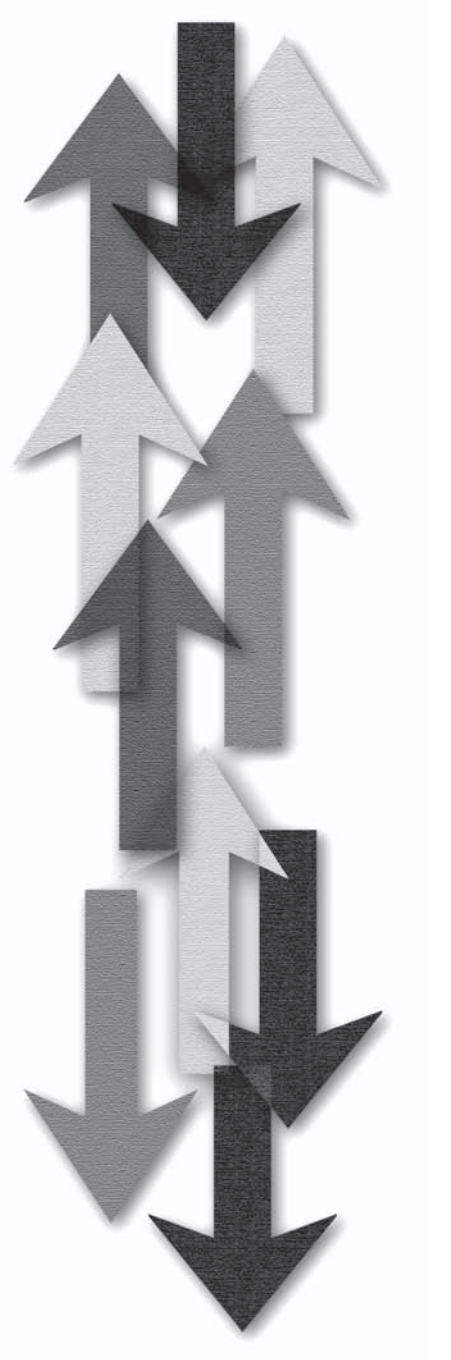
Zeszyty BRE Bank – CASE

Obligacje komunalne w Polsce

Nr 84
2006



BRE BANK SA

Centrum Analiz
Społeczno-Ekonomicznych

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa
00–010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA
00–950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: CASE -- Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa i BRE Bank SA

Redakcja naukowa
Ewa Balcerowicz
Sekretarz Zeszytów
Krystyna Olechowska

Autorzy
Michał Bitner
David Levine
Michel Noel, Jan Brzeski
Marcin Święcicki

Projekt okładki
Jacek Bieńkowski

DTP
SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca
CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa, 00–010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12
Nakładca
Fundacja BRE Banku, 00-950 Warszawa, ul. Królewska 14
Oddano do druku w maju 2006 r. Nakład 300 egz.

SPIS TREŚCI

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM 4

WPROWADZENIE 5

RYNEK OBLIGACJI SAMORZĄDOWYCH W POLSCE – STAN, PODSTAWOWE PROBLEMY I NAJWIĘKSZE WYZWANIA – Michel Noel, Jan Brzeski 9
Bariery rozwoju rynku obligacji samorządowych 15
Zagrożenia hazardem moralnym 15
Brak przejrzystości rynku 17
Słaby nadzór i konkurencja rynkowa 19
Niski potencjał w zarządzaniu finansami 22

RYNEK OBLIGACJI KOMUNALNYCH Z PERSPEKTYWY ORGANIZATORA EMISJI – Marcin Święcicki . 25

FINANSOWANIE STRUKTURALNE W JEDNOSTKACH SAMORZĄDU TERYTORIALNEGO – SKĄD PRZYSZŁO, DOKĄD ZMIERZA? – Michał Bitner 29
Partnerstwo publiczno-prywatne 29
Obligacje przychodowe 31
Sekurytyzacja aktywów komunalnych 35

DWIE KORZYSTNE DLA INWESTORÓW INNOWACJE NA AMERYKAŃSKIM RYNKU OBLIGACJI KOMUNALNYCH – David Levine 37
1. Rynek amerykańskich obligacji komunalnych – ogólna charakterystyka 38
2. Decentralizacja rynku obligacji przyczyną braku informacji o cenach 39
3. W jaki sposób brak transparentności cen wpływa na inwestorów i emitentów 41
4. Zmiany na lepsze – raportowanie obrotów i elektroniczne platformy rynkowe 42
5. Podsumowanie 43

