszystkich obywateli kraju.

Budżet gminy i jego uchwalanie nie wzbudza zwykle tylu emocji, poza oczywiście samymi radnymi, dla których sesja budżetowa, połączona zwykle z udzieleniem absolutorium zarządowi jest jedną z najbardziej emocjonujących w roku. Dla rad i zarządów gmin problem „krótkiej koldry” jest szczególnie bolesny. Polskie gminy w szóstym roku reformy samorządowej udowodniły, że potrafią efektywnie wykorzystywać środki. Jednak zaspokajanie zbiorowych potrzeb wspólnoty, które jest podstawowym

zadaniem gminy napotyka stale na bariery finansowania. Sfera usług komunalnych, oświaty i zdrowia oraz zaspokajania potrzeb mieszkaniowych, którymi zostały obciążone jednostki samorządowe, należały do najbardziej zaniedbanych w latach minionego systemu.

Gminy wkroczyły w lata 90., obciążone latami zaniedbań, a jednocześnie z rozbudzonymi nadziejami mieszkańców na szybkie rozwiązanie palących potrzeb – komunikacji miejskiej, dróg, utrzymania czystości, budownictwa mieszkaniowego. Instrumentem dla rozwiązania wielu z tych problemów może być prywatyzacja zadań publicznych – oddanie wykonywania usług w ręce prywatnych podmiotów gospodarczych.

Pozostanie jednak zawsze zakres działań, których finansowanie przekraczać będzie możliwości podmiotów gospodarczych. Inwestycje infrastrukturalne pozostaną ponadto, przynajmniej w perspektywie najbliższych lat, poza sferą zainteresowania prywatnych podmiotów. Finansowanie przedsięwzięć inwestycyjnych w znacznym wymiarze stanowi zawsze obciążenie dla budżetów gminnych. Podobnie jak w wypadku przedsięwzięć gospodarczych, inwestycje komunalne mogą korzystać z zewnętrznych źródeł finansowania. Rozwój rynku finansowego w Polsce skutkuje poszerzeniem możliwości pozyskiwania przez gminny środków. Oprócz dostępnych form kredytowania, nowe prawo o obligacjach dało gminom, szersze niż wcześniej, możliwości poszukiwania źródeł finansowania poprzez emisję tych papierów wartościowych.

Gmina – uczestnik rynku finansowego

Gmina a bank – kierunki współpracy

Współpraca z gminą zawsze stanowiła łakomy kąsek dla banków. Obsługa rachunków bieżących i długoterminowych samorządowego budżetu była okazją, o którą warto było i jest konkurować na rynku bankowym. Waga zagadnienia jest dostrzegana również przez drugą stronę. Ustawa samorządowa wskazuje wybór banku obsługującego gminę jako wyłączną kompetencję rady gminy.

Jednocześnie, gminy stosunkowo rzadko poszukują w bankach partnerów dla finansowania swych projektów inwestycyjnych. Nadal wysoki koszt kredytu niewątpliwie nie zachęca do zadłużania się w bankach komercyjnych. Alternatywą dla komercyjnego kredytu były możliwości stwarzane przez działające instytucje parabudżetowe – fundusze ochrony środowiska i inne fundusze celowe oraz banki, udzielające kredytów w pewnych warunkach na zasadach preferencyjnych.

Trzeba przy tym podkreślić, iż z globalnej kwoty 3.641.776 mln PLN, kwotę 3.554.576, czyli 97,6% stanowiły zadania z zakresu ochrony środowiska. Jednocześnie, pożyczki i kredyty stanowiły w 1994 roku zaledwie 10,90% ogólnej kwoty wydatków inwestycyjnych gmin, na ogólną kwotę 33.404.612 mln PLN.

Znikome zaangażowanie banków w finansowanie rozwoju infrastruktury komunalnej tłumaczy zarówno wysokie koszty tego źródła finansowania, jak i przyczyny leżące po stronie samych banków. Gmina jako kredytobiorca różni się zasadniczo od podmiotów gospodarczych, będących typowymi klientami akcji kredytowej banków. Procedury kredytowe, kryteria oceny wiarygodności kredytobiorcy, rutynowo stosowane, nie przystają do oceny potencjału gminy do spłacenia kredytu. Banki nie mają doświadczeń we współpracy z gminami. Bankowe kadry, posiadające kwalifikacje dla oceny ryzyka kredytowego, nie mają wystarczającego rozeznania w prawnych i finansowych uwarunkowaniach

Kredytodawcy i pożyczkodawcy w 1994 roku	Liczba korzystających gmin	Łączna kwota udzielonych kredytów i pożyczek (w mln PLN)
Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej	85	1.878.483
Wojewódzkie fundusze ochrony środowiska i gospodarki wodnej	424	1.158.962
Bank Ochrony Środowiska	74	488.533
Bank Inicjatyw Społeczno-Ekonomicznych	7	6.673
Fundacja Wspierająca Zaopatrzenie Wsi w Wodę	17	27.425
Inne	37	81.700
Razem	644	3.641.776¹

¹ Zdolność kredytowa gmin w opiniach regionalnych izb obrachunkowych wydanych w 1995 r.; Finanse Komunalne 3/1995

działalności jednostek samorządowych. Zasady finansowania i sprawozdawczości budżetowej nie przystają do sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstw, będącej podstawą analizy sytuacji potencjalnego kredytobiorcy.

W chwili obecnej sytuacja zaczyna się powoli zmieniać, a banki dostrzegają powoli w gminach klienta, o którego warto zabiegać nie tylko ze względu na potencjalnie wysokie obroty na rachunku bieżącym, ale również ze względu na możliwości rozszerzenia własnej akcji kredytowej. Ponadto, potencjalnym polem współpracy może się dla banków okazać zakres usług doradczych w zakresie finansowania działalności inwestycyjnej gmin.

Poszukiwania instrumentów dla finansowania inwestycji nie należy przy tym zawężać do wyboru pomiędzy obligacjami a kredytem w banku komercyjnym. Dla gmin dostępne są również takie formy jak leasing, factoring, pożyczki zaciągane w niebankowych instytucjach, kredyty dewizowe, podniesienie kapitałów w spółkach handlowych realizujących zadania komunalne, krótkoterminowe papiery dłużne, np. bony komercyjne.

Obligacje – droga gmin do rynku finansowego

Rosnące zainteresowanie gmin emisją obligacji może się okazać źródłem zwiększenia zainteresowania również typowymi formami finansowania. Decyzja o emisji papierów wartościowych wymusza zawsze rozważenie korzyści i zagrożeń oraz porównanie efektów zaciągnięcia długu poprzez kredyt, jak i poprzez obligacje.

Obligacje komunalne posiadają na polskim rynku finansowym bogate tradycje sięgające XIX wieku. W okresie międzywojennym emisji obligacji dokonano 36 razy, w tym Warszawa 11 emisji. Obligacje emitowały m.in. Poznań, Lublin, Kraków i Lwów.

Emisji obligacji gminy dokonywały również pod rządami ustawy z 1988 roku. W 1993 roku, obligacje wyemitowały Międzyrzecz, Braniewo, Gorzów Wlkp., Warszawa-Mokotów i Płock. Jednak rozwój tej formy finansowania nastąpił dopiero po wejściu w życie nowej ustawy. Poniższa tabela przedstawia dokonane i zamierzone emisje obligacji komunalnych.

Emitent	Cel	Agent	Kwota emisji (PLN)	Okres/ data wykupu	Oprocentowanie
Gdynia	podwyższenie kapitału zakładowego w spółkach komunikacji publicznej – zakup 50 autobusów	ING Bank, Bank Komunalny SA w Gdyni	28.000.000	do 4 lat	śr. rentowność 52-tyg. bonów skarbowych + marża
Kraków	inwestycje drogowe	PeKaO SA, BPH SA, BWR SA	15.000.000	5 lat	śr. rentowność 52-tyg. bonów skarbowych + marża
Ostrów Wlkp.	sfinansowanie remontu i budowy dróg	COK – Bank Handlowy SA	7.500.000	31.12.1999	śr. rentowność 52-tyg. bonów skarbowych + marża

Łódź	modernizacja transportu miejskiego, zakup autobusów	ING Bank, Bank Śląski	29.000.000	do 4 lat	śr. rentowność 52-tyg. bonów skarbowych + marża
Gdańsk	modernizacja dróg i wymiana taboru komunikacji miejskiej	COK – Bank Handlowy SA, we współpracy z Merrill Lynch i Bankiem Gdańskim	99.300.000	rok 2004	śr. rentowność 52-tyg. bonów skarbowych + marża
Lublin	zakup autobusów i trolejbusów		90.000.000	5 lat	śr. rentowność 52-tyg. bonów skarbowych + marża
Międzyrzecz	wykup mieszkań				
Płock	rozbudowa oczyszczalni ścieków, modernizacja stacji uzdatniania wody	Bydgoski Banki Komunalny	2.000.000	360 dni	stopa inflacji + 6% (ok. 40%), 5-20% bonifikata przy zakupie mieszkań, nieruchomości komunalnych, udziałów w spółkach
Warszawa-Mokotów	sfinansowanie procesu uregulowania stanu prawnego nieruchomości	doradca – Polskie Towarzystwo Przedsiębiorczości SA	80.000		24% + świadczenia dodatkowe, np. bonifikata przy regulowaniu zobowiązań wobec gminy- 8-30%
Gorzów Wlkp.	modernizacja głównych dróg w mieście		10.000.000	31.12.2000	52-tyg. bony skarbowe ²

² Paweł Żukowski – Polskie obligacje komunalne; Bank & Klient; Lipiec 1996

Obligacje – charakterystyka instrumentu

Uwagi ogólne

Podstawę prawną emisji obligacji stanowi ustawa z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach oraz ustawa z dnia 22 marca 1991 roku – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi.

Ustawa o obligacjach wprowadziła nową definicję obligacji. Obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia, które może mieć charakter pieniężny lub niepieniężny.

Główną zaletą obligacji jest udostępnienie emitentowi kapitału tańszego, niż oferują banki w postaci kredytu. Obligacje jednak, aby można było je sprzedać, powinny jednocześnie dawać inwestorom większe korzyści niż inne formy inwestycji np. lokata bankowa.

Cel emisji

Celem emisji obligacji gminnych może być każdy cel, którego osiągnięcie należy do ustawowego zakresu działania i obowiązków gminy – art. 6 i art. 7 ustawy o samorządzie terytorialnym. Nie jest przy tym istotne, czy realizacja celu przyniesie bezpośredni dochód. Istotne mogą być zwłaszcza cele niewymierne lub trudno wymierne, jak poprawa funkcjonowania infrastruktury komunalnej, ograniczenie uciążliwości dla środowiska.

Emitent ma obowiązek ujawnić cel emisji obligatariuszom. Zgodnie z ustawą, emitent obligacji nie może przeznaczyć środków uzyskanych z emisji na cele inne niż określone w obligacji.

Wielkość emisji

Ustawa o finansowaniu gmin określa maksymalny poziom zadłużenia gminy w stosunku łącznych kosztów obsługi i spłaty kredytów i pożyczek oraz przypadających do wykupu papierów wartościowych do wielkości planowanych dochodów budżetu gminy.

Łączna kwota przypadających do wykupu w danym roku papierów wartościowych wyemitowanych przez gminę pomniejszona o kwotę zaciągniętych przez gminę kredytów i pożyczek, dla których ustanowiono zabezpieczenie na mieniu gminy, nie może przekroczyć 15% planowanych dochodów budżetu gminy.

Warunkiem limitującym wielkość emisji będzie również „głębokość” rynku – skłonność inwestorów do nabywania obligacji. Wielkość emisji uwarunkowana będzie prognozami popytu. Warunkiem dojścia emisji do skutku jest jej objęcie przez inwestorów w 80%.

W przypadku emisji obligacji poprzez propozycję nabycia skierowaną do indywidualnych adresatów, w liczbie nie większej niż 300 osób, ustawa ściśle określa terminy:

- na przyjęcie propozycji nabycia – 3 tygodnie;
- na kierowanie kolejnych propozycji nabycia – 6 tygodni;
- na dokonanie przydziału obligacji – 6 tygodni.

Ustawa o finansowaniu gmin nakłada również na gminę obowiązek informowania Regionalnej Izby Obrachunkowej o zamiarze zaciągnięcia zobowiązania. Regionalna Izba Obrachunkowa opiniuje możliwość spłaty zaciąganych przez gminy kredytów i pożyczek oraz emitowanych przez nie papierów wartościowych.

Termin wykupu

Większość wyemitowanych lub zapowiadanych emisji obligacji przewiduje termin ich wykupu w przedziale 3 do 5 lat. Teoretycznie możliwa jest również emisja jednorocznych obligacji rolowanych (odnawialnych). Zastosowanie obligacji rolowanych jest instrumentem elastycznym, umożliwiającym przy każdym następnym rolowaniu dostosowywanie poziomu zadłużenia.

Warunki obsługi i wykupu

Dla ustalenia warunków obsługi i wykupu istotne znaczenie mają zarówno określenie potencjału emitenta do obsługi i wykupu obligacji, jak i analiza preferencji inwestorów.

Potencjał obsługi jest zdeterminowany przez poziom planowanych przychodów i wydatków gminy w okresie do wykupu obligacji. Potencjalnie możliwe są:

- sukcesywna obsługa zadłużenia i wypłata odsetek co pewien okres (kwartał, półrocze);
- wypłata odsetek wraz z kwotą główną w momencie wykupu obligacji.

Częsta wypłata odsetek wiąże się z większymi kosztami obsługi administracyjnej emisji, jednakże może stanowić element decydujący o atrakcyjności oferty. Daje również gminie możliwość mniej uciążliwego regulowania zobowiązań.

Oprocentowanie

- Obligacje oprocentowane według stałej stopy – oprocentowanie nie zmienia się w ciągu całego okresu życia obligacji. Obligacje te narażone są na ryzyko zmian stopy procentowej.
- Obligacje oprocentowane według zmiennej stopy – oprocentowanie zmienia się wraz ze zmianą indeksu, do którego odnosi się oprocentowanie, jednak formuła liczenia jest stała. Bazą indeksu może być oprocentowanie porównywalnych obligacji skarbowych lub indeks oparty na wskaźnikach inflacji. Niezbędnym elementem analiz poprzedzających emisję jest prognoza inflacji w okresie do planowanego wykupu.

Atrakcyjność i powodzenie emisji zależy od zapewnienia inwestorom przychodu z tytułu odsetek na poziomie oprocentowania obligacji skarbowych o porównywalnym okresie wykupu, powiększonego o:

- premię za ryzyko – obligacje skarbowe, posiadające gwarancję Skarbu Państwa uznawane są za papiery pozbawione ryzyka. Emisja obligacji komunalnych nie daje takiego zabezpieczenia. Inwestorzy wymagają zatem będą oprocentowania uwzględniającego odpowiednio wycenioną premię za ryzyko.
- premię z tytułu ulgi podatkowej – obligacje skarbowe umożliwiają odliczenie środków wydatkowanych na ich zakup od podstawy opodatkowania.

Emisja obligacji komunalnych skierowana publicznie do osób fizycznych powinna przewidywać oprocentowanie kompensujące przychody inwestorów z tytułu ulgi podatkowej.

Wydaje się, że można przyjąć, iż oprocentowanie obligacji komunalnych powinno przewyższać oprocentowanie obligacji Skarbu Państwa od 0,5% do 1%.

Zgodnie z rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 24 marca 1996 roku, odsetki od obligacji emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego są wolne od podatku.

Dyskonto

Dyskonto może być formą ustalenia oprocentowania. Może być również czynnikiem podnoszącym atrakcyjność oferty.

Zabezpieczenie

Ustawa o obligacjach przewiduje dwa rodzaje obligacji:

- zabezpieczone (całkowicie lub częściowo);
- nie zabezpieczone.

Dopuszczalnymi formami zabezpieczenia są:

- zastaw;
- hipoteka;
- gwarancja Skarbu Państwa, NBP lub banku o kapitale własnym powyżej 10 mln ECU.

Poręczeń zobowiązań wynikających z emisji obligacji mogą udzielać również gminy i Miasto Stołeczne Warszawa, a także spółki prawa handlowego, w których gmina dysponuje większością udziałów oraz przedsiębiorstwa, dla których gmina jest organem założycielskim.

Emitenci obligacji zabezpieczonych mają obowiązek używania w nazwie obligacji wyrazu „zabezpieczona”. Obligacje takie nie mogą być wydane przed ustanowieniem zabezpieczenia ustalonego w warunkach emisji. Częściowe zabezpieczenie polega na uzyskaniu gwarancji innego podmiotu gospodarczego na niepełną kwotę emisyjną obligacji.

Ponadto mogą występować inne formy zabezpieczenia niż zabezpieczenia majątkowe, np. emi-

tent może przyznać obligatariuszom prawo pierwszeństwa w stosunku do innych wierzycieli, może się zobowiązać do nieemitowania nowych obligacji, nieustanawiania hipoteki.

Emitentem obligacji nie zabezpieczonych może być podmiot, który sporządził sprawozdania finansowe za trzy kolejne lata obrotowe, a wartość jego kapitału i funduszy własnych wynosi co najmniej pięciokrotność minimalnego kapitału akcyjnego określonego przepisami kodeksu handlowego. Wymagania te nie dotyczą gmin.

Informacja o braku zabezpieczenia powinna pojawić się w jej treści.

Dodatkowe świadczenia

Z posiadaniem obligacji mogą wiązać się określone z góry, dodatkowe przywileje, np.

- bonifikaty przez zakupie gruntów, należących do gminy, w przypadku płatności obligacjami;
- redukcja zobowiązań wobec budżetu gminy.

Obrót publiczny i niepubliczny

Zalety oferty publicznej:

- większa wiarygodność,
- większa płynność,
- możliwość wprowadzenia na giełdę i uniknięcia opłaty skarbowej (2%) przy obrocie wtórnym – kosztem są wówczas prowizje płacone maklerom).

Wady oferty publicznej:

- konieczność zapewnienia wyższej stopy zwrotu dla osób fizycznych w związku z konkurencją obligacji Skarbu Państwa ze względu na ulgi podatkowe,
- wyższe koszty,
- dłuższa procedura,
- konieczność wyboru banku – reprezentanta w celu ochrony interesów obligatariuszy.

Marketing

Obligacje komunalne są stosunkowo mało znanym w Polsce instrumentem finansowym. Stąd konieczność poprzedzenia emisji szeroką akcją marketingową.