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Ewa Balcerowicz	CASE	Michel Noel	Bank Światowy
Jacek Bedyński	PTE Polsat	Henryk Okrzeja	Fundacja BRE Banku
Michał Bitner	UW	Krystyna Olechowska	CASE
Jan Brzeski	Bank Światowy	Michał Pielasa	BRE Bank
Arkadiusz Bubak	ING Bank	Mariusz Pilcha	UW
Krzysztof Cichocki	IBS PAN	Jerzy Ploch	NBP
Radosław Czapski	Bank Światowy	Krzysztof Radom	BZWBK
Sławomir Czura	UM st. Warszawa	Marcin Radzimiński	ISM UW
Jacek Dąbrowski	Pekao	Edgar Saravia	Bank Światowy
Marek Dąbrowski	CASE	Sophie Sirtaine	Bank Światowy
Clemente Del Valle	Bank Światowy	Katarzyna Siwek	Parkiet
Mirosław Dusza	UW	Jan Solarz	BGK
Małgorzata Dusza	BOŚ	Iwona Sułek	Bank Handlowy
Bożena Dymkowska	Rzeczpospolita	Małgorzata Sylwestrzak	Bank Handlowy
Jakub Fulara	BPH	Wiesław Szczuka	BRE Bank
Michał Gąsior	Pekao	Maura Szyller-Litwińska	BGK
Dariusz Giza	Invest Consulting SA	Andrzej Śniecikowski	Zmiany Investment
Hanna Hewlik	BPH	Marcin Święcicki	PKO BP
Joanna Ignatowska	UM st. Warszawy	Andrzej Tamosiunas	Green Stream Network
Magdalena Jagiełło-Szostak	BGK	Bogusław Tatarewicz	TG Zmiany
Wojciech Kalkusiński	KPH DIG	Jerzy Thieme	WSHiF
Magdalena Kaniewska	WNE UW	Sophia van de Boel	
Tomasz Kowalski	Bank Handlowy	Henryk Waniek	PKO BP
Edward Kozłowski	REAS	Marcin Wiśniewski	AE, Poznań
David Levine	FPF, Waszyngton	Jacek Wojciechowicz	Bak Światowy
Paweł Lisowski	BGK	Mariusz Wójcik	Raiffeisen Bank
Jacek Łaszek	NBP	Anna Wronka	NBP
Alina Łukawska	PEC, Sochaczew	Paweł Zaborny	BPS
Przemysław Mańko	BISE	Piotr Zagajewski	Raiffeisen Bank
Przemysław Markowski	BISE	Justyna Zawadzka	BRE Bank
Julia Michaelis	Depta Bank	Jarosław Ziębiec	GPW
Andrzej Miciński	BHW	Jolanta Zombirt	NBP
Wojciech Misterek	UMCS, Lublin	Norbert Żak	Bank Handlowy

Wprowadzenie

Jeszcze w 2000 r. polski rynek obligacji komunalnych wart był jedynie 860 mln zł przy 89 emitentach, zaś w czwartym kwartale 2005 r. jego wartość wynosiła już 3,29 mld zł przy uwzględnieniu 264 samorządów emitujących obligacje. W ujęciu rocznym nastąpił 11,5 proc. przyrost wartości tego segmentu. Ponad 47 proc. łącznego zadłużenia samorządów przypadło na jednostki zlokalizowane w trzech województwach: wielkopolskim, dolnośląskim i kujawsko-pomorskim. Natomiast najmniej emisji wystąpiło w województwie świętokrzyskim. Po raz pierwszy pokazały się na rynku w minionym roku obligacje przychodowe, które wyemitowały Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy. Największym organizatorem emisji obligacji komunalnych w latach 1997–2005 okazał się po raz kolejny bank PKO BP, którego udział w tym rynku wynosi 52,24 proc. Następne miejsce należy do BGK (23,13 proc.) i BOŚ S.A. (11,30 proc.), kolejne zajmuje BISE S.A. (8,71 proc.).

Obligacje komunalne należą do tzw. nieskarbowych papierów dłużnych (NPD). Emitowane są w złotych lub innej walucie w celu pozyskania środków finansowych bezpośrednio z rynku pieniężnego. Najczęściej są to serie obligacji sprzedawane w ramach tzw. programów emisji. Na rynku pierwotnym sprzedaż odbywa się za pośrednictwem banku-emitenta emisji NPD. Na rynku wtórnym kupno i sprzedaż realizowane są zazwyczaj za pośrednictwem banku-agenta emisji lub bezpośrednio między podmiotami. Produkt przeznaczony jest dla inwestorów lokujących nadwyżki finansowe. Transakcje te są stosowane jako fromy lokowania wolnych środków finansowych (zakup obligacji komunalnych) lub uzyskania płynnych środków (sprzedaż obligacji komunalnych).

Nabywca obligacji komunalnych nie ponosi wielkiego ryzyka inwestując w te papiery. Polskie prawo ogranicza możliwość zadłużania się gmin (poziom zadłużenia niższy od 60% dochodów), co w du-

żym stopniu gwarantuje wypłacalność samorządów. Inwestując w obligacje komunalne można przede wszystkim liczyć na lepsze oprocentowanie niż daje instrument bazowy, długoterminowe relatywnie korzystne ulokowanie środków i regularne płatności odsetkowe.

Korzyści dla klienta: dywersyfikacja form lokat; możliwość osiągnięcia wyższej stopy zwrotu przy ograniczonym ryzyku (emitentami są jednostki samorządu terytorialnego); możliwość szybkiej odsprzedaży na rynku wtórnym i odzyskanie płynnych środków bez utraty narosłych odsetek (rynkowe kwotowanie cen odkupu przez bank).

Obligacje mogą emitować: gminy, powiaty, województwa, zwane dalej jednostkami samorządu terytorialnego (JTS), a także związki tych jednostek oraz miasto stołeczne Warszawa. W związku z postępującym zadłużeniem JST nastąpiło wydłużenie okresu spłaty obligacji – najdłuższe emisje charakteryzują się 15-letnimi okresami. Na rynku pojawiły się pierwsze emisje z opcją obligatoryjnego wcześniejszego wykupu, tzw. obligacje z wbudowaną opcją call emitenta. Od 2000 r. nastąpiło też kilka zmian w przepisach prawnych związanych z emisjami obligacji, przede wszystkim w zakresie publicznego obrotu papierami wartościowymi, prawa zamówień publicznych oraz ustawy o finansach publicznych.

Zalety emisji obligacji komunalnych: (1) koszt – mniejsze koszty obsługi bankowej, tj. niższe prowizje i opłaty za usługi banku; (2) bezpieczeństwo – forma prawna emitowanego papieru wartościowego określona jest w ustawie z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach; (3) płynność – szybkie pozyskanie znacznego kapitału, różne okresy zapadalności oraz możliwość rolowania emisji, tj. refinansowanie wykupu aktualnie zapadającej transzy emisji przez emisję nowej transy; (4) marketing – przez obrót na rynku pierwotnym i wtórnym emisja ma także charakter marketingowy; (5) elastyczność – dopasowanie wielkości emisji do potrzeb kapitałowych gminy, elastyczność kształtowania warunków programu, możliwość oferowania dodatkowych świadczeń niefinansowych; (6) korzyści niefinansowe (społeczne i polityczne), czyli możliwości zaprezentowania realizowanych projektów inwestycyjnych opinii publicznej, a zwłaszcza mieszkańcom gminy-emitenta oraz zapoznania obywateli z aktualną sytuacją finansową gminy a także przyciąganie uwagi mieszkańców do działań podejmowanych przez gminę, uzyskanie szerszego zrozumienia i akceptacji dla tych działań.

Zdaniem specjalistów emisja obligacji jest dla samorządów bardziej opłacalna od zaciągania kredytów bankowych. Inną zaletą tego instrumentu jest to, że emitowane zwykle w kilku transzach obligacje nie nastręczają później przy spłacie wielkich problemów – łatwiej jest spłacać kilka razy w ciągu roku relatywnie niewielką sumę niż całość zadłużenia za jednym razem. Wśród podkreślanych często przez samorządowców przewag obligacji komunalnych nad kredytami bankowymi jest to, że przy tych pierwszych niepotrzebne jest zabezpieczenie. W przypadku kredytu znalezienie satysfakcjonującego bankowców zabezpieczenia często sprawia kłopoty. Nie do przecenienia jest też efekt marke-

tingowy emisji obligacji przez gminę. Informacje o tym fakcie często trafiają do mediów podnosząc prestiż emitenta.

Niższy koszt obligacji w stosunku do kredytu wynika z dwóch podstawowych przyczyn: niższego oprocentowania i częstości spłaty odsetek. Za podstawę oprocentowania obligacji przyjmuje się zwykle rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych (BS52 – 3,989% w kwietniu 2006 r.) powiększoną o marżę. W przypadku kredytu liczy się zwykle stawkę WIBOR (3-miesięczna stawka WIBOR – 4,15% w kwietniu 2006 r.) i dodaje do niej marżę. (Koszt pieniądza na rynku międzybankowym jest przeważnie wyższy od oprocentowania 52-tygodniowych bonów skarbowych). Drugim z czynników przemawiających za niższym kosztem obsługi obligacji samorządowych jest to, że odsetki płaci się tu najczęściej raz do roku, podczas gdy w przypadku kredytu może to być nawet co miesiąc.

W ciągu ostatnich pięciu lat prawie wszystkie emisje obligacji komunalnych były przeprowadzone przez propozycję nabycia skierowaną do oznaczonej liczby adresatów, nie większej niż 300 osób (emisja niepubliczna), co wynikało z niskich kosztów przeprowadzenia takiej emisji (wyjątek stanowi publiczna emisja obligacji miasta Rybnika, zorganizowana przez PKO Bank Polski w grudniu 2002 r.). Dotychczas wyemitowane przez gminy obligacje były obligacjami niezabezpieczonymi, co świadczy o wysokiej wiarygodności samorządu terytorialnego wśród inwestorów.

W najbliższych latach obligacje komunalne staną się prawdopodobnie jednym z narzędzi pozwalających na pełniejsze wykorzystanie funduszy unijnych dzięki umożliwieniu samorządom pozyskania środków potrzebnych do sfinansowania wkładu własnego. Przy współfinansowaniu projektów pomocowych UE emisja obligacji może być wykorzystana na dwa sposoby. Po pierwsze – może stanowić zabezpieczenie wkładu własnego, który stanowi zazwyczaj 25% wartości inwestycji, a samorząd nie jest w stanie wygospodarować takich środków z bieżącego budżetu. Może także być wykorzystana w projektach, które są refinansowane przez Unię Europejską dopiero po zakończeniu inwestycji, kiedy wcześniej samorząd musi wyłożyć całą kwotę.