Sama emisja obligacji posiada przy tym znaczenie marketingowe dla gminy:

- podnosi wiarygodność gminy,
- pomaga w stworzeniu korzystnego wizerunku gminy w skali ogólnopolskiej,
- powoduje wzrost zainteresowania mieszkańców problemami finansowymi gminy.

Efektywność obligacji – emisja obligacji w Łodzi

Informacje o emisji

Emitent

Miasto Łódź

Organizatorzy emisji

ING Bank NV, Oddział w Warszawie, Bank Śląski SA w Katowicach, Bank Przemysłowy SA w Łodzi.

Cel emisji

Zakup taboru autobusowego dla potrzeb komunikacji miejskiej w Łodzi oraz pokrycie wydatków związanych z emisją.

Typ instrumentu

Obligacje niezabezpieczone o zmiennej stopie procentowej emitowane w seriach. Emisja nastąpiła w drodze propozycji nabycia skierowanej do indywidualnych adresatów, w liczbie nie większej niż 300.

Czas trwania emisji

Czas trwania emisji wynosić miał 3 miesiące poczynając od dnia 13 września 1996 roku. Obligacje w ramach emisji emitowane były na okres 1, 2, 3 i 4 lat.

Wielkość emisji

Emisja obligacji wyniosła 29.000.000 PLN, to jest 290 obligacji o wartości nominalnej 100.000 PLN każda. Cena emisyjna obligacji ustalana była przez nabywcę, emitenta oraz pełnomocników ds. sprzedaży.

Warunki wykupu obligacji

Obligacje zostaną wykupione według ich wartości nominalnej w dacie wykupu właściwej dla danej serii.

Warunki wypłaty oprocentowania

Obligacje oprocentowane są w stosunku rocznym. Stopa oprocentowania będzie każdorazowo ustalana przed rozpoczęciem rocznego okresu odsetkowego i będzie równa średniej arytmetycznej z opublikowanych średnich ważonych stóp rentowności 52-tygodniowych Bonów Skarbowych oferowanych na dwóch ostatnich przetargach poprzedzających datę ustalenia oprocentowania na kolejny okres odsetkowy, powiększonej o marżę dla inwestorów w wysokości:

- + 0,35% p.a. dla obligacji 1-rocznych,
- + 0,65% p.a. dla obligacji 2-letnich,
- + 0,90% p.a. dla obligacji 3-letnich,
- + 1,15% p.a. dla obligacji 4-letnich.

Oprocentowanie obliczane na podstawie rzeczywistej liczby dni i roku złożonego z 360 dni oraz płatne corocznie w datach wskazanych na kuponach odsetkowych załączonych do obligacji.

Status obligacji

Obligacje stanowią bezpośrednie, nie podporządkowane, nie zabezpieczone i bezwarunkowe zobowiązanie emitenta i przyszłych nie zabezpieczonych i będą jednakowo uprzywilejowane między sobą oraz w stosunku do obecnych bezwarunkowych zobowiązań emitenta.

Podsumowanie

Emisje obligacji komunalnych stają się coraz powszechniejsze na polskim rynku finansowym. Gminy, dotychczas niechętne korzystaniu ze

zwrotnych źródeł finansowania, zaczynają śmiało sięgać po instrumenty dłużne. Przyczyn takiego stanu rzeczy należy upatrywać w następujących okolicznościach:

- Realizacja zadań własnych gmin wymaga znacznych nakładów inwestycyjnych, podczas gdy środki własne starczą zwykle na finansowanie zadań bieżącej działalności, której koszty stale rosną. Wzrost wydatków bieżących odbywa się kosztem ograniczenia działalności inwestycyjnej. Gminy muszą zatem korzystać z zewnętrznych źródeł finansowania. Korzystanie z własnych środków również kosztuje, a możliwość planowania finansowego opierając się na zadłużeniu umożliwia planowanie płynności finansowej gminy oraz uzyskiwanie w ten sposób dodatkowych korzyści.
- Nabywanie doświadczeń przez samorządy oraz względna stabilizacja sytuacji gospodarczej kraju powoduje, że gminy zaczynają planować wydatki w horyzoncie czasowym przekraczającym jeden rok budżetowy. Emisja papierów dłużnych pozwala na uzyskanie w dowolnym momencie znacznego zasilenia finansowego pozwalającego w krótkim czasie zrealizować zadanie inwestycyjne. Koszty realizacji zadania będą przy tym rozłożone na kolejne lata spłaty. Jednocześnie trzeba powiedzieć, że rozłożona, czterokrotnie na lata, realizacja inwestycji etapowo również kosztuje. Tak więc koszty finansowe związane z korzystaniem z zewnętrznych źródeł finansowania są, przynajmniej częściowo, rekompensowane oszczędnościami dzięki szybkiej realizacji inwestycji.

¹ Paweł Gieryński i Piotr Miller reprezentują Grupę Zarządzającą „Łódź”

Władysław Brzeski¹

Zacznę swoje wystąpienie od wskazania, że jeszcze będąc wiceprezydentem Krakowa, w roku 1993 rozmawiałem w Londynie z grupą kapitałową NIKKO Securities na temat przygotowania i wyemitowania obligacji gminnych. Były to dosyć wczesne czasy jak na podejmowanie tego typu eksperymentów. Próbowaliśmy bez pomocy ustawy, która została uchwalona dopiero w 1995 roku, konstruować instrument finansowy, sposób dofinansowania, mający sens dla inwestora pragnącego być nie tylko emitentem, ale jednocześnie i tym, który wykupuje całą emisję. Aktualnie w Polsce w kilku przypadkach ma to miejsce i nikt się temu nie dziwi. W panelu występuję również jako członek założyciel Fundacji CASE. Ważne jest niewątpliwie także i to, że prowadzę Krakowski Instytut Nieruchomości, w którym podejmuje się problemy związane z kredytem hipotecznym i komunalnym. Moje doświadczenia w problematyce, którą mamy tu przedyskutować, są różnorodne właśnie z uwagi na różnorodną moją aktywność zawodową.

Chciałbym przede wszystkim zwrócić państwa uwagę nie na instrumenty i inżynierię finansową, bo ona została tu przedstawiona dostatecznie szeroko i dobrze, ale na wybrane aspekty ryzyka gospodarczego, które niesie za sobą dla gmin, jako podmiotów rynku kapitałowego, emitowanie obligacji. Przypominam sobie moje rozmowy jako wiceprezydenta Krakowa sprzed 3 lat z tym brytyjskim bankiem inwestycyjnym, kiedy starano się oceniać poziom ryzyka i obawiano się o to, że gminy mogą zbankrutować. W tamtym okresie nie wykluczano takiej możli-

wości, przynajmniej Brytyjczykom tak się zdawało, że bankructwo nie jest możliwe, chociaż nasze polskie banki mają swoją własną opinię na ten temat.

Może tytułem rozweselenia, ale też ostrzeżenia postużę się anegdotą, która zrodziła się po emisji pierwszych obligacji gminnych. Przypomina mi się taki szkic. Na ławce w parku siedzi dwóch żebraków, nie mają co jeść, są bezdomni i jeden do drugiego mówi: wiesz chyba wypuszczę obligacje. Gmina gminie nie jest równa, więc być może jakiejś gminie pozwoli się kiedyś zbankrutować, to są gdybania przyszłościowe, ale takiego scenariusza nie można nie przyjmować jako nieprawdopodobnego. Specjaliści badający tendencje na rynku kapitałowym nie wykluczają, że być może niedługo przeżyjemy pierwszy przypadek bankructwa czy też niewypłacalności spółki giełdowej. Natomiast w gminach jak sądzę jest jeszcze daleko do takiej sytuacji.

Polski rynek kapitałowy jest młody i zaczyna dopiero poznawać ten nowy podmiot na rynku kapitałowym jakim jest gmina. Coraz więcej gmin ma ochotę na wykorzystanie instrumentu obligacji w rozwiązywaniu swoich problemów finansowych. Pożyczenie pieniędzy na 3-5 lat być może nie jest trudne, ale nie wszędzie myśli się wcześniej jak te środki będzie się oddawać. Oczywiście tu rodzi się pytanie: na co są potrzebne te pieniądze? Miejmy nadzieję, że nie na tę sytuację, która była na szkicu w parku. Jeśli obligacje emituje się w celu skonsumowania tych pieniędzy, a nie na cele inwestycyjne, dzięki którym wygeneruje się dochód,

a tym samym będzie można tę inwestycję spłacić, to jest niepokojące zjawisko i należy przedsięwziąć odpowiednie regulacje, aby temu zapobiec. Znając gminy od podszywki, wiem, że np. sprzedawanie majątku gmin, pod płaszczykiem prywatyzacji, dosyć często kończy się właśnie konsumowaniem uzyskanych środków na pokrycie bieżących wydatków. Żeby tego samego nie było z obligacjami, trzeba umiejętnie wykorzystywać ten instrument finansowy.

Zainteresowanie rynku kapitałowego takim nowym podmiotem jak gmina jest duże, gdyż mamy do czynienia z hością kredytową na lokowanie kapitału także w obligacjach, ze znaczną nadpłynnością w systemie finansowym i dużymi możliwościami lokowania kapitału. Istnieją wskaźniki stanowiące, że do 25% kapitałów własnych bank może ulokować w tego typu instrumentach. Można to określić jako luzu kapitałowe banków, które można właśnie ulokować w tego typu instrumentach, oczywiście dywersyfikując w ten sposób ryzyko. Niemniej jest to kolejny instrument lokaty nadwyżek kapitału bankowego.

Z obserwacji rynku obligacji gminnych wynika, że wśród banków istnieje spora konkurencja o klientów. Wynika ona z jednej strony z chęci opanowania rynku usług, a więc zajmowania się przygotowaniem organizacji emisji, ale również dopełniania portfeli wolnych banków i „napętniania” ich obligacjami. Zastanawia natomiast fakt bardzo niskich stóp oprocentowania obligacji gminnych. Jakże z tego faktu należy wysnuwać wnioski. Po pierwsze, może być to odzwierciedleniem tego, że z jednej strony mamy do czynienia z nadpodażą środków. Po drugie, niskie stopy procentowe obligacji gminnych mogą wynikać z niskiej oceny ryzyka tego instrumentu finansowego i to jest być może bardzo pozytywne dla gmin zjawisko. Gmina nie może zbankrutować i jest w zasadzie następną w kolejce po Skarbie Państwa jeśli chodzi o stopy oraz zabezpieczenia kredytowe i nie ma znaczenia z jaką gminą rozmawiamy (w sensie regionalnym, miejska czy wiejska). Można szukać w takim podejściu powodów do niepokojów w przyszłości.

Aktualnie sytuacja nie jest niepokojąca, gdyż jak powiedział mój przedmówca, gminy nie są jeszcze na tyle zadłużone, aby groziło im bankructwo i nie byłyby w stanie spłacić swoich długów. Jeszcze mają co sprzedać, aby się w ten sposób ratować, ale ja namawiałbym do myślenia bardziej perspektywicznego i długofalowego. Regulacji prawnych, które umożliwiają zabezpieczenia i kontrolowanie emisji obligacji, jest wiele – przypomnę tutaj Ustawę o obligacjach z 1995, Ustawę o obrocie publicznym z 1991r., Ustawę o samorządzie z 1990, Ustawę o finansowaniu gmin z 1993 r., jak również Rozporządzenie Rady Ministrów o prospektach emisyjnych. Podstawowe wymagania prawne wskazują, że gminy nie mogą więcej niż 15% swoich dochodów przeznaczać na obsługę zadłużenia z tytułu wyemitowania obligacji. Istnieje tutaj pewien mechanizm kontrolujący. Otóż zanim jeszcze rada gminy przystąpi do podjęcia takiej decyzji o emisji obligacji, regionalna izba obrachunkowa musi wydać opinię o celowości emisji i jej zgodności z tym ustawodawstwem. Regionalna izba obrachunkowa postępuje się sprawdzaniem zgodności z tym ustawodawstwem, ale nie ma jednak prawa do wydania decyzji zakazującej emisji obligacji. Taka sytuacja miała miejsce w Krakowie – regionalna izba obrachunkowa z powodów pozafinansowych i pozagospodarczych wydała decyzję a nie tylko opinię zakazującą realizacji określonych projektów przygotowanych przez Radę Miasta, powołując się na opinię, że gmina chciała robić przetarg na cenę zakupu obligacji. Nadal nie ma jasności, czy RIO ma kompetencje w zakresie wydawania decyzji, czy tylko w zakresie ich opiniowania. Interpretacja przepisów skłania jednak do zajęcia takiego stanowiska w tej sprawie – mianowicie rada gminy, kierując się opinią regionalnej izby obrachunkowej, może podejmować dalsze decyzje i przystępować do ich realizacji.

W omawianym tu przykładzie krakowskim jest też inna komplikacja, która wyszła przy tej niedawnej emisji obligacji. Uchwalono decyzję, że emituje się obligacje gminne, gdyż są potrzebne pieniądze

na inwestycje. Jednocześnie pod koniec roku okazało się, że budżet inwestycyjny gminy jest daleki od wykonania, oznaczało to, że pieniądze na inwestycje z budżetu jeszcze nie są wykorzystane, a jednocześnie planuje się obligacje. Szykuje się na pewno spora burza w Radzie Miasta w końcu tego roku z tego powodu.

Kolejna sprawa, na którą zwraca się uwagę w rozmowach z gminami i z bankami to fakt, że istniejąca procedura emisji obligacji gminnych jest dosyć przewlekła w czasie. Otóż powiedzmy, że rada gminy pod koniec roku budżetowego uchwala decyzję o emisji obligacji. W tym czasie, jak wiadomo, konkretyzuje się budżet i trwają przetargi. Kolejny krok to ogłoszenie później przetargu, którego sfinalizowanie trwa kilka miesięcy. Rozważania rady gminy czy miasta dotyczą celowości wydatkowania pieniędzy uzyskanych z tytułu emisji obligacji. Dyskusje toczą się wokół problemów, na co wydać uzyskane środki, a nie wokół kwestii, czy gminę stać na ich obsługę i wykup ich w przyszłości. Do rzadkości należą też rozważania i tworzenie planów perspektywicznych, w jakim kierunku gmina się będzie rozwijać, zarówno z punktu widzenia gospodarczego, jak społecznego czy kulturalnego. Za kilka lat być może będzie się decydować o emisji obligacji przekładać na budżet gminy, na dochody gminy i sposoby spłaty długów. W tej chwili tego się nie robi – ale raczej zamraża się sytuację i pyta się, jaki jest aktualny budżet gminy i wylicza się z tego pewne wskaźniki, ale „na dzisiaj” bez prognozy na przyszłość. Decyzję podejmuje się uzasadniając ją w ten sposób, że jeśli w tej chwili przy dzisiejszym budżecie są środki, to jest z czego spłacać ewentualne długi, więc zakłada się, że będzie tak dalej i gmina będzie w stanie obsługiwać przewidywany dług z tytułu obligacji.

Budżet uchwalony pod koniec roku upoważnia do ogłoszenia przetargu w styczniu, ale proces ten kończy się dopiero po kilku miesiącach, powiedzmy w kwietniu czy maju. Zostaje wskazany organizator emisji, rozpoczyna się wyścig z czasem, żeby w tym samym roku budżetowym zdążyć z tą emisją

obligacji. Zwracam na to uwagę, gdyż jest to problem praktyczny, ale bardzo istotny dla jednostek budżetowych.

Organizatorem emisji obligacji dla gminy jest najczęściej bank. Banki, jak już wspominałem, konkurują pomiędzy sobą o emitentów. Aktualnie kończy się to bardzo często tym, że ponieważ bardzo chcą emitować te obligacje i zajmować się ich obsługą, to również gwarantują tę emisję i koniec końców wykupują tę emisję. Tak było w przypadku Krakowa i innych miast – i tak to się prawdopodobnie skończy w wielu kolejnych przypadkach. Bank występuje przy emisji obligacji w rozmaitych rolach: jako organizator, gwarant i inwestor jednocześnie.

Istotnym zagadnieniem wartym zastanowienia jest wychodzenie z obligacjami gminnymi do obrotu publicznego. Aktualnie nie ma jeszcze tendencji z wychodzeniem z tym instrumentem do obrotu publicznego, czyli na giełdę, poza przygotowującym się do tego Ostrowem Wielkopolskim. Wydaje się, że skala jest zbyt mała i mija się to z celem. W związku z tym trzeba zadbać o to, żeby nie więcej niż 300 inwestorów wykupiło obligacje, bo wtedy nie podpada się pod obrót publiczny. W przypadku Krakowa część tych obligacji jest wykupywana przez bank, w którym udziały ma gmina.

Mając do wyboru obligacje zabezpieczone lub nie zabezpieczone, gminy wybierają obligacje nie zabezpieczone. Tak jest w przypadku Krakowa, który najlepiej znam. Przygotowanych jest w tej chwili ponad 20 emisji, a wypuszczonych jest na razie kilka. W kontekście czy obligacje zabezpieczone, czy nie zabezpieczone rodzi się pytanie – czy gminy są oceniane w sposób tak surowy jak inne podmioty rynku kapitałowego? To jest dla mnie podstawowe pytanie. Czy gmina jest podmiotem rynku kapitałowego? Czy gmina funkcjonuje na jakichś zasadach ulgowych, preferencyjnych czy innych i kto o tym decyduje? Sądząc z tych niskich stóp oprocentowania, banki oceniają ryzyko obligacji gminnych jako minimalne.

Pod takim, wygłoszonym już, może troszkę przerysowanym hasłem, że gmina nie może zbankrutować, kryje się następne hasło – gmina równa gminie. Nie ma gmin gorszych, lepszych, bardziej czy mniej wypłacalnych, banki tego nie różnicują. Oczywiście istnieją wskaźniki kontrolne, Narodowy Bank Polski ma pewną klasyfikację, w której mieszczą się obligacje komunalne. Należy pamiętać o Regionalnej Izbie Obrachunkowej, która też ma działać jako coś w rodzaju takiego filtra kontrolnego obligacji gminnych. Wiele wskaźników odnosi się do zdolności spłacania długów, a więc do dochodów gminy oraz ewentualnych, istniejących zabezpieczeń majątkowych w przypadku emisji obligacji zabezpieczonych. W związku jednak z tym, że gminy są sobie równe, nie ma potrzeby *ratingu*. *Rating* na rynku kapitałowym jest czymś zupełnie naturalnym i stosowanym po to, żeby ryzyko nie tylko wymierzyć, ale przynajmniej przede wszystkim uszeregować. Znane są natomiast przypadki stosowania na rynkach kapitałowych *ratingu* w stosunku do gmin. Przykładowo w Szwecji, właśnie po zastosowaniu *ratingu* w stosunku do gminy, kiedy okazało się, że ryzyko jest bardzo wysokie, państwo wycofało automatyczne gwarancje. Gminy zostały poddane bardzo surowym regułom rynku kapitałowego i powstał *rating* gmin, co oczywiście spowodowało, że oprocentowanie obligacji emitowanych przez poszczególne gminy zaczęło się różnić znacznie w zależności od tego z jakim *ratingiem* gmina brała te obligacje.