Jednostki samorządowe korzystają w tym zakresie z ogromnych przywilejów, bowiem jako jedne z nielicznych, mają możliwość wykorzystywania dofinansowania z funduszy na zadania inwestycyjne prowadzone we wszystkich niemal sferach swej działalności. Na podstawie Zintegrowanego Programu Operacyjnego Rozwoju Regionalnego opracowują one dokumentację aplikacyjną dla projektów, które w 75 proc. mogą zostać dofinansowane ze środków pochodzących z Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego. Niektóre działania wchodzące w skład programu operacyjnego zakładają ponadto montaż finansowy uwzględniający pomoc pochodzącą z rezerwy celowej ministra rozwoju regionalnego w wysokości 10 proc. całkowitych kosztów kwalifikowanych projektu. Z powyższego wynika, że chcąc wcielić w życie przedsięwzięcie inwestycyjne, jednostki samorządowe są zobligowane

do zagwarantowania jedynie 25 proc., czy nawet 15 proc., środków własnych, w skład których wchodzą nie tylko środki wolne wygospodarowywane w ramach budżetu poszczególnych samorządów, lecz także różnego rodzaju kredyty czy pożyczki zaciągnięte w celu uzupełnienia wkładu własnego. Z dotychczasowych doświadczeń wynika jednak, że nierzadko występują trudności związane z pozyskaniem z zewnątrz, czy też z wyodrębnieniem w budżecie nawet tak niewielkiej puli środków. W związku z tym, samorządy poszukują nowych możliwości pozyskania funduszy w celu zwiększenia swych szans inwestycyjnych. Do jednych z tych szans zaliczyć należy niewątpliwie emisję obligacji samorządowych (komunalnych). Polskie samorządy wykazują coraz większe zainteresowanie powyższym działaniem.

Jak wykazują statystyki, polskie samorządy przekonały się do obligacji komunalnych. Ten bardzo popularny w Europie Zachodniej i w Stanach Zjednoczonych papier wartościowy zdobywa również swoje miejsce w Polsce.

Obligacje komunalne były tematem 84 seminarium BRE-CASE. Seminarium zorganizowała Fundacja CASE we współpracy z BRE Bankiem SA w ramach stałego cyklu spotkań panelowych. Seminarium odbyło się w Warszawie, w kwietniu 2006 r.

Organizatorzy zaprosili do wygłoszenia referatów: Michela Noela, głównego specjalistę ds. finansów Banku Światowego; Marcina Święcickiego z Departamentu Finansowania Strukturalnego PKO BP SA; Michała W. Bitnera z Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego oraz Davida Levine'a, członka Forum Polityki Finansowej (Financial Policy Forum) w Waszyngtonie.

Materiały źródłowe:

http://www.bph.pl/pl/klienci_korporacyjni/inwest_nadwyzek_fin/papiery_dluzne/obligacje_komunalne

http://samorzady.polska.pl/goracytemat/article.htm?id=117914

http://www.siedlce.um.gov.pl/ue/jak_zdobyc_pieniadze/6.cfm

http://www.turystyka-ekspert.pl/finanse/samorzady.php?id=326&kategoria=43

http://www.fundusze-europejskie.pl/content.php?cms_id=358 (XII 2004)

Michel Noel, Jan Brzeski – Bank Światowy

Rynek obligacji samorządowych w Polsce – Stan, podstawowe problemy i największe wyzwania

W roku 2004 Narodowy Bank Polski zwrócił się do Banku Światowego o opracowanie serii analiz sektora usług finansowych – *Financial Services Policy Notes*. Pierwsza analiza (2005) obejmowała rynek mieszkaniowych kredytów hipotecznych, a druga (2005) skoncentrowała się na rozwoju rynku dłużnego przedsiębiorstw – *corporate finance.* Ostatnia analiza (2006) dotyczyła rynku papierów wartościowych o stałym dochodzie z głównym naciskiem na obligacje samorządowe, które to zagadnienie jest przedmiotem naszego skrótowego opracowania[1].

Analizujemy w nim bieżącą sytuację, obecne fazy ewolucji tego rynku oraz główne bariery i wyzwania dla dalszego jego rozwoju[2].

Rynek obligacji samorządowych jest zdominowany przez obligacje komunalne i wykazuje silną dynamikę – do połowy 2005 r. wartość pozostających do spłaty obligacji wynosiła około 1 mld USD (ponad 3 mld zł). Z drugiej strony jednak, rynek ten pozostaje niewielki (0,4% PKB) i jest zdominowany w 90% przez niepubliczne emisje o niewielkich wartościach, wykupione przez ich organizatorów (głównie banki), którzy nabywają je do swoich portfeli lokacyjnych. Wtórny rynek jedynie pięciu dotychczasowych emisji publicznych jest bardzo skromny ze sporadycznymi transakcjami na rynku pozagiełdowym (MTS-CeTO). Głównymi inwestorami również na tym rynku pozostają banki oraz w pewnym stopniu towarzystwa ubezpieczeniowe. Zainteresowanie inwestorów zaczyna zwracać się

ku obligacjom przychodowym, których pierwsza emisja przez komunalne przedsiębiorstwo wodno-kanalizacyjne z Bydgoszczy miała miejsce w grudniu 2005 r.