Niskie stopy oprocentowania obligacji komunalnych w Polsce są, jak należy domniemywać, również wyrazem wysokiej oceny możliwości inwestycyjnych gmin i ich wypłacalności. Można wysnuwać kolejne wnioski co do tego, że oczekiwania w kwestii dochodów gmin w perspektywie 3-5 lat są również oceniane pozytywnie – budżet i dochody gminy są prognozowane jako bardzo stabilne, przewidywalne, autonomiczne (wynikające z ustawy budżetowej). Banki określając niskie oprocentowanie obligacji gmin uważają tym samym, że gmina jest w stanie kontrolować swoje aktualne i przyszłe dochody.

Przykładowo, jeśli trzeba będzie zwiększyć dochody, to gmina bardzo szybko i bez problemu to zrobi – przez uchwalenie wyższych stawek np. podatku od nieruchomości czy innych opłat lokalnych. Natomiast przyglądanie się takim postulatami pokazuje, przynajmniej w mojej analizie, że nie musi to być prawdziwe, a teza taka w przyszłości może okazać się fałszywa. Po pierwsze, miasta rozwijają się w różny sposób, w zależności od bazy ekonomicznej, od wielkości, lokalizacji, tj. regionu, w którym są położone i wielu innych czynników. Są takie obszary w Polsce, w których nie może wykluczać, a wręcz należy oczekiwać załamania gospodarczego, które wcześniej czy później odbije się na finansach gmin.

Druga obserwacja to taka, że w rozwiniętych gospodarkach z doświadczeniami w spłacalności obligacji komunalnych i braku centralnych gwarancji istnieje, jak już wspominałem, swoisty *rating* gmin. Po trzecie, w polskich miastach mamy do czynienia ze spadkiem po socjalistycznym systemie alokacji zasobów przestrzennych, co oznacza, że tkanka urbanistyczna wykazuje niekorzystną strukturę, a to powoduje wysokie koszty funkcjonowania tych miast. Większość polskich miast to aglomeracje rozproszone, z bardzo ekstensywną strukturą, a więc z bardzo wielką ilością dróg i innych połączeń komunikacyjnych, ogromną, marnotrawną infrastrukturą energetyczną. Wymaga to ponoszenia ogromnych kosztów utrzymywania całej tej infrastruktury – rur, przez które się przesyła energię, długich odcinków transportu itd., większość instalacji wymaga ciągłych remontów, a na dobrą sprawę wymiany, gdyż praktycznie rozsypują się. Sytuacja polskich miast jest więc trudna, o wiele gorsza w porównaniu z miastami zachodnimi. Jest to bomba zegarowa jeśli chodzi o koszty, a tym samym środki jakie będą potrzebne na utrzymanie infrastruktury wielu polskich miast.

Dochody gmin są natomiast mało stabilne i mało autonomiczne, nadszarpywane tzw. programem pilotażowym, którego pierwsze wyniki nie są zbyt zachęcające, wręcz pogarszają sytuację. Nie będę się tu nad tym rozwodził, chyba że w dysku-

sji chcieliby państwo to podnieść. Brak podatku od nieruchomości w Polsce ustalanego przez gminy, który jest najbardziej stabilnym elementem budżetu samorządów w krajach rozwiniętych, jest najbardziej wymownym wyrazem małej autonomizacji finansowej gmin. Jednocześnie trudno jest przewidzieć zmiany czy też kierunki rozwoju dochodów gmin w następnych latach. Jednocześnie wyzbywanie się przez gminy majątku, dochodowych nieruchomości dochodowych, które powszechnie ma miejsce, bo gminy muszą jakoś łączyć swoje budżety, nie wróży dobrze na przyszłość co do wypłacalności gmin, jeśli nie wprowadzi się podatku od wartości nieruchomości. Przy braku perspektywy dochodu z tytułu podatku od wartości nieruchomości, stawia to gminy w coraz trudniejszej sytuacji w przyszłości.

Potrzeby kapitałowe gmin są olbrzymie, co do tego nikt nie ma wątpliwości. Potrzeby lokowania przez banki środków finansowych w obligacje gminne są również silne, a więc istnieje wspólnota interesów, która mogłaby napawać pewnym zadumaniem czy ostrożnością. Czy to wystarcza do uruchomienia karuzeli obligacji komunalnych? Powiedziałem to oczywiście prowokująco. Nie twierdzę, że jest aż tak źle, ale sygnalizuję tu pewien problem i zgłaszam swoje zaniepokojenie. Poniżej pytanie – czy gmina może popaść w niewypłacalność? Czy spółka notowana na giełdzie warszawskiej może popaść w niewypłacalność? Wyrafinowane analizy finansowe oparte na pewnych założeniach dochodowych są bardzo dobrze

przygotowane. Ja się boję właśnie nie o te czynniki finansowe, tylko o czynniki gospodarcze.

Warto w tym miejscu przypomnieć historię rynku nieruchomości i rynku infrastrukturalnego w krajach zachodnich, który „padł, przewrócił się”, nastąpiła na nim totalna katastrofa. Kryzys na rynku nieruchomości spowodowany został tym, że zbyt wiele banków chciało inwestować w kredyty na rozwój nieruchomości i zbyt wielu inwestorów chciało te kredyty brać. Skończyło się właśnie załamaniem rynku, przeinwestowaniem, pomimo że istniało wiele wyrafinowanych instrumentów i świetnych analiz finansowych oraz były naciski gospodarcze, żeby inwestować, bo opłaca się rozwijać tę czy inną dziedzinę. Wydaje się, że tego rodzaju przykłady wymagają zastanowienia i przemyślenia w kontekście podejmowania perspektywicznych decyzji rozwojowych.

Potrzeby inwestycyjne gmin na pewno są bardzo duże. Sympatyzuję z gminami i rozumiem ich poszukiwania w zakresie sposobów zdobywania pieniędzy na bieżące potrzeby i na rozwój, i na pewno coś trzeba na tym polu zrobić. Natomiast można żywić obawy, czy wszystkie gminy będą w stanie spłacać swoje długi i czy warto wszystkim bez wyjątku gminom przyznawać kredyty na rozwój z pieniędzy powierzonych bankom do efektywnej alokacji zasobów.

¹ Władysław Brzeski jest prezesem Krakowskiego Instytutu Nieruchomości, członkiem rady naukowej Fundacji CASE oraz pracownikiem naukowym Uniwersytetu Jagiellońskiego

OBLIGACJE KOMUNALNE NA TLE INNYCH INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH

Paweł Żukowski¹

Gdy słuchamy komentarzy z rynku finansowego, zwykle otrzymujemy wiele informacji na temat kursów akcji, kursów walutowych, natomiast bardzo rzadko uzyskujemy informacje na temat kursów obligacji. Wydaje się, że jedną z przyczyn jest mała zmienność kursów obligacji w porównaniu z kursami akcji. W Polsce dodatkową przyczyną jest to, że rynek obligacji jest zdominowany przez obligacje skarbowe i z tego powodu obligacje komunalne są znacznie mniej atrakcyjnymi instrumentami niż bony skarbowe.

Mam nadzieję, że w czasie tego krótkiego wystąpienia uda mi się przekonać państwa, że obligacje mogą stać się interesującym instrumentem na rynku polskim. Po takiej krótkiej charakterystyce rynku finansowego w Polsce przedstawię najbardziej atrakcyjne cechy obligacji komunalnych, ich krótką historię i na zakończenie postaram się dokonać wstępnej oceny funkcjonujących w Polsce obligacji komunalnych w porównaniu z innymi dostępnymi na polskim rynku instrumentami.

Zacznijmy od rynku finansowego. Rynek finansowy zwykle charakteryzowany jest z punktu widzenia wielkości (obrotów) i głębokości czy raczej płynności, a więc innymi słowy łatwością dokonywania transakcji. Postępuję tutaj jeszcze innym kryterium, mianowicie różnorodnością instrumentów występujących na rynku finansowym. Wydaje się, że w naszej dyskusji to będzie najbardziej pożyteczne, tym bardziej, że w przypadku rynku obligacji to ocena dwóch czynników: wielkość tego rynku i jego płynność opierają się na szacunkach i to bardzo niedokładnych.

Współczesny rynek finansowy w Polsce, którego historia liczy zaledwie kilka lat, staje się coraz bardziej zróżnicowany co do warunków jak i instrumentów na nim występujących. Na rynku walutowym powszechnie jest wykonywanie transakcji natychmiastowych, tzw. transakcji typu *spot* i można mówić o łatwości w dokonywaniu tego typu transakcji. Dokonywane są też transakcje terminowe, mające bardzo dobre warunki rozwoju na polskim rynku finansowym. Na rynku pieniężnym zawieranie transakcji depozytowych także nie następuje żadnych trudności. Rynek bonów skarbowych rozwija się bardzo dynamicznie i w sumie można go określić jako najbardziej płynny rynek w Polsce. Systematycznie też powiększa się rynek krótkoterminowych papierów dłużnych – *commercial papers* (przepraszam, że używam słów angielskich, ale gdybym użył polskich słów, to bym sugerował określone papiery wartościowe, których dealerami są poszczególne banki, a nie jest to moim celem).

Rynek kapitałowy w Polsce można już uznać za rynek regularny. Mam tu na myśli przede wszystkim rynek giełdowy – ma on cechy, które pozwalają określać ten rynek jako rozwinięty. Przede wszystkim wynika to z faktu, że przed kilkoma miesiącami zostały wprowadzone pierwsze transakcje zabezpieczające, a mianowicie opcje walutowe, które są sprzedawane przez dwa banki. Innym argumentem za uznaniem rynku kapitałowego w Polsce za regularny są transakcje zabezpieczające na stopach procentowych. Tak należy określić transakcje typu *FRA* i transakcje *IRS*. Można powiedzieć, że na rynku

polskim mamy już dużą różnorodność instrumentów, nawet jeśli byśmy oceniali go w kategoriach rynków zachodnich. Na polskim rynku kapitałowym można bowiem kupić i sprzedać wiele różnych produktów finansowych. Nie wszystkie segmenty polskiego rynku zapewniają jednakowe warunki, nie wszystkie są na przykład tak samo płynne.

W tym właśnie obszarze pojawiły się obligacje komunalne, które, przynajmniej według opinii podawanych w prasie, są bardzo atrakcyjnym, poszukiwanym instrumentem finansowym. Nie można kwestionować faktu, że obligacje zaczęły konkurować z innymi „zasiedziały” już na rynku kapitałowym produktami.

Głównych nabywców obligacji na ogół upatruje się w bankach, funduszach powierniczych, funduszach emerytalnych, które w niedługim czasie prawdopodobnie w naszym kraju powstaną, a także w firmach ubezpieczeniowych. Oczywiście obligacje komunalne będą zapewne nabywane przez osoby fizyczne, ale na podstawie tych emisji, które zostały dokonane w ostatnich miesiącach, można wnioskować, że raczej osoby fizyczne nie będą kupowały tych obligacji, przede wszystkim ze względu na zamknięty charakter ofert.

Co jest takiego charakterystycznego w obligacjach komunalnych, że cieszą się one dużym zainteresowaniem? Zacznę od rentowności i w tym miejscu nie mogę zgodzić się z moim przedmówcą, że obligacje komunalne są papierami o stosunkowo niskim oprocentowaniu. Wydaje się, że nie jest tak źle, obligacje gmin są na ogół wyżej oprocentowane niż inne dostępne na polskim rynku papiery wartościowe. Jeśli porówna się obligacje skarbowe dziesięcioletnie, gdzie oprocentowanie jest oparte na rentowności bonów 52-tygodniowych i stanowi sumę średnich rentowności tych bonów plus marża, stanowiąca jeden punkt procentowy, z obligacjami komunalnymi, emitowanymi w ostatnich miesiącach to widać wyraźnie, że są one bardziej rentowne. Obligacje komunalne są emitowane np. na 4 lata, a marża ponad bony 52-tygodniowe wynosi 1,5 punktu procentowego.

Z punktu widzenia bezpieczeństwa obligacje komunalne należy zaliczyć do najbardziej bezpiecznych – pewnych papierów wartościowych. W przeszłości również na rozwiniętych rynkach kapitałowych na świecie były traktowane jako bardzo bezpieczna lokata kapitału i zajmowały pod względem pewności drugie miejsce po skarbowych papierach wartościowych. Opinie te uległy zmianie w połowie lat siedemdziesiątych na skutek potknięć niektórych miast amerykańskich w zarządzaniu swoimi finansami i trudnościami z wypłacalnością. Przykładowo władze Nowego Jorku nie dotrzymały części warunków dotyczących zobowiązań wynikających z emisji obligacji komunalnych. Spowodowało to, że do obligacji komunalnych zaczęto podchodzić ze zdecydowanie większą ostrożnością nie tylko na rynku amerykańskim, ale i w innych krajach.

Na rynku polskim tego rodzaju sytuacje nie miały na szczęście miejsca i obligacje komunalne są postrzegane jako papiery prawie tak samo bezpieczne jak papiery skarbowe typu bony skarbowe i obligacje skarbowe, a dodatkowym wzmocnieniem tego bezpieczeństwa są przepisy ustawy. Myślę tu o różnych formach zabezpieczeń, które przewiduje ustawa. Mogą to być na przykład:

- gwarancje banków polskich i zagranicznych posiadające kapitał własny w wysokości nie niższej niż równowartość 10 mln ECU, gwarancje przyznawane przez Narodowy Bank Polski,
- ustanowienie zastawu,
- ustanowienie hipoteki,
- udzielenie zabezpieczenia przez Skarb Państwa,
- udzielenie zabezpieczenia przez międzynarodową instytucję finansową,
- udzielenie poręczenia przez gminę.

Dodatkowym zabezpieczeniem, dającym obligatariuszom gwarancję bezpieczeństwa inwestycji, jest przepis Ustawy o obligacjach mówiący, że „środków pochodzących z emisji obligacji emitent nie może przeznaczyć na inne cele niż określone w warunkach emisji”. Ponadto Ustawa o obligacjach ustanowiła konieczność zawarcia przez emi-

tenta umowy z bankiem o reprezentację obligatariuszy, czyli nabywców wobec emitenta.

Kolejną zaletą obligacji mogą być dodatkowe świadczenia, jakie gmina oferuje nabywcom swoich obligacji. Gmina może wyemitować obligacje zamienne, ma prawo dać upust w czynszu czy bonifikatę w wykupie mieszkania komunalnego. Takie preferencyjne świadczenia przyznawały niektóre miasta jeszcze przed wejściem w życie ustawy o obligacjach. Gmina czy miasto mogą także zaoferować nabywcom swoich obligacji inne świadczenia, takie jak: prawo do udziału w przyszłych zyskach emitenta, prawo do zamiany obligacji na akcje spółki będącej emitentem obligacji (obligacje zamienne), prawo pierwszeństwa do objęcia emitowanych w przyszłości akcji spółki będącej emitentem obligacji (obligacje z prawem pierwszeństwa). Zasady tych świadczeń muszą być dokładnie określone, ale te wszystkie czynniki powodują, że obligacje komunalne cieszą się ogromnym zainteresowaniem i to nie jest tylko zainteresowanie ze strony nabywcy. Zainteresowane obligacjami komunalnymi są także gminy i miasta, a przede wszystkim banki, które chciałyby rozprzecznić tego typu papiery wartościowe.

Obligacje komunalne wydają się bezpieczną formą inwestycji kapitału, która daje możliwość osiągnięcia wyższej rentowności niż w przypadku innych papierów wartościowych. Dodatkową zaletą, której nie należy lekceważyć, jest szansa dywersyfikacji portfela inwestycyjnego.

Na polskim rynku obligacje komunalne są traktowane jako nowe instrumenty, ale nie są one czymś nieznanym na polskim rynku kapitałowym. Obligacje komunalne wracają prawie po stu latach, gdyż pierwsze wyemitowano jeszcze w XIX wieku. Przykładowo sieć kanalizacyjna Lindleya była finansowana z obligacji. Po I Wojnie Światowej i odzyskaniu niepodległości kilka miast polskich wypuściło obligacje. W sumie było 32 emisje, z czego najwięcej emisji dokonała Warszawa – 11 emisji, a ponadto Poznań, Kraków, Lublin, Lwów.

Współczesne nam obligacje komunalne pojawiły się około trzy lata temu i zostały wyemitowane

przez kilka miast, w tym też przez jedną dzielnicę warszawską. O tych emisjach wiedzieli wówczas nieliczna grupa inwestorów. Po uchwaleniu Ustawy o obligacjach, w zeszłym roku (tj. w 1995), która była nowelizacją ustawy z 1988 roku, nastąpił pierwszy boom na obligacje komunalne. Jak się jednak okazało był to przede wszystkim boom informacyjny, a nie ten rzeczywisty – rynkowy. W drugiej połowie roku 1995 opublikowano mnóstwo informacji na temat, które to miasta pragną wyemitować obligacje. Pojawiały się również reklamy banków, które chciały takie emisje przeprowadzać, a jak pokazało życie emisji nie dokonano aż tak wiele, jak o tym mówiono i pisano. Można przypuszczać i prognozować, że w najbliższej przyszłości wiele miast zrealizuje swoje zamierzenia i dokona emisji obligacji komunalnych. Jednak dotychczas emitentów na rynku nie jest aż tak dużo jak należało się spodziewać.

Celem dotychczasowych emisji obligacji komunalnych było zdobycie środków na finansowanie potrzeb mieszkaniowych i komunikacyjno-transportowych. Często wyróżnia się dwie grupy celów:

- obligacje mieszkaniowe, gdzie celem było umożliwienie wykupu mieszkania komunalnego, tzn. dochody z obligacji nabywcy przeznaczali na wykup mieszkań, ich konstrukcja to umożliwiała, gdyż odsetki wystarczały na pokrycie kolejnych rat za wykupywane mieszkanie,
- obligacje komunikacyjno-transportowe emitowane głównie na zakup autobusów komunikacji miejskiej, np. w Gdyni, w Ostrowie Wielkopolskim.

Z punktu widzenia konstrukcji dotychczas wyemitowane obligacje komunalne miały wiele elementów wspólnych. Były to, jak dotychczas, głównie papiery nie zabezpieczone, sprzedawane w ofercie zamkniętej, a ich oprocentowanie oparte było przede wszystkim na rentowności bonów 52-tygodniowych z pewną marżą w zależności od okresu, na jaki obligacje były emitowane. Co do wielkości emisji tych obligacji, to nawet jak na warunki polskie, emisje te opiewały na niewielkie kwoty. Np. jeden z emitentów wypuścił obligacje na 7,5 miliona, kolejny na ok. 30 mln. Inni emitenci zapowiadają obligacje rozumiane bardziej jako

program obligacji na 100 milionów zł. Euroobligacje, które zapowiada Warszawa będą już na większą skalę – tu już szacunki mówią o 100 mln \$. Jak sama nazwa wskazuje, nie będą one rozprowadzane na rynku polskim, stąd tak duża emisja. W sumie wartość wszystkich wyemitowanych dotychczas obligacji komunalnych można szacować na 150-200 milionów starych złotych. O udziale obligacji komunalnych w rynku obligacji trudno jeszcze cokolwiek powiedzieć. Obecnie udział obligacji gminnych można szacować bardziej w promilach niż w procentach. Dla porównania w okresie międzywojennym udział obligacji komunalnych szacowano na 5% wszystkich obligacji będących w obiegu.

Wszystkie dotychczasowe emisje przeprowadzono za pośrednictwem agentów. Funkcje agentów spełniały zwykle samodzielne banki lub konsorcja. Obligacje komunalne emitowane były zarówno jako papiery imienne, jak i obligacje na okaziciela. Wydaje się, że ta druga forma bierze górę i najbliższe emisje obligacji komunalnych przyjmować będą formę papierów na okaziciela, co w znakomity sposób ułatwia ich wtórny obrót. W przyszłości należy się także spodziewać większej niż dotychczas liczby emisji obligacji średnioterminowych – do pięciu lat, o zmiennym oprocentowaniu opartym na rentowności bonów skarbowych, oferowanych do mniej niż 300 nabywców.

Pozwolę sobie na dokonanie wstępnej i nie do końca precyzyjnej oceny obligacji komunalnych przy użyciu trzech kryteriów:

- bezpieczeństwo,
- rentowność,
- płynność.

Z punktu widzenia ryzyka obligacje komunalne są traktowane, jak już powiedziałem, jako papiery wartościowe bardzo bezpieczne, tuż za papierami skarbowymi. Trudno sobie wyobrazić, że miasto, gmina czy Skarb Państwa mogą zbankrutować, szczególnie w naszych warunkach, kiedy z tego rodzaju trudnościami w sferze publicznej jeszcze się nie spotkaliśmy. Gmina i miasta wydają się lepszymi emitentami papierów wartościowych niż przedsiębiorstwa, nawet te notowane na Giełdzie Warszawskiej. O bezpie-

czeństwie obligacji komunalnych stanowią też odpowiednie regulacje prawne - ustawowe.

Z punktu widzenia rentowności, obligacje komunalne też stoją wysoko. Należy zaliczyć je do najbardziej rentownych papierów dłużnych. Są zwykle wyżej oprocentowane niż dostępne na polskim rynku bony i obligacje skarbowe.

Ostatnie kryterium oceny obligacji komunalnych to płynność. Tutaj, przyznam się szczerze, jest największa trudność w dokonaniu oszacowania, gdyż pozornie te papiery są bardzo płynne. Po pierwsze, banki i dealerzy poszczególnych emisji kreują rynek wtórny dla sprzedanych przez siebie papierów. Oznacza to tyle, że są gotowe na każde żądanie zakwotować cenę i zakupu, i sprzedaży obligacji na rynku wtórnym. Po drugie, są gotowe odkupić obligacje na rynku wtórnym przed dniem jej wykupu. Takim publicznym potwierdzeniem tego są informacje prasowe, m.in. w Nowej Europie codziennie pojawiają się dane na temat kwotowań banków – dealerów obligacji komunalnych.

Na płynność tego instrumentu można spojrzeć także inaczej. Wydaje się, że rynek wtórny obligacji ma ograniczony charakter. Rynek dla konkretnej obligacji ograniczony jest praktycznie do rynku wykreowanego przez dealera tego papieru dłużnego. Ponadto ze względu na niepubliczny charakter dotychczasowych emisji ograniczona jest liczba nabywców, a więc potencjalnych uczestników rynku wtórnego. Porównanie obligacji komunalnych z bonami skarbowymi pod względem płynności wypada na korzyść tych ostatnich papierów wartościowych. Gdy jednak porównania dokonamy w stosunku do *commercial papers*, wówczas obligacje komunalne można określić jako papiery płynne w ograniczonym zakresie. Niewątpliwie na dość niski stopień płynności obligacji komunalnych ma również wpływ niewielka liczba emisji. Skoro na przykład obligacje komunalne w pierwszej transzy zostały wykupione przez 3 czy 9 inwestorów, z których przynajmniej połowa traktuje tę decyzję jako inwestycję długookresową, to nie sprzeda tego papieru przed terminem wykupu. Wobec tego do takiego aktywnego uczestniczenia w rynku

wtórym na dany papier pretenduje zaledwie kilka podmiotów i trudno sobie wyobrazić, że tego rodzaju rynek może się bardzo gwałtownie rozwijać i może być oceniany jako wysoko płynny.

Tu jeszcze jedna dygresja. Na rynku polskim można mówić wymiennie o obligacjach komunalnych, gminnych, municypalnych. Oczywiście to nie jest to samo, ale w warunkach polskiego rynku tych określeń można używać zamiennie i nie jest to ze szkodą dla funkcjonowania rynku finansowego w Polsce. Obligacje te cieszą się dużym zainteresowaniem i ze strony emitentów, i potencjalnych nabywców, i banków, które chcą rozprowadzać tego rodzaju papiery. Jak się wydaje, przyszłość przed obligacjami komunalnymi rysuje się w bardzo różowych kolorach. Weźmy proste zestawienie: szacunki wskazują, że gminy finansują ok. 2% swoich wydatków pożyczkami. Natomiast przepisy prawa pozwalają na górną granicę 15% dochodu. Takie zestawienie sugeruje, że gminy jeszcze mają spory zapas w emitowaniu obligacji na swoje potrzeby bieżące i rozwojowe. To jest oczywiście temat do dyskusji, ale wydaje mi się, że z tego punktu widzenia można rynek obligacji komunalnych prognozować jako przyszłościowy, z możliwościami dynamicznego rozwoju.

Od strony emitentów również są duże rezerwy, podobnie od strony nabywców czy inwestorów są również ogromne potencjalne ukryte zasoby, ponieważ pomimo tej różnorodności instrumentów finansowych na rynku kapitałowym, o której wcześniej wspo-

mniałem, rynek polski nie daje jeszcze dużych możliwości dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Inwestorów jest coraz więcej a ich liczba zapewne będzie dalej dynamicznie rosta. Z tego punktu widzenia wielu inwestorów instytucjonalnych będzie chciało dywersyfikować portfel w ramach polskiego rynku kapitałowego. Jeśli do obligacji komunalnych dodać jeszcze ulgi podatkowe, które w wielu krajach są stosowane, to również (z całym szacunkiem dla obligacji skarbowych) może się okazać, że obligacje komunalne będą znacznie bardziej atrakcyjne niż obligacje skarbowe. Dodatkowe świadczenia kierowane do osób fizycznych, czy zmniejszenie podatków, czy powiedzmy darmowe miejsca parkingowe w centrum Warszawy jako swoiste zachęty, na pewno spowodowałyby, że obligacje komunalne Warszawy byłyby kupowane nie tylko przez mieszkańców centralnych dzielnic.

W podsumowaniu, jednym zdaniem, wyrażę opinię wielu entuzjastów obligacji komunalnych, że pomimo iż jest to najmłodszy instrument finansowy w naszym kraju, cieszy się on zasłużonym zainteresowaniem i to zainteresowanie będzie w najbliższym czasie na pewno wzrastać, a obligacje gmin umocnią się na rynku i będą nabierać na nim coraz większego znaczenia.

¹ Dr Paweł Żukowski jest specjalistą w IBP Bank S.A.

OBLIGACJE KOMUNALNE NA RYNKU AMERYKAŃSKIM – DOŚWIADCZENIA DLA POLSKI

*Tomasz Skurzewski*¹

Na wstępie wyjaśnię, że co prawda pracuję w Ministerstwie Finansów, ale nie zajmuję się na co dzień obligacjami komunalnymi i mam nadzieję, że nie będę musiał tłumaczyć się za politykę finansową państwa wobec tego rodzaju instrumentów. Moja wiedza na temat obligacji komunalnych na rynku amerykańskim pochodzi z kilkutygodniowego pobytu w USA. Miałem tam okazję obserwować działania związane z emisją obligacji komunalnych przez stan Mississippi, a przy okazji zebrałem też więcej informacji na temat sytuacji rynku finansów lokalnych w USA.

Jak wiadomo, administracja państwowa w USA ma specyficzną strukturę. Jest tam szczebel federalny, który odpowiada za federalny budżet centralny i m.in. emituje własne obligacje skarbowe oraz bony skarbowe. Poniżej są władze stanowe, władze miejskie i powiatowe. Właśnie od poziomu władz stanowych w dół te wszystkie jednostki są upoważnione do emisji obligacji komunalnych czy municypalnych. W Stanach Zjednoczonych jest takich jednostek szacunkowo ok. 40 tysięcy.

Kiedy popatrzymy na strukturę emitentów wg ich typów, to widzimy, że rozkłada się ona mniej więcej równomiernie na emisje dokonywane przez miasta, powiaty i okręgi – po około 20% wszystkich obligacji komunalnych (razem 60%). Wydzielone jednostki organizacyjne administracji lokalnej i stanowej oraz same stany – stanowią w strukturze 38% udziału w ogólnej kwocie obligacji komunalnych. Najmniejszy udział w emisjach mają same szkoły średnie i wyższe – 2% (niektóre szkoły mają uprawnienia do emisji obligacji). Dane liczbowe pokazują ogromną skalę emisji

obligacji komunalnych, których dokonuje się w USA. Wartość wszystkich emisji łącznie z refundacyjnymi emisjami służącymi do wykupienia obligacji poprzednio wyemitowanych a następnie wykupionych ze względu na zmianę sytuacji na rynku finansowym, tzn. obniżkę stóp procentowych wyniosła:

- w 1992 r. – 235 mld \$,
- w 1993 r. – 291 mld \$,
- w 1994 r. – 165 mld \$.

Łączna liczba emisji w latach 1992-1994 wynosiła odpowiednio – 13 tys. w 1992 r., 14 tys. w 1993 r. i 12 tys. emisji w 1994 r. W wyniku dokonywanych emisji zadłużenie stanów i władz lokalnych na koniec 1994 r. sięgało 934 mld \$; z tego mniej więcej 1/3 to było zadłużenie władz stanowych, a pozostała część to zadłużenie władz niższego szczebla. Z tej kwoty znakomita większość to było zadłużenie długoterminowe, a tylko 39 mld \$ stanowiło dług krótkoterminowy. W tym miejscu jest winien wyjaśnienie. Mianowicie w Stanach Zjednoczonych oprócz obligacji komunalnych istnieją też krótkoterminowe instrumenty wykorzystywane w szerokim zakresie przez władze lokalne, o których nie będę mówił. Dla porównania podam tylko, że wartość zadłużenia federalnego wynosiła w tym okresie kwotę pięciokrotnie wyższą, tzn. prawie 5 bilionów \$ USA. W tej chwili sięga 5,3 biliona.

Emitowane obligacje komunalne w USA dzielą się na dwa główne rodzaje. Są tam:

- obligacje zwykłe – zobowiązaniowe tzw. *general obligation*,
- obligacje przychodowe – *revenue bonds*.

Te pierwsze – zwykłe nie są niczym zabezpieczone poza zwykłymi dochodami uzyskiwanymi przez daną gminę czy stan, np. głównie dochodami z podatków: podatku od sprzedaży czy też podatku od nieruchomości. Natomiast obligacje przychodowe są zabezpieczone przyszłymi wpływami z opłat, które będą wnoszone przez użytkowników korzystających z efektów inwestycji sfinansowanej poprzez emisję obligacji. Można tu wymienić np. budowę jakiejś płatnej drogi, czy też fragmentu autostrady, a nawet opłaty w domu studenckim, gdyż budowa akademików też może być sfinansowana poprzez emisję obligacji. Przy tym obligacje zwykłe mogą być dodatkowo zabezpieczone dochodami z innych inwestycji i wtedy są określone jako *double-barrel bonds*. Zabezpieczenie przychodami z obligacji jest jednym ze sposobów gwarantowania wypłacalności emitenta. Istnieje ponadto możliwość zwykłego ubezpieczenia obligacji w wyspecjalizowanej instytucji ubezpieczeniowej, która się tym zajmuje i dzięki temu jest możliwość zmniejszenia ryzyka dla nabywców obligacji. Dodatkowe zabezpieczenie jest oczywiście związane z powiększeniem kosztów emisji. Usługa taka kosztuje kilkadziesiąt tysięcy dolarów. W Polsce Ustawa o obligacjach przewiduje możliwość gwarancji bankowej lub Skarbu Państwa i zwiększa *rating* obligacji.

W jakich dziedzinach wykorzystuje się emisję obligacji komunalnych? Obligacje komunalne wykorzystywane są w Stanach Zjednoczonych do finansowania projektów w następujących dziedzinach:

- edukacja – zarówno budowa, jak i remonty szkół różnego szczebla,
- transport – budowa dróg, autostrad, mostów, tuneli oraz podobnych konstrukcji,
- opieka zdrowotna,
- energetyka i gazownictwo,
- budownictwo mieszkaniowe – w tym szczególnie komunalne, czyli takie, które jest w domenie władz lokalnych,
- inwestycje w infrastrukturę – zaopatrzenie w wodę, oczyszczalnie ścieków i podobne inwestycje na rzecz ochrony środowiska,

- więzienia i zakłady poprawcze, których prowadzenie leży w kompetencjach danych władz lokalnych. Jako ciekawostkę podam, że wiele zakładów karnych zarządzanych jest przez wyspecjalizowane firmy prywatne,
- rozwój przemysłowy, tzn. preferencyjne kredyty dla małych i średnich przedsiębiorstw – jeśli gmina decyduje się na popieranie rozwoju przedsiębiorczości na swoim obszarze w celu uzyskania innych korzyści.

Jak wyglądają procentowe udziały tych dziedzin w kwocie wszystkich emisji obligacji? Dane za rok 1994 wskazują, że największe udziały w ogólnej kwocie obligacji komunalnych miała edukacja – ok. 20%, opieka zdrowotna – 10%, mieszkalnictwo – 10%, obiekty użyteczności publicznej – 10%, transport – 10%, zaopatrzenie w wodę – 10%, energetyka – 4% i rozwój gospodarczy – 4%.

Kiedy mówi się o obligacjach komunalnych, trzeba stwierdzić, że ważnym powodem, który przyczynił się do ich gwałtownego rozwoju w USA były ulgi podatkowe, tj. zwolnienie z opodatkowania odsetek z obligacji. Wprowadzono je już w 1913 r. W większości stanów to zwolnienie podatkowe dotyczy aktualnie także stanowego podatku dochodowego, który jest pobierany niezależnie od podatku federalnego. Stawki tego podatku wynoszą od 1% do 11%. Zwolnienie takie dotyczy najczęściej tylko obligacji wyemitowanych w danym stanie. Jest to więc jakaś preferencja dla rozwoju lokalnych interesów. Także niektóre obligacje prywatne, czyli emitowane przez prywatne firmy, ale na cele infrastrukturalne, mogą podlegać zwolnieniu podatkowemu. Wymogi przy obligacjach prywatnych są bardziej surowe, więc niewiele jest instrumentów korzystających z tego zwolnienia. Przykładowo nie mogą to być obligacje na okaziciela. Muszą to być obligacje emitowane w celu sfinansowania projektów w określonych obszarach preferencyjnych dla danego stanu (głównie są to inwestycje infrastrukturalne). Koszt emisji obligacji prywatnych (rabat dla gwarantów + koszty bezpośrednie) musi być mniejszy niż 2% całkowitych przychodów z emisji.

Od pewnego czasu trwa w Stanach dyskusja nt. zniesienia uprzywilejowania podatkowego obligacji komunalnych. Zwolennicy takiego posunięcia twierdzą, że ulgi po prostu dyskryminują sektor prywatny i ograniczają jego zaangażowanie w sektorze usług publicznych i są jakby rodzajem dotacji dla władz lokalnych. Określa się poza tym, że jest to wymierna kwota strat dla budżetu federalnego. W 1994 r. sięgała ona 26 mld \$ z tytułu nie pobranego podatku. Można też powiedzieć, że te obligacje są konkurencją dla obligacji skarbowych emitowanych przez budżet federalny, które są opodatkowane, ale za to mają nominalnie nieco wyższe stopy procentowe, są jednak obciążone mniejszym ryzykiem.

W ostatnim dziesięcioleciu powstało wiele sytuacji w różnych stanach, że jednak gminy są realnie zagrożone bankructwem. Jakkolwiek przypadku bankructwa miasta czy stanu jeszcze w Stanach Zjednoczonych nie odnotowano, ale kilka gmin i miast było w poważnych tarapatkach finansowych. Nie do końca natomiast jasne było, czy problemy z wypłacalnością spowodowała emisja obligacji i zadłużenie z tego tytułu, czy raczej błędy w polityce inwestycyjnej.

Ważne jest to, że kwota zadłużenia z tytułu emisji obligacji jest ograniczona przez prawo. Podobne rozwiązanie przyjęto także w Polsce. Są prawne ograniczenia kwot, które mogą być wyemitowane czy też kwot zadłużenia, które może być zaciągnięte przez gminę czy stan. Limit taki może być wyrażony jako łączna wartość nieruchomości na terenie danej gminy. Wartość ta jest dokładnie szacowana w związku z pobieranym podatkiem od nieruchomości, który jednak ma nieco inną konstrukcję niż w Polsce. W Stanach Zjednoczonych może to być ewentualnie procent przychodów osiąganych w określonym czasie, albo też stała kwota ustalona przez prawo. Przykładowo: konstytucja stanu Mississippi określa maksymalne zadłużenie stanu jako 150% przychodów władz stanowych w dowolnym z czterech poprzednich lat poprzedzających emisję.