Wchodzący w skład tego rynku segment emisji niepublicznych składa się z trzech typów obligacji, grupowanych ze względu na ich funkcjonalne przeznaczenie. Są to: (i) obligacje „inwestycyjne" przeznaczone na finansowanie inwestycji (około 75% tego segmentu), (ii) obligacje „doraźne" przeznaczone na finansowanie wydatków bieżących (około 15% tego segmentu) oraz obligacje „ratunkowe" przeznaczone na uzdrowienie sytuacji finansowej (pozostałe 10% tego segmentu). Obligacje należące do ostatniej grupy emitują samorządy, które mają trudności z wypłacalnością wobec dostawców. Doradcy inwestycyjni oferują te instrumenty bankom, w drodze bezpośrednich negocjacji. Marże obligacji przeznaczonych na finansowanie inwestycji są niewielkie (od 15 do 30 punktów bazowych powyżej rentowności rocznych bonów skarbowych) i pozostają niezależne od poziomu ryzyka kredytowego. Odmiennie wygląda sytuacja w obligacjach „doraźnych" i „ratunkowych" – marże dochodzą nawet do 200 punktów bazowych.

Dla jednostek samorządu terytorialnego emisja obligacji jest z kilku względów korzystniejsza od zaciągania kredytów. Po pierwsze, wybór organizatora emisji nie podlega przepisom ustawy o zamówieniach publicznych, w przeciwieństwie do sytuacji przy wyborze banku dającego kredyt. Po drugie, obligacje należą do kategorii zobowiązań niezabezpieczonych, podczas gdy kredyty wymagają gwarancji. Po trzecie, prawie wszystkie obligacje są oparte na rentowności rocznych bonów skarbowych, podczas gdy kredyty opierają się na sześciomiesięcznym WIBOR, choć uczestnicy rynku przewidują przejście z bonów skarbowych na WIBOR jako wskaźnik porównawczy, a to ze względu na zmniejszoną liczbę przetargów i spadek płynności bonów. Po czwarte, od banków wymaga się nadzoru nad wykorzystaniem środków kredytu, podczas gdy w przypadku obligacji nie ma takiego wymogu. I wreszcie, samorządy uważają niepubliczną emisję obligacji za szybką i niedrogą metodę pozyskania środków od banku prowadzącego ich skonsolidowany rachunek bieżący[3].

Marże obligacji komunalnych są bardzo niskie i nieadekwatne do poziomu ryzyka kredytowego związanego z tymi instrumentami, co rodzi obawy o hazard moralny. Wynika to ze splotu takich czynników jak nadmierna płynność sektora bankowego, dominująca rynek strategia cenotwórcza PKO BP, jak też niedoskonałość otoczenia prawno-regulacyjnego rynku i słabych mechanizmów konkurencji.

Zupełnie inaczej wygląda przypadek obligacji przychodowych. W grudniu 2005 roku komunalne przedsiębiorstwo wodno-kanalizacyjne z Bydgoszczy pierwsze w Polsce wyemitowało obligacje przychodowe. Emisję wyceniono na poziomie 130 punktów bazowych powyżej WIBOR, przy zapadalności wynoszącej 18 lat. Dwa duże banki przygotowały ofertę uważaną powszechnie za modelową emisję na nowo powstającym rynku obligacji przychodowych. Kilka miast rozważa możliwość emisji obligacji przychodowych przez własne przedsiębiorstwa komunalne lub nowo

utworzone spółki celowe SPV (na przykład na finansowanie remontów dróg). Miasta te są gotowe pójść w ślady Bydgoszczy, opracowując strukturę i uruchamiając emisję obligacji.

Istnieje konieczność dalszego reformowania otoczenia prawno-regulacyjnego dla emisji i rynku obligacji samorządowych, głównie dla likwidacji hazardu moralnego i związanych z nim zagrożeń, oraz dla zwiększenia potencjału dla finansowania rosnących potrzeb inwestycji w lokalną infrastrukturę rozwojową przy okazji napływu środków Unii Europejskiej. Reformę należy oprzeć na pięciu filarach, omówionych poniżej.

Po pierwsze, należy kontynuować decentralizację fiskalną zwiększając autonomię budżetową samorządów przez eliminację limitów i wyłączeń pomniejszających podatki samorządowe; dostosować stawki podatkowe do rzeczywistej wartości nieruchomości, a także uzależnić stawki od sytuacji na lokalnym rynku i polityki w tym zakresie samorządu (kalibracja podatku od nieruchomości); rozwijać zdolności samorządów w zarządzaniu majątkiem komunalnym (aktywami) i długiem (pasywami), a w szczególności gruntami, budynkami i lokalami.