Kto kupuje obligacje komunalne w Stanach Zjednoczonych? Nabywcami obligacji komunalnych na rynku amerykańskim są przede wszystkim

osoby fizyczne – ponad 30% udziału w portfelu obligacji, które są w posiadaniu publicznym. Na drugim miejscu znajdują się fundusze powiernicze – 18% i firmy ubezpieczeniowe – 18% oraz banki komercyjne – 8%.

Bardzo ważna jest sama procedura emisji obligacji, przez którą muszą przejść władze stanowe czy inna jednostka, aby wyemitować dany papier wartościowy. Są to następujące fazy:

1. Emisja musi być zatwierdzona przez władze ustawodawcze stanu przy okazji corocznie ustalanego budżetu.
2. Stanowa komisja ds. obligacji musi wydać odpowiednie rozporządzenie. W skład komisji wchodzi: gubernator danego stanu, skarbnik, prokurator generalny, który odpowiada w tym przypadku za wymogi prawne i ewentualnie dyrektor departamentu finansów, który jest władzą wykonawczą.
3. W trzecim etapie przygotowany jest projekt prospektu emisyjnego.
4. W etapie czwartym publikowane jest ogłoszenie prasowe o sprzedaży obligacji.
5. Przyjmowane są oferty na zakup tych obligacji. Najczęściej dokonuje się tego w formie przetargu.
6. Kolejny etap to rozprowadzanie prospektu emisyjnego, w którym są rozpisane warunki sprzedaży i wykupu tych instrumentów, wszelkie informacje o emitencie: ekonomiczne, demograficzne, projekcje finansowe, które są bardzo istotne przy ocenie ryzyka związanego z zakupem danych obligacji. Są też zawarte informacje na temat celu emisji, czyli co dokładnie będzie sfinansowane z wpływów ze sprzedaży obligacji. W tym też miejscu może być zawarte samo studium wykonalności całego projektu inwestycyjnego.
7. Obligacje są drukowane.
8. W etapie ósmym dokonuje się oceny prawidłowości emisji – potwierdzają to odpowiednie organy czy nawet notariusz i sprzedaż zostaje zamknięta.

W emisji biorą udział oprócz przedstawicieli emitenta, czyli samych władz, także jego doradcy prawni i finansowi. Przygotowują projekt prospektu emisyjnego, sprawdzają jego zgodność z aktualnym stanem

prawnym. Eksperti stanowią biorą również udział w negocjacjach z nabywcami. W emisji może także brać udział pośrednio agencja oceniająca tzw. *rating* danych obligacji. *Rating* określa ryzyko, które występuje dla nabywcy obligacji. Ocena taka, czyli *rating* jest istotny dla powodzenia i szybkości sprzedaży danych obligacji i także dla ceny jaką się uzyska. Wiadomo, że wyższy *rating* daje lepszą cenę. *Rating* można poprawić przez ubezpieczenie emisji. Takie agencje ratingowe jak Moody's czy Standard & Poor's Duff & Phelps, Fitch & White's są już w jakiś sposób obecne w Polsce. Przedstawicielstwo Standard & Poor's rozpoczyna właśnie działalność w Polsce i przyznawało *rating* Euroobligacjom wyemitowanym przez Skarb Państwa, więc być może będzie też zainteresowane włączeniem się w rozwój obligacji komunalnych w Polsce.

Emisja obligacji w Stanach Zjednoczonych może być oczywiście gwarantowana przez tzw. *underwritera*. Rolę tę pełni na ogół bank inwestycyjny czy komercyjny, który z góry gwarantuje, że wykupi całą emisję po określonej cenie i weźmie na siebie kłopot związany z dalszą odsprzedażą obligacji innym uczestnikom rynku finansowego. Oczywiście gwarant bierze też prowizję za swoją usługę, ale zwalnia to emitenta od części kłopotów związanych z emisją. Gwarancją obligacji zajmują się takie banki jak:

- Merrill Lynch & Co – głównie gwarancją emisji długoterminowych (okres spłaty minimum 13 miesięcy). W 1994 r. objęli gwarancją emisję obligacji na kwotę 18 mld \$;
- Goldman Sachs & Co – 308 emisji obligacji komunalnych w kwocie łącznej 16,6 mld \$;
- Lehman Brothers – 167 emisji na kwotę 13,9 mld \$;
- Smith Barney Inc. – 427 emisji w kwocie 11,8 mld \$;
- Paine Webber Inc. – 322 emisje na kwotę 11,2 mld \$.

W emisji obligacji w Stanach Zjednoczonych bierze udział także agent płatniczy. Rolę tę również pełni bank, ale jest to bardziej rola techniczna, gdyż może on przechowywać obligacje i dokonywać wypłat odsetek (wypłaty odsetek dokonuje się z reguły dwa razy w roku). W procesie emisji dodatkowo mogą brać

udział doradcy gwaranta czy doradcy ubezpieczyciela, ale to nie jest już zmartwienie emitenta. Sam gwarant i ubezpieczyciel mogą sobie zatrudnić własnych doradców w celu dokonania lepszego wyboru i podjęcia lepszej decyzji. Oczywiście udział tych wszystkich podmiotów jest związany z kosztami emisji, które wynoszą od 0,5 do 2% wartości całej emisji. Ta różnica w kosztach jest właśnie związana z ubezpieczeniem danej emisji, które może wystąpić, ale w sumie nie jest konieczne. Natomiast większość kosztów jest związana z całą procedurą emisji i są to praktycznie koszty stałe – co oznacza, że muszą być poniesione bez względu na rodzaj obligacji.

Na zakończenie przedstawię jeszcze porównanie aktualnych stóp procentowych w USA, z którego wynika dlaczego obligacje ciągle są atrakcyjnym źródłem finansowania. W październiku 1996 stopa oprocentowania kredytów bankowych wynosiła 8,25%, oprocentowanie obligacji skarbowych dwudziestoletnich – 6,9%, obligacje przedsiębiorstw z najlepszą oceną – potrójne A to było 8,07%, natomiast dla obligacji komunalnych indeksu liczonego dla obligacji dwudziestoletnich o różnym *ratingu* było 5,72%. Warto zaznaczyć, że stopa procentowa obligacji ze względu na ich zwolnienie podatkowe wynosi w sumie ponad 9% dla podatników płacących podatek federalny wg podstawowej składki 36%.

Podsumowując, wydaje mi się, że emisja obligacji komunalnych jest rozwiązaniem sprawdzonym od 200 lat w USA oraz w kilku innych krajach i wygląda na to, że przyjmie się także w Polsce. Moim zdaniem należy spojrzeć na jeden z elementów, który znajduje się po stronie wydatkowej w polityce finansowej gminy. Jest to jedno z narzędzi i nie należy zapominać o stronie dochodu i tu amerykański model aktywnej polityki finansowej władz lokalnych jest godzien naśladowania.

¹ Tomasz Skurzewski jest specjalistą w Ministerstwie Finansów

BADANIA ZDOLNOŚCI KREDYTOWEJ I OBLIGACJI GMIN

Anthony Levitas¹

Z dotychczasowych wypowiedzi wynika, że poważnym problemem w dłuższej perspektywie może okazać się wypłacalność gmin, a nawet nie wyklucza się ewentualności bankructwa. Badanie zdolności kredytowej w kontekście emitowania obligacji gminnych wydaje się więc bardzo ważną kwestią. Moim zdaniem właśnie głównym problemem w Polsce jest to, że nie ma metod analizy zdolności kredytowej. Niepopularna jest też teza, że wiele segmentów rynku kapitałowego w Polsce rozwija się na trochę dziwacznych zasadach. Kiedy występuję z takim stwierdzeniem, spotykam się od razu z ripostą, że to nie jest prawda, że to normalne w okresie przejściowym. Takie i tym podobne stwierdzenia padają w obronie tego co się dzieje.

Zacznę od kilku teoretycznych uwag, prawie podręcznikowych stwierdzeń dotyczących emisji obligacji. Po pierwsze, jak wspomniał mój przedmówca, obligacje powinny być tańsze dla emitenta niż kredyt bankowy, ze względu na szerszy dostęp do rynku. To jest prawda tylko pod jednym warunkiem, że ten emitent jest w stanie przekonać bardzo szerokie grono osób, którzy są skłonni zainwestować w obligacje, iż jest zdolny spłacić ten dług. Jeśli nie jest to możliwe i jeśli emitent nie jest w stanie przekonać dużego grona osób o swojej wypłacalności w przyszłości, to powinien poszukać banku, który da mu środki na jego potrzeby rozwojowe. Takie rozwiązanie jest lepsze, bo w tym przypadku musi przekonać o swojej wypłacalności tylko jeden podmiot, ponadto może negocjować z bankiem dług, warunki spłaty, ewentualne odroczenie itd. Jeżeli emitent nie jest w stanie

udowodnić swojej zdolności kredytowej, teoretycznie kredyty bankowe powinny być tańsze niż obligacje, gdyż spłata obligacji wiąże się z większym ryzykiem. Tak w Polsce nie jest i mamy do czynienia z paradoksem, a nawet szczególną modą, która wynika ze złudnego przekonania, że gmina nie może być bankrutem, a nawet trudno jej być niewypłacalną. Przykłady z praktyki, bardzo świeże, ale jakże znamienne wskazują, że gminy w Polsce mogą być niewypłacalne. Na szczęście trudności finansowe gmin nie były w tych przypadkach związane z obligacjami, ale to może się stać w niedalekiej przyszłości, jeśli nikt nie będzie badał problematyki wypłacalności w dłuższym okresie czasu. Ogromne potrzeby inwestycyjne gmin nie mogą przestaniać racjonalności i trzeźwego podejmowania decyzji.

Przy okazjach, kiedy rozważane są kwestie jak rozwiązać problemy dofinansowania gmin, gdzie dyskutuje się różne możliwości zaspokojenia potrzeb inwestycyjnych gmin, na różnych forach obserwuje się takie sceny – po jednej stronie sali siedzą urzędnicy gmin – zwykle ludzie w starszym wieku, a po drugiej stronie sali siedzą bardzo młodzi specjaliści z wydziałów kapitałowych z banków. Prowadzony jest dziwny dialog, tak jakby obie strony porozumiewały się w innych językach, bez tłumaczy. Ci młodzi ludzie z banków mają do zaoferowania różne produkty bankowe, bardzo chętnie coś sprzedadzą, z drugiej strony ci starsi urzędnicy z gminy na gwałt szukają pieniędzy, żeby coś zrobić w gminie i odrobić czas stracony w poprzednim ustroju. A przecież na takich spotkaniach powinni być specjaliści z oddziałów kredyto-

wych tych banków, którzy być może mają ciekawszą ofertę niż proponowane instrumenty kapitałowe na zasilenie funduszy gminnych. Wygląda na to, że specjaliści z wydziałów kredytowych nie zauważają gmin jako aktywnych kredytobiorców, jako potencjalnych klientów.

Na tym tle rodzi się pytanie: dlaczego tak się dzieje? Dlaczego w bankach wydziały kapitałowe zatrudniające na ogół młodych ludzi próbują uruchomić ten nowy instrument finansowy jakim są obligacje, a wydziały kredytowe w ogóle nie dostrzegają gmin jako potencjalnych klientów? Myślę, że odpowiedź jest bardziej socjologiczna niż ekonomiczna – wewnątrz banków chęć, żeby uruchomić ten nowy instrument, jest firmowana przez bardzo młodych, zdolnych, bardzo innowacyjnych ludzi, a po drugiej stronie stoją wydziały kredytowe opanowane przez specjalistów, którzy nie mieli do czynienia z gminami, nie mają do dyspozycji nowych instrumentów, natomiast mają problemy ze starymi długami i patrzą tylko na sektor przedsiębiorstw, bo to zawsze było ich główne pole działania, na tym się znają, to obszar oswojony. Takie podejście do gmin jest oczywiście nasilane przez nadpłynność w bankach i przez konkurencję między bankami, której głównym celem staje się zaistnienie na rynku obligacji.

Powiem tu tezę również niepopularną w bankach. Ogólnie rzecz biorąc nie ma według mnie racjonalnych powodów – ani z perspektywy krótkoterminowej, ani długoterminowej dla banków – żeby walczyć o rynek obligacji. Natomiast gminy szukając pieniędzy, żeby zrealizować inwestycje rzucają hasło – obligacje. To wystarczy, aby zjawilo się 10 czy 15 banków z ofertami. Każda oferta jest z mniejszą marżą niż poprzednia, dochodzi do tego, że atrakcyjność obligacji gminnych jest przybliżona do obligacji skarbowych. Czy jest to racjonalne, aby tak agresywnie próbować emitować i kupować obligacje komunalne, które nigdy nie powinny się stać atrakcyjniejszymi niż papiery skarbowe. W każdym kraju obligacje emitowane przez państwo są zawsze bardziej pewne niż jakiegokolwiek inne papiery wartościowe, bo spłata jest zawsze z budżetu państwowego.

W tym momencie wychodzi na jaw podstawowy problem, że ani jedna, ani druga strona nie wykonują podstawowej analizy zdolności kredytowej gmin. To oznacza oczywiście określone ryzyko, że w przyszłości będą niespodzianki i nawet jeśli to nie jest ryzykowne dla banków, to jest to na pewno ryzykowne dla gmin. Do takich wniosków skłaniają mnie informacje na jakie cele zostały przeznaczone pierwsze fale obligacji komunalnych. Można je nazywać obligacjami komunikacyjnymi, gdyż środki w ten sposób pozyskane przez gminy zostały wydane na zakup autobusów, ale pod hasłem inwestycji ekologicznych. Czy to nie budzi sprzeciwu tych, którzy gwarantują spłacenie takiego długu?

Dlaczego stawiam takie pytanie? Po pierwsze, w ten sposób większość obiektów infrastrukturalnych w gminach może być objętych hasłem inwestycji ekologicznych. Gminy najpierw zwracają się o środki na inwestycje na rzecz ochrony środowiska do instytucji dysponujących odpowiednimi funduszami na te cele. Składają więc przede wszystkim wnioski do funduszy ochrony środowiska, a jeśli decyzja jest odmowna, bo nie może być zakwalifikowana jako inwestycja ekologiczna, to co zostaje innego jak nie wypuszczenie obligacji komunalnych. W tym momencie kupno autobusu, mimo że bardzo potrzebne, konkuruje, w sposób może niezbyt przemyślany, z innymi inwestycjami, które nie powinny być w tym momencie odkładane. Nie robi się odpowiednich analiz, np. ile może kosztować odroczenie budowy oczyszczalni ścieków, czy to już w tej chwili będzie katastrofa ekologiczna, czy dopiero za dwa lata. Gmina wie, że powinna wybudować oczyszczalnię ścieków, wie, że jeżeli tego nie zrobi, to znacznie płacić kary za zanieczyszczanie środowiska, a to nie są małe pieniądze. Wybudowanie oczyszczalni z kilku powodów może być w związku z tym bardziej opłacalne niż kupno autobusów. Po pierwsze, zapobiegnie negatywnym skutkom zanieczyszczania środowiska. Po drugie, przyniesie zaoszczędzenie środków finansowych na karach za zanieczyszczanie środowiska. Po trzecie, w dłuższej perspektywie można z zaoszczędzonych na karach pie-

niędzy kupić te niezbędne autobusy. Atrakcyjność emisji obligacji jest jednak tak duża, że gminy nie rozważają takich wariantów i takich decyzji.

Emisja obligacji jest także problemem dla gmin z innego powodu, wyklucza bowiem w przyszłych latach sensowne wykorzystanie kredytów komercyjnych, właśnie choćby po to, żeby uzupełnić środki na inwestycje ekologiczne uzyskane ze specjalnych funduszy. Dużo się przecież mówi o tym, że w wielu regionach, jeśli chodzi o budowę tego rodzaju obiektów, naprawdę są to przedsięwzięcia nie do odłożenia.

W sumie problemy tu przez mnie poruszane mieszczą się w szerszym kontekście budżetowania w gminach i uporządkowania planów inwestycyjnych, przewidywalności wydatków i dochodów gmin oraz oddzielenia wydatków operacyjnych od wydatków kapitałowych. Są pewne jaskółki zmian i sygnały pozytywne, że to się powoli robi, ale to jeszcze nie jest wszędzie. Można powiedzieć, że to obowiązki gminy, ale po drugiej stronie też trzeba zmienić podejście do obligacji komunalnych. Pewne obowiązki leżą też po stronie instytucji finansowych i wśród wszystkich tych młodych sprzedawców obligacji gminnych – propozycja, żeby poważnie zacząć patrzeć na klienta jako klienta, który może być niewypłacalny. Stąd już krok do stosowania odpowiednich instrumentów analizy i kontroli, którymi przecież banki dysponują i potrafią skutecznie wykorzystywać.

Na zakończenie chciałbym powiedzieć jeszcze kilka słów o limicie zadłużenia wyznaczonym na 15% i opartym na tej podstawie sądem, że w związku z tym nie ma problemu niewypłacalności gmin. Argumentuje się, że gminy przyjmują coraz więcej zleceń i będą miały w przyszłości coraz większe dochody. Ignoruje się natomiast fakt, że ustrój fiskalny w Polsce jest niestabilny. Nowy podział terytorialny kraju wróży kolejne kłopoty, a jaki to będzie miało wpływ na zdolności kredytowe gmin nie jest jasne. Czy nikt takich spraw nie bierze pod uwagę emitując obligacje komunalne? Większość ludzi zajmujących się tą problematyką jest nastawiona optymistycznie i nie widzi zagrożeń tylko szanse z tytułu dofinansowania gmin właśnie w ten sposób.

Bardzo niejasne jest, co oznacza potwierdzenie przez Regionalną Izbę Obrachunkową, że gminy mogą spłacić dług związany z obligacjami. Niektórzy mówią, że to oznacza tylko i wyłącznie, że w sensie prawnym uchwały podjęte przez gminę były prawidłowe. Z kolei stempel sugeruje, że gminy jednak rozpatrywały kwestię wypłacalności i że Regionalna Izba Obrachunkowa to zbadła. Prawda jest natomiast taka, że nie ma metodologii badania zdolności kredytowej gmin ani w bankach, ani w Regionalnych Izbach Obrachunkowych, ani w gminach.