Po drugie, należy stworzyć warunki pozwalające na ocenę ryzyka inwestorów nabywających obligacje komunalne. Dokładniej mówiąc, chodzi o:

1) zniesienie rządowych gwarancji kredytowych dla zagrożonych samorządów;

2) przyjęcie regulacji o upadłości finansowej samorządu (zbliżonych do roz. 11 amerykańskich przepisów o upadłości – *US Bankruptcy Code*), co dla inwestorów stanowi czytelny sygnał, że to na nich spoczywa ryzyko w razie niewypełnienia zobowiązań przez lokalny samorząd;

3) wprowadzenie płynnego, opartego na ocenie zdolności kredytowej wskaźnika ryzyka, jakie dla kapitału banku-inwestora stanowi zadłużenie samorządów (Bazylea II – Opcja 2, postanowienia Accord Implementation Group (AIG), czyli grupy działającej w ramach Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego, której zadaniem jest interpretacja oraz wdrożenie postanowień nowej umowy kapitałowej) i zastosowanie 100% wagi ryzyka w razie braku oceny zdolności kredytowej;

4) wymuszenie na samorządach przestrzegania limitów ostrożnościowych w okresie do zakończenia reformy prawno-regulacyjnej, z późniejszym stopniowym podwyższeniem tych limitów w średnim okresie, ale pod warunkiem stwierdzenia, że nabywcy obligacji podejmują ocenę ryzyka, co umożliwi zastąpienie limitów wymogiem oceny zdolności kredytowej emitenta przez co najmniej dwie renomowane agencje ratingowe;

5) rezygnację z formalnego wymogu uzyskania opinii Regionalnej Izby Obrachunkowej odnośnie zdolności jednostki samorządu terytorialnego do obsługi konkretnego zadłużenia.

Po trzecie, należy zwiększyć przejrzystość rynku wprowadzając w budżetach samorządowych rozróżnienie między wydatkami bieżącymi a nakładami kapitałowymi (majątkowymi) ograniczając

emisję zadłużenia do finansowania nakładów kapitałowych oraz stosując księgowość memoriałową we wszystkich samorządach zaangażowanych w dane przedsięwzięcie włącznie z audytem finansowym przez podmiot zewnętrzny – jako warunki emisji obligacji przez samorząd.

Po czwarte, należy wyrównać „pole gry" oraz szanse uczestników rynku długu samorządowego. Dokładniej mówiąc, chodzi o:

1) stopniową eliminację kredytów preferencyjnych i ograniczenie dotacji (grantów) przez fundusze ochrony środowiska, aby docelowy zakres finansowania ze środków publicznych stanowił rzeczywiste uzupełnienie środków pochodzących z rynku, a nie nich zastąpienie[4]. Odpowiednie nisze rynkowe winny zostać jasno określone w Narodowej Strategii Rozwoju 2007–2013;

2) wygaszenie realizowanego przez BGK Funduszu Poręczeń Unijnych dla współfinansowania (*cofinancing*) inwestycji z funduszy EU oraz wygaszenie programu kredytów preferencyjnych na prefinansowanie tych przedsięwzięć, a także zachęcenie tego banku do sekurytyzacji portfela dla pozyskania środków od inwestorów instytucjonalnych.

Po piąte, należy zrezygnować z interwencji publicznej (przez Ministerstwo Finansów) w przypadkach niedotrzymywania przez samorządy zobowiązań z tytułu emisji zadłużenia.

Uczestnicy rynku są zainteresowani łączeniem się emitentów i organizowaniem większych emisji obligacji (tzw. *pooling*), czyli zwiększeniem skali i atrakcyjności obligacji emitowanych przez małe samorządy oraz/lub przedsiębiorstwa samorządowe. Do realizacji mogłyby służyć spółki celowe (SPV) funkcjonujące w różnych sektorach, w tym wodno-kanalizacyjnym, transportu miejskiego, ogrzewania osiedlowego i kogeneracji (wytwarzanie ciepła i elektryczności przy maksymalnym ograniczeniu strat przesyłu), a także budowy infrastruktury lokalnej, regionalnej i mieszkaniowej. Obligacje byłyby grupowane w pule o wartości co najmniej 100 milionów złotych, a ich atrakcyjność inwestycyjną można by zwiększyć przy zastosowaniu specjalnego kredytu zabezpieczającego płynność, udzielonego przez międzynarodową instytucję finansową bez dodatkowych gwarancji, co dodatkowo wpłynęłoby na obliżenie ryzyka i podwyższenie oceny ratingowej tych instrumentów do poziomu wymaganego przez inwestorów instytucjonalnych. Narodowy Bank Polski i Bank Światowy mogłyby wspólnie przeprowadzić szczegółowe studium wykonalności takiego instrumentu, a jego wyniki przekazać zainteresowanym władzom centralnych, samorządowym i podmiotom gospodarczym.

Tabela 1. Zalecenia

Cel	Zagadnienie	Metoda	Okres*
Kompleksowa reforma otoczenia prawno-regulacyjnego emisji zadłużenia przez samorządy	Zwiększenie samodzielności budżetowej samorządów	Eliminacja limitów i wyłączeń dotyczących podatków samorządowych	średni
		Zwiększenie kalibracji rynkowej podatku od nieruchomości	średni
		Promowanie efektywnego zarządzania majątkiem samorządowym – gruntami, budynkami, lokalami	średni
	Stworzenie warunków dla oceny ryzyka inwestycyjnego obligacji komunalnych	Zniesienie rządowych gwarancji kredytowych dla zagrożonych samorządów	krótki
		Przyjęcie ustawy o upadłości jednostek finansowej samorządu terytorialnego	średni
		Wprowadzenie płynnego, opartego o ocenę zdolności kredytowej wskaźnika ryzyka, jakie stanowi zadłużenie samorządów i zastosowanie 100% wagi w razie braku aktualnej oceny zdolności kredytowej	krótki
		Wymuszenie na samorządach przestrzegania obowiązujących limitów ostrożnościowych	krótki
		Podwyższenie limitów ostrożnościowych dla samorządów, które zastosują procedury oceny ryzyka	średni
		Zastąpienie limitów ostrożnościowych wymogiem oceny zdolności kredytowej emitenta przez co najmniej dwie renomowane agencje ratingowe	długi
		Rezygnacja z formalnego wymogu uzyskania opinii Regionalnej Izby Obrachunkowej odnośnie zdolności danego samorządu do obsługi konkretnego zadłużenia	krótki
	Zwiększenie przejrzystość rynku	Wprowadzenie w budżetach samorządów lokalnych rozróżnienia między wydatkami bieżącymi, a nakładami kapitałowymi (majątkowymi)	średni
		Ograniczenie emisji zadłużenia przez samorządy do przypadków finansowania nakładów kapitałowych	średni
		Stosowanie przez samorządy księgowania memoriałowego	średni
		Zewnętrzny audyt finansowy samorządu jako warunek emisji obligacji	średni

Tabela 1. Zalecenia (cd.)

Cel	Zagadnienie	Metoda	Okres*
Kompleksowa reforma otoczenia prawno-regulacyjnego emisji zadłużenia przez samorządy	Wyrównanie pola gry i szans uczestników rynku długu samorządowego	Stopniowa likwidacja kredytów preferencyjnych udzielanych przez fundusze ochrony środowiska	średni
		Zmniejszenie skali dotacji przez fundusze ochrony środowiska, tak aby ich środki stanowiły uzupełnienie, a nie zastąpienie środków pochodzących z rynku. Odpowiednie nisze rynkowe dla ich działalności winny zostać jasno określone w Narodowej Strategii Rozwoju 2007–2013	średni
		Wygaszenie Funduszu Poręczeń Unijnych prowadzonego przez Bank Gospodarstwa Krajowego	krótki
		Zamknięcie programu BGK kredytów preferencyjnych na prefinansowanie przedsięwzięć objętych funduszami pochodzącymi z Unii Europejskiej	krótki
	Wprowadzenie zasad wykluczających pomoc finansową dla emitentów	Rezygnacja z interwencji w przypadkach niedotrzymywania przez samorządy zobowiązań z tytułu emisji zadłużenia	krótki
Zapewnienie samorządom i ich przedsiębiorstwom dostępu do krajowego rynku kapitałowego	Stworzenie instrumentu „poolingu", czyli zwiększanie atrakcyjności inwestycyjnej długu samorządowego	Opracowanie studium wykonalności dla postulowanego rozwiązania i instrumentu	krótki

* Krótki okres – poniżej roku, średni okres – w ciągu dwóch lat.

Bariery rozwoju rynku obligacji samorządowych

Możemy wyróżnić następujące bariery hamujące rozwój rynku obligacji samorządowych: (i) zagrożenie hazardem moralnym; (ii) mała przejrzystość rynku; (iii) słaby nadzór i konkurencja rynkowa; oraz (iv) niski potencjał podmiotów samorządowych w zakresie gospodarki finansowej.

Zagrożenia hazardem moralnym

Rynek obligacji samorządowych boryka się z hazardem moralnym wywodzącym się z niewłaściwych bodźców dla uczestników rynku oraz z form interwencji państwa w sytuacji, gdy samorządowy emitent nie wywiązuje się ze swoich zobowiązań.

Pierwsze zagrożenie hazardem moralnym wynika z niewystarczającej autonomii budżetowej samorządów, zarówno po stronie wydatków jak i dochodów. Co do wydatków, samorządy w Polsce mają niewielką swobodę kształtowania struktury wydatków, po stronie dochodów pewną swobodę budżetową mają tylko gminy – ich dochody własne stanowią przeciętnie 15% całości budżetu, podczas gdy powiaty i województwa w praktyce nie mają własnych źródeł dochodów, są więc uzależnione od redystrybucji dochodu i dotacji skarbu państwa.