Problematykę badania zdolności kredytowej gmin warto rozważyć na szerszej płaszczyźnie, gdyż wydziały kredytowe w wielu bankach zaczęły widzieć w gminach dobrego potencjalnego klienta. Oczywiście wynikiem jest niewątpliwie fakt emisji obligacji komunalnych i ich duża popularność. W sumie rynek obligacji komunalnych jest na świecie bardziej wydajny, efektywny niż rynek banków. Posługując się przykładami – gminy w Stanach Zjednoczonych uzyskują kapitał tańszy niż gminy w Europie, czyli celowym byłoby, aby ten rynek rozwijał się także i w Polsce. Argumentem za rozwojem rynku obligacji komunalnych i innych instrumentów kierowanych pod adresem gmin jest również i to, że jeżeli chodzi o ustrój naprawdę zdecentralizowany same reguły gry na rynku kapitałowym są bardziej sprzyjające samodzielnym decyzjom gmin niż pożyczki bankowe w tym sensie, że pożyczki bankowe wymagają odpowiedniej procedury. Kredyty są zawsze przyznawane na określone cele, tj. są dokładnie ukierunkowane i zawsze wymagają dotrzymania odpowiednich reguł, żeby uzyskać tę pożyczkę. Obligacje dają gminom więcej swobody, gdyż mogą poszukać pieniędzy wszędzie, unikając w ten sposób pośredników, co też ma swój niepodważalny walor.

¹ Anthony Levitas jest specjalistą w Funduszu Współpracy

Grażyna Gierszewska¹

We wprowadzeniu do dyskusji Janusz Szlanta wskazał, że temat jest bardzo ważny, a z drugiej strony szalenie modny. Rynek finansów również kieruje się czymś takim jak moda i nie można tego zjawiska lekceważyć. Warto jednak wspomnieć o jednej sprawie bardzo ściśle związanej z przedmiotem seminarium. Otóż – w roku ubiegłym (tj. w 1995 r.) we wrześniu rozpoczął, a w lipcu tego roku (tj. w 1996 r.) zakończył pracę zespół zadaniowy ds. rozwoju regionalnego powołany przez Rząd Polski oraz odpowiednią komisję Unii Europejskiej. Jednym z tematów prac tego zespołu była sprawa finansów regionalnych, w tym w szczególności – finansów gmin. W ramach prac zespołu zrobiono analizę za ostatnie 5 lat finansów polskich gmin w układzie przychodów, rozchodów, działalności inwestycyjnej, obciążenia kredytowego; opracowanie przygotowane przez zespół ekspertów jest już dostępne i jest ono nie tylko interesujące, ale ważne dla potencjalnych inwestorów w obligacje komunalne.

Po raz pierwszy została na taką skalę zrobiona w Polsce tego typu analiza. Wynika z niej między innymi, że gminy dysponują w sposób pośredni i bezpośredni znaczącymi środkami, którymi mogą bardzo różnie dysponować. Jednocześnie gminy bardzo dużo inwestują. Z tym, że w tym obszarze inwestycyjnym głównie korzystają ze środków własnych bądź budżetu państwa pozyskiwanych w różny sposób. Natomiast relatywnie mało polskie gminy korzystają z rynku finansowego. Z raportu wynika, że zadłużenie polskich gmin jest w skali globalnej

naprawdę szczątkowe. Problemem zasadniczym, jak się wydaje, jest nie tyle niedostępność środków na polskim rynku finansowym, ile brak takiego instrumentarium w pełni zrozumiałego dla tych, którzy w gminach rządzą finansami. Z wiedzą o możliwościach jakie dają nowe instrumenty finansowe, w tym także obligacje komunalne, trzeba pójść do gmin, czyli do zainteresowanych, gdyż tam właśnie najbardziej brakuje informacji, co można uzyskać z rynku kapitałowego.

Prowadzący seminarium Ewa Balcerowicz i Janusz Szlanta nie musieli zachęcać do dyskusji, gdyż jak zawsze podczas tego typu spotkań była ona długa i ożywiona. Wzięli w niej udział: Władysław Brzeski, Paweł Gieryński, Piotr Miller, Paweł Żukowski, Tomasz Skurzewski, Anthony Levitas, Marcin Dyl, Ewa Balcerowicz, Olgierd Dziekański, Bogusław Kaczmarek, Wojciech Lipka, Janusz Szlanta i Michał Bitner.

Obligacje są dla gmin jednym z instrumentów finansowych, do których mogą sięgać gminy w celu sfinansowania potrzeb rozwojowych. Jest to jednak instrument dość twardy. Najdogodniejszą formą finansowania inwestycji komunalnych są oczywiście własne dochody gminy, instrument miękki, który nie jest, w większości przypadków, obciążony kosztem uzyskania dochodów. Istnieją też różne inne rodzaje „miękkiego finansowania” gmin począwszy od tego, że wojewoda może wyasygnować jakieś specjalne środki ze swoich funduszy; „miękkie finansowanie” to rozmaitego typu fundusze np. na ochronę środowiska czy rozwój małych

przedsiębiorstw. Wykorzystywanie tego tzw. „twardego finansowania” wymaga ogromnej odwagi np. prezydenta miasta. Powód jest bardzo prosty – w następnym roku jego konkurenci do władzy powiedzą mu w formie zarzutu o niegospodarności, że: mógł starać się u wojewody o dotacje, a nie emitować obligacje, brać kredyty, od których teraz trzeba płacić odsetki.

W Polsce udział kredytów komercyjnych w wydatkach gmin wynosił w 1994 r. – 1% a w 1996 r. – 4%. Jest to bardzo mało w porównaniu z krajami rozwiniętymi, gdzie stanowi on od 30% do 50% wydatków samorządów lokalnych. Brak zainteresowania w Polsce ze strony gmin długoterminowym kredytem komercyjnym tłumaczony jest jego wysokim oprocentowaniem i skomplikowaną procedurą bankową. Samorządy małych gmin nie są w stanie przygotować samodzielnie dobrego projektu inwestycyjnego, który mógłby być podstawą negocjacji z bankiem o środki finansowe, dotyczy to zwłaszcza *feasibility studies*. Dodatkowo zniechęca je do tego dostępność rozmaitych środków pomocowych, w tym preferencyjnych kredytów i dotacji, np. z Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej, funduszy wojewódzkich, Ekofunduszu, Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa, Europejskiego Funduszu Rozwoju Wsi Polskiej.

Ten quasi-rynek komunalny jest oceniany na 1 mld USD rocznie, przy czym 450 mln dolarów to środki własne samorządów. Nie rządzą nim żadne reguły, nie ma też dostępnej informacji o warunkach kredytowania różnych banków, innych sposobach finansowania czy sposobach sporządzania standardowych biznesplanów. Stąd decyzje o braniu kredytów podejmują nieliczni, bowiem banki są bardzo wstrzemięźliwe w udzielaniu pożyczek, gdyż mają wątpliwości co do stabilności rozwiązań prawnych i trwałości uchwał gmin dotyczących finansów.

W Polsce problem tkwi także w tym, że nie ma jednoznacznie uregulowanego planu finansowania i funkcjonowania gmin oraz innych podmiotów uzależnionych choćby w części od budżetu państwa.

W związku z tym wszystko jest grą, wielką loterią i zawsze można powiedzieć, że niepotrzebnie gmina zaciągała kredyty czy wypuszczała obligacje, podczas gdy takie same pieniądze można było dostać za darmo. Te dylematy są obecne w codziennym funkcjonowaniu wielu gmin. Ten brak uregulowań finansów komunalnych będzie jeszcze przez dłuższy czas bardzo utrudniał normalny rozwój rynku instrumentów finansowych wspierających gminy.

W dyskusji wielokrotnie przewijał się problem planowania w gminach. Planowanie podnosi wiarygodność gminy jako emitenta obligacji. Może być użyte jako element promocji, to jak gmina przedstawia siebie wobec nabywców obligacji. Przedstawienie wiarygodnego planu finansowego obniża ryzyko inwestycji, pozwala obniżyć koszty emisji; potencjalnie planowanie powinno też temu celowi służyć.

Warte podkreślenia jest to, że planowanie finansowe jest potrzebne samej gminie. Dlaczego jest to potrzebne gminie? Gmina powinna mieć plany przestrzennego zagospodarowania swojego regionu, gdyż to umożliwi jej wyznaczenie priorytetów inwestycyjnych, określenie strategii wydatkowania środków, opracowanie taktyki przyciągania chętnych inwestorów do podjęcia określonych przedsięwzięć itd. Mamy plan zagospodarowania przestrzennego gminy, w którym znajdują się konkretne inwestycje infrastrukturalne, które są do zrealizowania. Pojawia się problem tego rodzaju, że są w nim inwestycje o bardzo długim okresie wykonania i wdrażania, przedsięwzięcia kapitałochłonne. Mając taki plan, gmina wie jak rozłożyć w czasie tego rodzaju przedsięwzięcia, jak zdobywać na nie środki; bez planu jest to niemożliwe, nawet jeśli gmina jest duża i bogata.

Inwestycje o długim okresie realizacji wymagają ustalenia pewnych priorytetów i hierarchii inwestycji, nie tylko ze względu na ich potrzebę czy preferencje mieszkańców lub inne tego rodzaju społeczne aspekty, ale również ze względu na możliwości finansowe gminy, czyli jakby dostosowanie okresu spłaty różnych inwestycji podejmowanych przez gminę równocześnie. Bez długookresowego plano-

wania finansowego jest to niemożliwe. Na razie tego rodzaju inwestycje nie są realizowane nawet przez duże gminy.

Aktualnie gminy nastawiają się na prowadzenie przedsięwzięć o krótkim okresie inwestowania. Planowanie finansowe na okresy dwóch czy trzech lat nie spełnia postulatów racjonalnego gospodarowania finansami gminnymi na skutek wszystkich ograniczeń jakie za sobą niesie. Te ograniczenia, o których tyle się mówi, czyli kwestia przejmowania szkół, kwestia niemożliwości zaplanowania wielu dochodów budżetowych z powodu uregulowań prawnych to są ograniczenia obiektywne, które wynikają z braku stabilności polityki budżetowej. Oczywiście te ograniczenia należy brać pod uwagę, ale one nie mogą być czymś w rodzaju wymówki dla nieprowadzenia planów finansowych przez gminę. Nie jest to oskarżanie podmiotów komunalnych, a wskazanie uwarunkowań ich działania, z którymi same sobie nie poradzą. Wymaga to rozwiązań legislacyjnych na szczeblu ustawy, a nie doraźnych rozporządzeń.

Tymczasem, zdaniem wielu ludzi zajmujących się tą problematyką, jak i z obserwacji tego co robią gminy wynika, że istnieje poważne zagrożenie dla rozwoju przedsiębiorczości gmin. Tym zagrożeniem jest przyjęcie przez parlament projektu ustawy o przedsiębiorczości komunalnej i dopuszczenie nowej formy organizacyjnej czyli zakładu użyteczności publicznej, bardzo bliskiej istocie przedsiębiorstwa państwowego – posiadającego osobowość prawną, ale nie posiadającego majątku. Innym niebezpieczeństwem jest możliwość ograniczania konkurencji poprzez wprowadzenie koncesjonowania usług. Zapisana w projekcie możliwość rozliczania się zakładu użyteczności publicznej z gminą poprzez opodatkowanie majątku stwarza szansę transferu nie opodatkowanych pieniędzy z zakładu użyteczności publicznej do gminy, co oczywiście gminy popierają i forsują jako korzystne rozwiązanie.

Gminy przyczyniają się do tego, że ich potencjał inwestycyjny nie jest w pełni wykorzystywany. Nie wykorzystują one bowiem piętnastoprocentowego

limitu zaciąganych zobowiązań – rat odsetek, poręczeń i podlegających wykupowi obligacji – w stosunku do dochodów. Dzięki temu limitowi gminy mogłyby zwiększyć nakłady inwestycyjne dwu- a nawet trzykrotnie. Niewykorzystanie tego potencjału wskazuje na potrzebę tworzenia nowych systemowych rozwiązań finansowania inwestycji lokalnych.

Sprawa równie ważna to kwestia ceny finansowania inwestycji komunalnych kredytem bankowym. Nie można się do końca zgodzić z twierdzeniem dotyczącym tego, że w bankach z kredytami dla gmin jest źle i że są one bardzo drogie. Świadczy o tym jeden znamieny przykład Poznania. W Poznaniu zastanawiano się, czy emitować obligacje, czy wziąć kredyt na zakup całej serii samochodów. Wielkopolski Bank Kredytowy zorganizował konsorcjum i udzielił Poznaniowi gigantycznego kredytu na ten cel – suma kredytu była rzędu biliona złotych. Co ważniejsze, kredyt ten był tańszy od obligacji skarbowych. Ktoś zapytał jak to możliwe, że się to bankowi opłaciło. Widocznie bank widział w tym jakiś interes, skoro udzielił kredytu, przecież taki jest jego cel działania. Bank zarabia bowiem na sumie swoich relacji z gminą, a suma tych relacji z gminą może powodować, że warto niejednokrotnie sprzedać pieniądze taniej. W związku z tym to jest problem o wiele bardziej skomplikowany i nie wydaje się, aby odpowiedź w każdym przypadku była oczywista, że lepiej finansować rozwój gmin poprzez obligacje.

Problem planowania w gminach pojawiał się po raz kolejny, w związku z rozważaniami nad kompetencjami gmin. Zwrócono uwagę, że nie można mówić tylko o tym, jakie to gminy są niekompetentne i nie potrafią planować. Wystarczy postużyć się pewnymi przykładami na obronę gmin. Wystarczy przypomnieć kilka ostatnich lat i dyskusje nad kształtem gmin, zakresem ich działania, kompetencji, odpowiedzialności. Na przełomie 1993/1994 rozpoczęła się pierwsza dyskusja o przejęciu szkół przez gminy. Sejm zrezygnował z obligatoryjnego przekazywania szkół do gmin,

dopuszczając jedynie ich dobrowolne przejęcie. W 1995 r. miała miejsce druga fala dyskusji o komunalizacji szkół podstawowych zakończona zmianami ustawodawczymi i obligatoryjnym przejęciem szkół przez gminy. Inny przykład to dwie fale dyskusji w roku 1995 o podatku od środków transportowych. Znowu niepewność co do ostatecznych rozwiązań systemowych ważnego problemu – do końca nie było wiadomo, czy podatek zostanie dochodem budżetu gminy, czy będzie wliczony do ceny paliwa, czy będzie mógł być brany pod uwagę w planowaniu finansowych. Z tych przykładów wynika jednoznaczny wniosek dla gmin, że obligacje są świetnym narzędziem finansowania wydatków rozwojowych, ponieważ pozwalają na zgromadzenie pieniądza w czasie i w miejscu, gdzie ten pieniądz będzie wydany. Najlepszą formą postulowaną przez gminy byłoby korzystanie z form finansowania bezzwrotnego czy częściowo przynajmniej umarzalnego.

Jeden z dyskutantów sformułował jednak opinię przeciwną, że w większości przypadków przyznanie dotacji jest dużą loterią i co do kwoty, i co do czasu. Procedury są bardzo czasochłonne, gdyż jest to kilka miesięcy od daty złożenia wniosku i prowadzą do sytuacji nieracjonalnego ich wykorzystania. Najczęściej jest tak, że kiedy pieniądze są przyznawane i wpływają na konto gmin, to w zasadzie ich racjonalne wykorzystanie nie jest możliwe, kończy się bowiem sezon inwestycyjny, sezon budowlany, nie można rozpocząć inwestycji, nie można ich po prostu wydać, a w związku z tym przepadają. Obligacje i wszelkie formy finansowania zwrotnego kosztują, natomiast umożliwiają zgromadzenie pieniędzy wtedy, kiedy są one najbardziej potrzebne; w marcu – kwietniu, kiedy rozpoczyna się sezon prac budowlanych i jest szansa na zrealizowanie ich w określonym czasie. Obligacje bądź kredyt najlepiej jest spłacić z dochodów własnych, z dochodów dotacyjnych lub z dochodów częściowo zwrotnych. Obligacje są bardzo dobrym narzędziem dla gmin, natomiast ich cena jest kosztem jaki gminy ponoszą za ogólną niesprawność systemu budżetowego i je-

go nieprzewidywalność.

Korzystanie z doświadczeń rozwiniętych rynków kapitałowych przynosi wiele ciekawych pomysłów. Owocują one na polskim rynku finansowym. Takim bardzo interesującym przedsięwzięciem jest projekt, który realizuje Gmina Warszawa – Centrum poszukująca banku obsługującego. Takie nowatorskie rozwiązanie może stanowić ciekawą konkurencją dla innych form finansowania inwestycji komunalnych.

Jeden z dyskutantów podzielił pogląd panelistów wskazujących na konieczność wykorzystywania w szerszym zakresie *ratingu* przy emisji obligacji. Powiedział, że właśnie reprezentuje grupę inicjatywną, która powołała i już podpisała akt notarialny Środkowoeuropejskiego Centrum Ratingu i Analiz. Siedemnastu akcjonariuszy reprezentujących różne instytucje finansowe zdecydowało się powierzyć swoje pieniądze takiej firmie. Oznacza to, że zdają sobie sprawę i doceniają zagadnienie *ratingu*. Dla obligacji komunalnych, które w tej chwili robią się modne, jest potrzebne coś takiego jak struktura *ratingu*. Celem jest udzielenie informacji potencjalnym inwestorom, które obligacje są bardziej bezpieczne, w której gminie jest mniejsze ryzyko zainwestowania. Tego typu oceny będą przekładały się także na ceny. Aktualnie należy jednak zgodzić się z opinią, że badanie zdolności kredytowej nie jest powszechnie wykonywane przy obecnych emisjach. Agencja ratingowa będzie badała tę zdolność kredytową i wypełni lukę, która aktualnie istnieje.

Sprawa *ratingu* wracała w dyskusji wielokrotnie. Polski Bank Rozwoju S.A. jest w tej dobrej sytuacji, że bez *ratingu* udało mu się uplasować emisję obligacji na 50 milionów \$. *Rating* wyznaczył rynek i tak naprawdę moods nie był konieczny. Skorzystano tu oczywiście z bardzo dobrego *standingu* naszego państwa na rynku europejskim. Oczywiście duże, zamożne gminy, wchodząc na rynek europejski ze swoimi obligacjami będą klasyfikowane w odniesieniu do ceny uzyskiwanej przez Skarb Państwa.

Jak pokazują klasyfikacje prowadzone przez najbardziej znane na świecie firmy zajmujące się

segregowaniem obligacji – Standard & Poor's Corporation oraz Moody's Investors Services, Inc. nie wszystkie obligacje są jednakowo bezpieczne i korzystne. Do miana najlepszych należą te z kategorią AAA – papiery o najwyższej jakości i minimalnym ryzyku inwestycyjnym, charakteryzujące się wysoką zdolnością spłaty oprocentowania i spłaty kwoty nominalnej. Kategorie B informują inwestorów o średniej jakości oferowanego instrumentu i niedokładnie określonych warunkach inwestycyjnych. Nadanie kategorii C uprzedza inwestorów, że oprocentowanie takich obligacji jest traktowane jako spekulacyjne w stosunku do zdolności spłaty oprocentowania i kwoty głównej; na ogół są to obligacje, gdzie oprocentowanie nie jest wypłacane. Moody's nadaje także kategorię D w przypadku, gdy zobowiązania nie są dotrzymywane.

Zanim firmy ocenią wiarygodność emitenta, najpierw przyglądają się zdolności kredytowej danego kraju, oceniają jego wysokość zadłużenia zarówno w walutach krajowych, jak i obcych. Potem rozpatrywane są stosunki pomiędzy władzą lokalną a władzą centralną. Stabilność subwencji podnosi wiarygodność emitenta obligacji komunalnych. Ważne jest także to, czy gmina ma prawo nakładać podatki. Dla dokonania całościowej oceny istotne jest i to, czy poziom istniejących dochodów wystarcza na sfinansowanie zobowiązań wobec mieszkańców. Im większą samodzielność posiada gmina w zakresie zaciągania zobowiązań finansowych, tym wyższa będzie jej ocena w klasyfikacji. Liczba prowadzonych inwestycji, bogactwa naturalne, dochód na jednego mieszkańca, sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw są kolejnymi czynnikami, które mogą poprawić lub pogorszyć notowania obligacji komunalnych.

Podnoszono problem bezpieczeństwa emisji obligacji komunalnych i jak ono się ma do innych instrumentów. Wskazano, że rozpatrywanie elementu bezpieczeństwa tylko w kontekście bankructwa gminy jest bardzo dalekim przybliżeniem. Rzecz bowiem tkwi w czym innym. Jeżeli zdefiniujemy ryzyko inwestora, który kupuje instrument dłużny, nie

jako bankructwo, bo to jest ostateczność, ale jako ryzyko polegające na tym czy emitent nie opóźni się z płatnością. Tak jest na ogół definiowane ryzyko obligacji przez agencje ratingowe i to jest wyznacznikiem oceny ratingowej.

Problem planowania finansowego w gminach podnoszono także w kontekście perspektywy czasowej przygotowywanych projektów rozwojowych, a przede wszystkim patrzenia na rozwój w krótkim horyzoncie czasowym. Sytuacja taka wynika z faktu, że polskie gminy nie dorobiły się jeszcze planowania przestrzennego jako takiego a przytłoczone dekapitalizującą się infrastrukturą komunalną zmuszone są działać doraźnie. Znajduje to odbicie w modzie na emitowanie obligacji, które również mają za zadanie załatwić doraźne problemy inwestycji komunalnych, ponieważ w większości przypadków przyznanie dotacji jest dużą loterią i co do kwoty, i co do czasu. Na przykład w Gdańsku mają służyć wybudowaniu drogi na lotnisko.

Wskazywano na pewne jaskółki zmian w określaniu przyszłościowych zamierzeń gmin, kilka gmin stworzyło od podstaw bardzo ciekawe plany przestrzennego rozwoju swojego terenu działania. Nie zmienia to jednak ogólnej sytuacji, w której znajduje się większość gmin i do czego zmusza je życie, tj. funkcjonowania i planowania zgodnie z wymogami chwili, naciskami bieżących spraw i potrzeb w sytuacji ciągłego braku środków i nieznannej przyszłości budżetowej. Ponadto stwierdzono, że dopóki polskie gminy nie będą miały pomysłu na to czym mają być w przyszłości, tzn. jak dana gmina ma wyglądać za lat 20, to będzie dominowało krótkoterminowe planowanie finansowe i rzeczowe.

Instytucją, która ma zajmować się przygotowaniem gminnych projektów inwestycyjnych, począwszy od studiów wykonalności po planowanie sposobów finansowania i nadzoru, jest Agencja Rozwoju Komunalnego. Problem bowiem tkwi w tym, że gminy, które zgłosiły akces do Programu Rozwoju Komunalnego, finansowanego ze środków międzynarodowych organizacji finansowych (linia kredytowa Banku Światowego), nie mają nawet dokumentów

określających cele rozwojowe. Z tego powodu Agencja Rozwoju Komunalnego ma wypracować metodologię przygotowania projektów inwestycyjnych i przeprowadzić w tym zakresie szkolenia dla gmin. Wiadomo natomiast, że środki będące w dyspozycji Agencji pozwolą na przeprowadzenie kilkunastu programów pilotażowych.

Podnoszono problem nabywców obligacji komunalnych. Pan Tomasz Skurzewski mówił o doświadczeniach rynku amerykańskiego, na którym obligacje komunalne kupują głównie osoby fizyczne. Wydaje się, że w Polsce mamy problem tego typu, iż Polacy z różnych, głównie historycznych powodów, mają niskie zaufanie do władzy publicznej – zarówno do rządu, jak i władz samorządowych, co stanowi poważną przeszkodę w adresowaniu emisji obligacji komunalnych do osób fizycznych a nie osób prawnych.

Wątek, kto powinien nabywać obligacje, powracał w dyskusji wielokrotnie. Jeden z dyskutantów podkreślił, że nie można sobie wyobrazić rozwoju rynku, funkcjonowania i podnoszenia znaczenia obligacji gminnych na rynku kapitałowym bez rozszerzenia kręgu nabywców tych papierów wartościowych. Po pierwsze, rzeczywistość nie do przecenienia jest kwestia już zasygnalizowana, tj. problem społecznej świadomości tych, którzy będą nabywać te obligacje. Ostatnio nawet w prasie pisze się o tym, że ludzie kupują obligacje komunalne na zasadzie łańcuszka świętego Antoniego, ale taka zasada może funkcjonować krótko. Dopóki społeczeństwo nie dowie się, co to są obligacje gminne, czemu służą, dopóki ludzie nie będą zdawali sobie sprawy co to oznacza dla nich i jakie mogą mieć z tego tytułu korzyści, tj. dokąd „nie przywiążą obligacji gminnych do siebie”, nie będą czuli autentycznej więzi ze swoim regionem, to problem indywidualnych nabywców obligacji komunalnych pozostanie nie rozwiązany.

Poruszano zagadnienia dotyczące sekwencji rozwoju rynku kapitałowego – co powinno rozwijać się szybciej i dynamiczniej w pierwszej kolejności. Czy najpierw rozwinie się rynek obligacji emitowanych przez przedsiębiorstwa na drodze publicznej?

Droga ta daje pewne ułatwienia, ale zawiera też swoje rygory. Czy może w pierwszej kolejności należy rozwijać rynek obligacji gminnych? Wymaga to wyboru określonej strategii finansowej państwa, bez której żywiołowy rozwój może przynieść nieobliczalne skutki.

Rozwój rynku obligacji komunalnych zależy również od polityki państwa w sferze podatkowej, ale głównie poprzez tworzenie inwestorów pośrednich – przykładowo funduszy celowych. Wielokrotnie podkreślano także znaczenie polityki państwa w sferze podziału terytorialnego kraju – brak ostatecznych rozwiązań tego problemu wpływa znacząco na to, kto i jak emituje dany instrument finansowy.

Jeden z dyskutantów zwrócił uwagę, że dobrze byłoby podsumować dotychczasowe osiągnięcia w dziedzinie emisji obligacji, pokazać co się zdarzyło dobrego i złego, a nie prowadzić akademicką dyskusję. Liczba gmin, które już wyemitowały, emitują lub mają w tym roku rozpocząć prace nad emisją obligacji komunalnych wynosi już dwanaście. Ta liczba daje prawo do dzielenia się nie tylko obserwacjami, ale i uwagami krytycznymi. Po pierwsze, budżetowanie w polskich gminach, a co za tym idzie analizy finansowe, które mają służyć inwestorom w procesach podejmowania decyzji o zakupie tych papierów wartościowych, to nie jest *terra incognita*, czyli obszar nieznany i niezbadany. Nie należy sprzeczać się o sposób konstruowania budżetu. To jest kwestia dla polityków, rządu i Ministerstwa Finansów. Agencja Rozwoju Komunalnego opracowała, według opinii banków, znakomity model analizy finansowej gmin. Do tej pory był on już wykorzystany kilkakrotnie, m.in. w Ostrowie Wielkopolskim, w Gorzowie, co m.in. zdecydowało o takich a nie innych parametrach finansowych osiągniętych w toku tych emisji. Nie można więc mówić, że nie ma metodyki *ratingu*, bo ona jest i została już dobrze sprawdzona w praktycznym działaniu.

Ważną kwestią poruszaną podczas dyskusji było zagadnienie: jak kształtuje się efektywność wykorzystywania w procesach inwestowania w gminach obligacji komunalnych na tle kredytu bankowego.

Czy obligacja to jest instrument miękki czy twardy? Otóż, wskazując na dotychczasowe doświadczenia, można stwierdzić z całą odpowiedzialnością, że nie ma w tej chwili i nie może być instrumentu bardziej korzystnego dla gminy jak obligacje komunalne. Nie można wskazywać tylko na jeden aspekt sprawy i wyolbrzymiać problem oprocentowania obligacji. To jest tylko jeden z trzech elementów, które decydują o całkowitych kosztach obsługi długu. Nie należy zapominać, że rentowność jest funkcją zarówno oprocentowania, jak i ceny emisyjnej, która w miastach podejmujących emisję w tej chwili (koniec 1996 r.), będzie ustalana w drodze konkursu ofert. Na całkowity koszt obsługi zadłużenia składa się również koszt prowizji pobieranej przez bank. Dopóki nie weźmie się pod uwagę tych wszystkich trzech parametrów razem, nie można mieć rzeczywistego obrazu kształtowania się kosztów alternatywnych obligacji w stosunku do innych instrumentów finansowych rynku kapitałowego. Przykładowo w Gorzowie Wielkopolskim całkowity koszt obsługi zadłużenia będzie znacznie niższy niż WIBOR. Być może różnica będzie sięgać 1,5 punktu procentowego – czy jest jakieś inne źródło finansowania, oczywiście nie o charakterze dotacji czy pożyczki w Banku Ochrony Środowiska, które mogłyby się z tym równać i być konkurencyjnym źródłem zasilenia kapitałowego gminy w środki inwestycyjne.

Na tle dotychczasowych doświadczeń należy poddać pod dyskusję teoretyczną takie dwie kwestie:

1. terminy spłat obligacji – czy polski standard czteroletnich i pięcioletnich obligacji to jest to, na co stać polskie gminy i polskie banki; czy nie da się w krótkim horyzoncie czasowym wykroczyć poza ten standard,
2. emisje zamknięte czy emisje publiczne – wady i zalety obu sposobów sprzedaży obligacji komunalnych.

Hossa kredytowa, w związku z borykaniem się przez polskie banki z problemem płynności, odchodzi już powoli do historii. Czas podjąć dyskusję o alternatywie dla zamkniętego obiegu rynku obligacji komunalnych. Czas też rozmawiać na temat rynku

OTC (*over the counter* – rynek pozagiełdowy). Praktyczne doświadczenia są takie, że Ostrów Wielkopolski bardzo poważnie myśli i ma dosyć zaawansowane prace nad wprowadzeniem swoich obligacji na rynek.

W gronie potencjalnych nabywców obligacji są przedsiębiorstwa, firmy ubezpieczeniowe czy nawet zamożne gminy, którym po sfinansowaniu własnych wydatków pozostają jeszcze w budżecie spore nadwyżki. Stąd wydaje się, że, jak podkreślił jeden z uczestników dyskusji, warto na razie wstrzymać się z lokowaniem obligacji komunalnych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Papiery gminne powinny trafiać na rynek pozagiełdowy. Budowy takiego rynku podjęły się biura maklerskie. Zawiązały one spółkę – Centralną Tabelę Ofert – stanowi to niewątpliwie konkretną propozycję dla gmin.

W dyskusji nad tym, czy formalnie gminy są bezpiecznym podmiotem, czy też nie, czy w praktyce zagraża im bankructwo, formalnie wskazano na jeszcze inne ważne elementy tego problemu. Po pierwsze, w praktyce liczy się nie tylko formalne prawo do postawienia podmiotu w stan upadłości i egzekucję części należności, ale przede wszystkim płynność bądź brak płynności, spłacalność lub niespłacalność obligacji we właściwym czasie i określonych terminach. Po drugie, czy o gminach jako podmiocie na rynku finansowym można mówić w kategoriach jego odpowiedzialności jako podmiotu planującego swoje wydatki w dłuższej perspektywie czasu. Z wypowiedzi bankowców a także z badań empirycznych Zyty Gilowskiej wynika, że gminy, wbrew pozorom, bardzo dobrze gospodarują środkami, które są w ich dyspozycji. Mają bardzo krótki horyzont planowania, ale w świetle tego co dotychczas zrobiono w gminach można uznać, iż są bardzo dobrymi gospodarzami, wiedzą na co w pierwszej kolejności najbardziej potrzebne są pieniądze i skrzętnie je liczą, zastanawiają się co bardziej się opłaca, jak później spłacić kredyty. Jednym słowem gospodarują środkami dużo lepiej niż władza centralna, dla której sumy przeznaczane na budżety gmin są zupełnie abstrakcyjne.

Podsumowując te obserwacje można powiedzieć tak: z jednej strony gminy dobrze gospodarują pieniędzmi, a z drugiej strony utrudnia się im to jak może z uwagi na istnienie takiego a nie innego systemu planowania i przyznawania środków budżetowych. Tak naprawdę, w dłuższej perspektywie gminy nie mogą podejmować przedsięwzięć rozwojowych z własnych środków, nie wiedzą na czym stoją. To wynika z tego o czym wielokrotnie wspominali dyskutanci i paneliści, gmina ma coraz więcej pieniędzy ze środków ogólnych, budżetowych, kredytów, obligacji – dysponuje nimi jednak na zasadzie otwierania określonych szuflad, gdyż coraz więcej w jej wydatkach jest pieniędzy poszatkowanych, przeznaczonych na konkretne cele. Prowadzi to w końcu do sytuacji, że gminy nie bardzo wiedzą czym dysponują. Dochodzimy do punktu, kiedy coraz bardziej staje się jasne, że dopóki nie zostanie zamknięta reforma systemu budżetowania gmin w Polsce, nie zostanie jasno nakreślone czym tak naprawdę gminy będą dysponowały i co będzie ponad nimi, jakie będą możliwości finansowania poza-budżetowego, dopóty będziemy ciągle się martwić, że te gminy nie są dobrym podmiotem, bo są one ubezwłasnowolnione.

Podziwiać należy polskie gminy w zakresie i sposobach ich dopasowywania się do otoczenia, które jest w nieustannym ruchu. Ta zmienność wymusza określone zachowania i reakcje ludzi w gminach. Obserwuje się, że umiejętności zarządcze i zarządzanie finansami wewnątrz gmin rosną z dnia na dzień. Jednocześnie podkreślano, że są różne gminy i różny poziom ich umiejętności. Jeżeli mówimy o tych przodujących, to mamy dość satysfakcjonujący obraz funkcjonowania gmin, umiejętności wykorzystywania szans w otoczeniu na realizowanie projektów inwestycyjnych, zdobywanie środków na konkretne przedsięwzięcia itd. Jednocześnie są gminy, gdzie bardzo mało się robi na rzecz zdobywania środków, gdzie nie ma pomysłów na to czym gmina ma być w przyszłości, panuje w nich marazm i apatia, a umiejętności zarządcze pozostawiają wiele do życzenia. Liczba gmin w Pol-

sce wynosi 2500 i sytuacja nie jest zbyt klarowna, jeśli będziemy mówić o wszystkich tych potencjalnych partnerach dla banków, akcjonariuszy, obligatariuszy, inwestorów.

Trudno jest stworzyć sobie obraz całościowy dotyczący gmin w Polsce, gdyż nie ma ścisłych danych o podmiotach funkcjonujących w gospodarce komunalnej ani o przekształceniach jakie w niej zachodzą. Dopiero od stycznia 1997 takie dane będą zbierane przez Główny Urząd Statystyczny. Mają być ustalone: liczba firm komunalnych i ich status, zatrudnienie, reprezentowana branża, zamierzenia prywatyzacyjne. Zamierza się także ustalić stan między 1990 i 1996 rokiem co, pozwoliłoby na ocenę dotychczasowego tempa i kierunku przekształceń.

Niewątpliwie dobrze się stało, że Agencja Rozwoju Komunalnego wypracowała instrument, który pomaga w dokonywaniu analiz przyszłych wydatków i dochodów gmin. Problem w tym, że ten instrument nie jest standardem i jest mało gmin, które go wykorzystują w praktyce. Wystarczy wskazać przykład gmin, które będą emitować obligacje w przyszłym roku – każda przygotowała w inny sposób dokumenty. Są to dobre analizy, obejmujące co najmniej średnie horyzonty finansowe, a nie postugiwały one się gotowymi wzorcami. Standard w jaki analizuje się przyszłe dochody i wydatki w gminach to bardzo prosty sposób. Mnoży się aktualne wydatki operacyjne przez skalę inflacji i dodaje się do tego jakiś procent na zwiększenie wydatków, ale przypomina to koncert życzeń inwestycyjnych, a nie racjonalne planowanie budżetowe. Niektóre gminy próbują dodawać do tego przyszłe dochody, uwzględniać spodziewany wzrost gospodarczy, który powinien znaleźć odzwierciedlenie w ich przychodach w postaci podatków, ale to jest nowość i niewiele gmin w ten sposób planuje swoje wydatki. Nadal bardzo rzadko brane są pod uwagę takie fakty jak: to, że koszty pracy rosną szybciej niż inflacja w gminach, że koszty energii wzrastają szybciej niż inflacja, itp. To jest bardzo trudny obszar planistyczny i wymaga zewnętrznego wspomaganie ze strony ekspertów, firm doradczych, banków. Należy

mieć nadzieję, że w niedługim czasie powstanie na rynku więcej takich podmiotów jak Łódzka Grupa Menedżerska, która spełnia bardzo pozytywną rolę w podnoszeniu sprawności w zarządzaniu finansami gmin.

Równe traktowanie wszystkich gmin to zagadnienie, które zajęło wiele miejsca w dyskusji, jakkolwiek różnie było ono rozumiane przez poszczególne osoby podejmujące ten problem. Można sobie wyobrazić, że rynek finansowy nie odczuwa żadnych różnic, a raczej nie robi różnic w traktowaniu gmin. Za wszystkimi obligacjami komunalnymi stoi bowiem w jakimś sensie państwo, które gwarantuje ich spłatę. W tym sensie można uznać, że gminy mają równy dostęp do rynku finansowego. Są jednak takie regiony, gdzie brakuje pomysłów i nie ma szerszej perspektywy inwestowania, a ich skromne zasoby kapitałowe przeznaczane są na inwestycje, które z punktu widzenia gminy są dobre, a w szerszej perspektywie są robione w gminach, które nie mają przyszłości gospodarczej, bądź lokuje się je w różnego rodzaju bezsensowne, nieracjonalne ze społecznego punktu widzenia przedsięwzięcia. W związku z tym ocena w skali makro takiego sposobu wydatkowania tych zasobów prowadzi do wniosku, że jest to marnotrawstwo. Przyznaje się bowiem wiele środków budżetowych nadal „po równo”, a nie zgodnie z potrzebami i możliwościami ich racjonalnego wykorzystania.

Zgodzono się, że problemy obligacji gmin, jak wiele kwestii dotyczących rynku finansowego są dość skomplikowane i niejednoznaczne z punktu widzenia korzyści dla rozwoju podmiotów funkcjonujących na tym rynku. Ramy prawne, które określają zasady emisji obligacji są zupełnie dobre i odpowiednie dla sytuacji w Polsce. Wydaje się, że problemy powstające w świecie realnym, tj. w trakcie realizacji samych przedsięwzięć związanych z obligacjami są związane w dużej mierze z umiejętnościami i kwalifikacjami kadr. Ludzie, którzy podejmują decyzje finansowe w gminach, najczęściej nie mają odpowiedniego przygotowania do realizacji tego rodzaju zadań i po prostu potrzeba czasu

na to, ażeby zaznajomili się z tymi nowymi instrumentami, poznali zasady ich funkcjonowania i możliwości jakie dają gminom w realizacji zamierzeń rozwojowych.

Nie do przecenienia jest również decentralizacja finansów publicznych, jako sposób na zwiększenie racjonalności wydatków komunalnych. Przyszłość w tym obszarze jest jeszcze nieokreślona, co ważniejsze nie wiadomo jak szybko może się to zmienić z korzyścią dla gmin i całej gospodarki komunalnej. Jeśli gminy otrzymają w końcu większą samodzielność i zwiększy się ich udział w dochodach budżetu z tytułu podatków, to na pewno wzrośnie ich rola na rynku finansowym. Aktualnie 12 emisji obligacji na 2500 gmin to jest jednak kropla na tym rynku, ale i kropla na tle potrzeb rozwojowych gospodarki komunalnej. Z drugiej strony to samo można powiedzieć o Warszawskiej Gieldzie Papierów Wartościowych, gdzie też jest tylko kilkadziesiąt przedsiębiorstw i jest to bardzo mało w porównaniu z giełdami amerykańskimi czy ilością przedsiębiorstw w Polsce. Truizmem jest, że znajdujemy się na początku drogi i przydałoby się przyspieszenie tempa zmian także i w tym obszarze.

Rozwój rynku obligacji komunalnych to nie tylko konieczność posługiwania się standardami, to także implementacja różnych instrumentów finansowych. W krajach o gospodarce rynkowej organizacja świadczenia usług komunalnych w sferze użyteczności publicznej odznacza się wielością form. Wynika to przede wszystkim z faktu, że nie ma takich instrumentów organizacyjno-prawnych, które mogłyby być stosowane z powodzeniem w skali całego kraju. Ich wybór zależy od rozmiarów działalności, rodzaju działalności, a przede wszystkim poziomu jej kapitałochłonności.

Działalność w sferze użyteczności publicznej nie zawsze oznacza wykonywanie jej w formie zarządu publicznego. Możliwe jest również powierzenie jej podmiotowi prywatnemu lub utworzenie zarządu mieszanego – publiczno-prywatnego. Powierzenie działalności innemu podmiotowi nie zwalnia jednak samorządu od odpowiedzialności za zaspo-

kojenie potrzeb ludności w danej dziedzinie. Na przykład we Francji zestaw form organizacyjnych został ustalony w sposób jednolity dla całego kraju, a poszczególne samorzady dokonują wyboru formy najbardziej im odpowiadającej. Stosowane są tam trzy rodzaje zarządu publicznego gminy:

- jednostka budżetowa,
- zakład budżetowy,
- przedsiębiorstwo własne.

Natomiast dążenie do nadania jej większej elastyczności i zmniejszenie własnego zaangażowania finansowego skłania gminy do wyboru formy zarządu prywatnego określanego we Francji jako pośredni lub poruczony.

W przeciwieństwie do Francji w Niemczech sprawy zasad działalności gospodarczej gmin traktowane są jako problemy o wymiarze regionalnym. W związku z tym formy organizacyjno-prawne tej działalności regulowane są przez poszczególne kraje związkowe. W Niemczech występują zasadniczo dwie podstawowe formy działalności gmin: zarząd publiczno-prawny i zarząd prywatno-prawny. W ramach zarządu publiczno-prawnego występować mogą: jednostka budżetowa, przedsiębiorstwo własne, zakład prawa publicznego, fundacja. Natomiast w ramach zarządu prywatno-prawnego występować mogą: spółka z ograniczoną odpowiedzialnością i spółka akcyjna.

W Polsce międzywojennej nie było regulacji prawnych form organizacyjnych działania gmin, stosowano w związku z tym różne rozwiązania, głównie wzorowano się na doświadczeniach niemieckich. Aktualnie samorzady stają przed wyborem form organizacyjno-prawnych działalności w sferze użyteczności publicznej, a jednocześnie problemy te wymagają regulacji ustawowych. Ma to bowiem ogromne znaczenie dla rozwoju także nowych form instrumentów finansowych stosowanych przy finansowaniu rozwoju gmin.

W dyskusji wskazywano, że szybki rozwój instrumentów finansowych emitowanych przez gminy powinien być wspierany poprzez stworzenie zachęty podatkowej, tj. wyłączenie odsetek z obligacji

z opodatkowania podatkiem dochodowym. Na przykład w Stanach Zjednoczonych dotyczy to obligacji emitowanych przez władze lokalne i stanowe oraz niektóre podmioty niepubliczne, muszą one jednak spełniać określone warunki. Zobowiązania finansowe związane z obligacją muszą powstać w wyniku korzystania przez stan lub gminę z ich uprawnień do zaciągania zadłużenia, ponadto emitent musi być głównym wierzycielem a nie gwarantem. Obligacje muszą być zarejestrowane, a nie na okaziciela. Obligacje nie mogą być gwarantowane lub sptacane z funduszy federalnych. Natomiast także obligacje prywatne mogą podlegać zwolnieniu podatkowemu jeśli są emitowane w celu finansowania projektów w obszarze budownictwa mieszkaniowego wielorodzinnego, transportu publicznego, lokalnej dystrybucji energii, gospodarki niebezpiecznymi odpadami, pożyczek dla studentów, restrukturyzacji regionalnej. Wydaje się, że w polskich warunkach braku kapitału na finansowanie wielu potrzebnych przedsięwzięć komunalnych warto zastanowić się nad wykorzystaniem tego typu doświadczeń z rozwiniętych rynków finansowych.

W dyskusji kilkakrotnie podkreślano, że obligacje powinny być rozpatrywane jako alternatywne źródło finansowania inwestycji komunalnych, stąd ich zasięg w Polsce nie może być aktualnie duży. Sytuacja ta wynika z faktu, iż są takie instytucje jak Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska, programy wspomagane z funduszy zagranicznych, które są przeznaczone na finansowanie przez gminy określonych inwestycji infrastrukturalnych. Są to źródła bardzo atrakcyjne i bardzo łatwe do zdobycia. Inwestycje gminne związane z budową oczyszczalni ścieków i inne inwestycje związane z ochroną środowiska w najbliższym czasie nie będą finansowane przy użyciu obligacji. Są też takie inwestycje komunalne, które jak gdyby tradycyjnie są finansowane z dotacji i te również nie będą finansowane przy użyciu obligacji. Jeśli odejmiemy te wszystkie preferowane inwestycje od ogółu inwestycji komunalnych, to zakres przedsięwzięć infrastrukturalnych, które mogą być finansowane po-

przez emisję obligacji, jest niewielki. Analizując więc perspektywy obligacji trzeba też wziąć pod uwagę tę stronę popytową.

Prowadzący seminarium zwrócił uwagę na skalę i wagę przedmiotu, o którym dyskutowano. Mówiono, że niezbędne inwestycje, czy raczej konieczność pozyskania przez gminy pieniądza sięga rzędu 200 milionów PLN. Należy to porównać z rocznymi wydatkami inwestycyjnymi na poziomie regionów gmin, z różnych źródeł. Głównie oczywiście przechodzi to przez kasy miast. Tego jest grubo powyżej 100 bilionów starych złotych. Same dotacje z budżetów wojewodów, które zasilają finanse gmin, wynoszą powyżej 20 bilionów starych zł. Na tle tych ogromnych potrzeb finansowych gmin dochodzi do paradoksalnych sytuacji jak ta, o której prowadzący opowiedział jako o autentycznej anegdocie. Zorganizowano nie tak dawno spotkanie pani prof. Stolzmanna, znanej większości uczestników seminarium, z wójtami, burmistrzami i prezydentami miast z województwa radomskiego. Chodziło o zachęcenie wójtów i burmistrzów do korzystania z miękkich wtedy, kredytów – 0,3% kredytu refinansowego, na finansowanie infrastruktury wodnej we wsiach i miasteczkach. Pani profesor przez 2 godziny namawiała burmistrzów i wójtów, opowiadała w jaki sposób mogą skorzystać z tego sposobu na sfinansowanie określonych potrzeb gmin. Wszyscy byli bardzo zainteresowani, dużo pytali, wyrażali chęć wzięcia takich kredytów. W praktyce okazało się, że w całym województwie radomskim, pomimo ogromnego popytu na środki finansowe w gminach, tylko dwie gminy wzięły 1,5 miliarda zł kredytów bankowych. Wojewoda rozdzielił bowiem dotacje na infrastrukturę wodną i kanalizacyjną we wsiach i miasteczkach województwa i przydzielił 25 miliardów dotacji właśnie na te cele. Czy w takiej sytuacji odpowiedzialny wójt pójdzie do banku, żeby zapłacić 0,3% kredytu refinansowego kosztów pozyskania pieniądza za sfinansowanie kanalizacji, jeśli może dostać parę miliardów dotacji na ten sam cel?

W dyskusji powracano także do praktycznych sposobów emisji obligacji komunalnych, jakie są stosowane przez polskie gminy, a głównie miasta.

Rada miejska upoważnia zarząd gminy do wyselekcjonowania inwestycji, które mogą być sfinansowane ze środków pozyskanych z emisji obligacji. Dokonuje się wstępnych wyliczeń rentowności przedsięwzięcia, porównując je np. do wysokości oprocentowania kredytów bankowych. Gminy uznają, że emisja poniżej 5 milionów złotych jest nieopłacalna. Koszty wynajęcia agenta emisji i doradcy finansowego, przygotowania *feasibility studies* w zasadzie wyrównują wartość emisji. W ogóle ostrożnie należy podchodzić do emisji do 12 mln zł. Stąd w trudnej sytuacji znajdują się małe gminy, bowiem ich dochody nie pozwalają na przeprowadzenie większych emisji. Na dobrą sprawę z analiz stanu finansów gmin wynika, że tylko 46 dużych miast jest w dobrej sytuacji finansowej.

Małe gminy, aby mogły zrealizować planowaną inwestycję, powinny łączyć się w związki gmin. Koszty emisji obligacji rozkładają się wówczas na kilku eminentów. W Stanach Zjednoczonych funkcjonują tzw. banki obligacyjne, które na rzecz kilku gmin wypuszczają obligacje. Nie tylko koszty przedsięwzięcia są niższe, ale także oprocentowanie papieru – jednak z zachowaniem atrakcyjności dla obligatariuszy.

Celem emisji obligacji, jak to podkreślano podczas dyskusji na seminarium, powinny stać się projekty, na które gmina nie może uzyskać preferencji kredytowych. Przetarg, jako forma wyboru agenta emisji, może mieć różną formę. Gmina musi zdecydować: czy oferta zostanie przesłana do określonych odbiorców, czy informacja o przetargu będzie opublikowana w formie ogłoszenia.

Łódź przykładowo wytypowała grupę 34 podmiotów. Przyjęła jako kryterium wyboru wielkość kapitału zakładowego, także możliwości ubezpieczenia emisji oraz sukcesy na rynku akcji. Wyselekcjonowano 12 potencjalnych agentów emisji, niektóre gminy zorganizowały konsorcja, a samo miasto dało szansę samodzielnym biuram maklerskim.

W celu porównania ofert, każda gmina przygotowuje kryteria wyboru partnerów. W Łodzi zastosowano system punktacji za takie cechy agenta

jak: cena za usługę, zakres i kompleksowość obsługi, merytoryczne i techniczne przygotowanie emisji, bezpieczeństwo partnera, zaproponowany sposób emisji, doświadczenie na krajowym i zagranicznym rynku papierów wartościowych, w szczególności papierów dłużnych, perspektywy długofalowej współpracy, pomysły inne niż lokaty i kredyty.

Wskazywano na brak doświadczeń gmin, co powoduje, że często działają one po omacku wybierając agenta emisji. Żaden bank ani dom maklerski nie wyspecjalizował się jeszcze w emitowaniu obligacji komunalnych, co też nie ułatwia gminom zadania. Zdarzają się takie sytuacje jak w Gorzowie Wielkopolskim, gdzie aby uatrakcyjnić ofertę i móc w przyszłości uplasować się z emisją na rynku wtórnym, podjęto uchwałę określającą wielkość nominału na niewysokim poziomie 10 zł. Niski nominal miał zapewnić odpowiednią płynność papieru. Miało chcieć pozyskać z emisji obligacji 10 mln PLN. Tymczasem okazało się, że koszt druku miliona obligacji sięgnie 800 tys. PLN. Już wiadomo, że miało podwyższyć nominal obligacji. W podobną pułapkę wpadł Ostrów Wielkopolski.

Dużym problemem dla gmin jest wyliczenie oprocentowania obligacji. Dla większości miast emitujących obligacje podstawą oprocentowania stały się 52-tygodniowe bony skarbowe, a oprocentowanie obligacji zostało podwyższone o marżę wynegocjowaną z agentem emisji.

Inny problem to samo sprecyzowanie treści uchwały zezwalającej na emisję obligacji. Trzeba w niej określić: cel, rodzaj papieru, sposób oprocentowania. Celu emisji nie można bowiem potem dowolnie zmieniać. Jeśli gmina nie zrealizuje określonego w uchwale przedsięwzięcia, narusza przepisy Ustawy o obligacjach.

Preferencje podatkowe związane z nabywaniem obligacji Skarbu Państwa utrudniały do tej pory gminom przeprowadzanie własnych emisji. I nie dotyczyło to tylko ulg podatkowych nadawanych przez Ministerstwo Finansów osobom fizycznym. Ustawa o zamówieniach publicznych narzuca obowiązek

wpłacania wadium przez podmioty przystępujące do przetargu. Wadium może być wnoszone w gotówce bądź w obligacjach państwowych. Wniesienie wadium w obligacjach nie jest dla przyszłego agenta emisji zbyt uciążliwe, bo nie traci odsetek przez okres trwania przetargu. Trwają przymiarki, aby wadium można było wpłacać tylko w obligacjach Skarbu Państwa. Tak znaczne preferencje dla obligacji skarbowych prowadzą jednak do dyskryminacji obligacji komunalnych, co podnosili reprezentanci gmin.

Na zakończenie zwrócono także uwagę na falowanie na rynku obligacji komunalnych. Po pierwszym okresie dużego zainteresowania i emisji obligacji przez wiele gmin i miast na przełomie lat 1993-94 nastąpił zastój. Było wiele zapowiedzi emisji, ale przez półtora roku prawie nic się nie działo. W tym czasie do pełnienia roli agenta emisji przygotowywały się banki. Jako pierwszy na rynek usług w zakresie prowadzenia i obsługi emisji wszedł Bank Handlowy w Warszawie S.A. Przygotował ofertę dla gmin całego kraju, proponując by w oparciu o wiedzę, doświadczenie i co najważniejsze klientów banku, wyemitować obligacje, których gwarantem byłby on sam. Obecnie ofertę emisji papierów komunalnych składa już kilka banków, m.in. Bank Inicjatyw Gospodarczych, PKO BP, Bank Ochrony Środowiska, Polski Bank Inwestycyjny.

Ważny jest też charakter obligacji komunalnych, np. emisja zamiennych papierów nie cieszyła się wielkim zainteresowaniem, głównie z powodu niewielkiego zainteresowania wykupem mieszkań komunalnych. Po zmianie Ustawy o najmie lokali komunalnych prywatyzacja mieszkań poprzez obligacje jest wielce atrakcyjna. W tym przypadku można wskazać, że zainteresowanie obligacjami wymaga odpowiedniego nagłośnienia w mediach i propagowania wiedzy o rynku papierów wartościowych. Obligacje mieszkaniowe nie były odpowiednio pod tym względem promowane i być może to też było przyczyną słabego nimi zainteresowania. Wprawdzie oprocentowanie mieszkaniowych

obligacji zamiennych nie było konkurencyjne i zbyt atrakcyjne dla drobnych ciutaczy, ale jako papiery zamienne pozwalały nie tylko uzyskać kapitały, ale także utrzymać pożyczkobiorców, którzy poprzez obligacje weszli w posiadanie gruntów, budynków itp., inwestując jednocześnie w gminę.

Sukces chociaż jednej dużej emisji obligacji komunalnych może stać się sygnałem dla tych gmin, które ciągle czekają, wahają się i przekonać je, że można korzystniej niż dotychczas pozyskiwać

środki finansowe. Należy mieć nadzieję, że po okresie falowania i zastoju nastąpi boom na rynku obligacji gminnych i będzie on prowadził do jego dynamicznego rozwoju.

¹ Grażyna Gierszewska jest pracownikiem naukowym w Instytucie Nauk Ekonomicznych PAN i współpracownikiem Fundacji Naukowej CASE