Możliwości gminy w zakresie generowania własnych dochodów budżetowych są ograniczone przez limity wysokości lokalnych podatków, obowiązkowe zwolnienia i ulgi podatkowe, a także ze względu na fakt, że podatek od nieruchomości, stanowiący podstawowe źródło dochodów podatkowych gminy, nalicza się od wielkości a nie wartości nieruchomości. W ten sposób, przychody podatkowe nie rosną w miarę rozwoju gospodarczego gminy. W strukturę maksymalnych stawek podatkowych narzuconych przez państwo wpisano bardzo wysokie opodatkowanie budynków przeznaczonych do prowadzenia działalności gospodarczej i niewielki tylko podatek od budynków mieszkalnych; jeszcze niższe stawki od gruntów sprzyjają spekulacji ziemią. Opisana struktura stanowi w istocie lokalny podatek od aktywów przeznaczonych do prowadzenia działalności gospodarczej i mocno zniekształca gospodarowanie terenami na obszarach miejskich. Oba czynniki hamują miejscowy rozwój gospodarczy i wzrost zatrudnienia, co z kolei osłabia własny potencjał budżetowy samorządów terytorialnych. Wszelkie miejscowe wyłączenia i obniżki stawek podatku od budynków przeznaczonych do prowadzenia działalności gospodarczej pozostają w gestii lokalnych polityków, co rodzi zagrożenia hazardem moralnym.

Drugim zagrożeniem hazardem moralnym jest słaba dyscyplina budżetowa samorządów, wynikająca przede wszystkim z dwóch czynników. Po pierwsze, w polskich przepisach o finansach publicznych brakuje rozróżnienia między bieżącymi wydatkami, a nakładami kapitałowymi (majątkowymi), co umożliwia samorządom zadłużanie się dla finansowania bieżących niedoborów budżetowych (patrz niżej). Po drugie, skarbowy instrument odzyskiwania kredytów (art. 65 ustawy o finansach publicznych) umożliwia władzom państwowym udzielanie prywatnym inwestorom pomocy w razie zaistnienia ryzyka, że emitent sa-

morządowy nie wypełni swoich zobowiązań. Do 2004 r. przepis art. 65 nie był stosowany. W roku 2004, Ministerstwo Finansów udzieliło dwóm gminom kredytów „naprawczych" na uzdrowienie sytuacji finansowej, oprocentowanych według stawki równej połowie obowiązującej stopy redyskontowej. Jednocześnie Ministerstwo Finansów poinformowało, że w przyszłości takie kredyty „naprawcze" będą oferowane za pośrednictwem BGK. Nowe rozwiązanie wprowadzono nowelą ustawy o finansach publicznych, przyjętą przez Sejm w połowie 2005 r. Przydzielanie takich kredytów obciążane jest hazardem moralnym.

Trzecim zagrożeniem hazardem moralnym są sygnały dla uczestników rynku, wynikające z ustawowych limitów ostrożnościowych odnośnie zadłużenia samorządów (limit 60%) i obsługi zadłużenia (limit 15%), niejasne w zestawieniu z planem przychodów jednostki samorządowej.

Zgodnie z przyjętą w roku 2004 nowelą ustawy o finansach publicznych, dług wynikający z umów z instytucjami rozdzielającymi środki unijne nie wchodzi w zakres limitów obsługi zadłużenia ani łącznego zadłużenia samorządu (art. 113 i art. 114). Istnieją dwie wykładnie tego przepisu. Zgodnie z zawężającą interpretacją Ministerstwa Finansów, przepis dotyczy wyłącznie zadłużenia zaciąganego na prefinansowanie środków unijnych. Interpretacja rozszerzająca, przyjęta przez część Regionalnych Izb Obrachunkowych i samorządów, zakłada że wyłączenie obejmuje długi zaciągane w celu współfinansowania przedsięwzięć związanych z wykorzystaniem środków unijnych[5].

Zgodnie z ostatnią nowelizacją ustawy o finansach publicznych, przyjętą przez Sejm w połowie 2005 r., a obecnie analizowaną przez Trybunał Konstytucyjny (na wniosek Prezydenta RP), długi zaciągnięte w związku ze współfinansowaniem środków unijnych są wyłączone z ogólnego zadłużenia samorządu i limitów obsługi zadłużenia aż do chwili otrzymania środków unijnych, kiedy to pozostałą, niespłaconą część zadłużenia uwzględnia się przy rozpatrywaniu ewentualnego przekroczenia tych limitów. Ponadto nowela wyłącza z limitów gwarancje udzielone przez samorządy w celu pokrycia zadłużenia przedsiębiorstw samorządowych, przeznaczonego na wstępne finansowanie (prefinansowanie) lub współfinansowanie (kofinansowanie) przedsięwzięć realizowanych z udziałem środków unijnych.

W konsekwencji, oparta na formalnych wskaźnikach ostrożnościowych opinia Regionalnej Izby Obrachunkowej dotycząca zdolności samorządu do spłaty zadłużenia staje się czystą formalnością; opinia taka może dawać niektórym inwestorom błędne poczucie bezpieczeństwa, szczególnie jeśli inwestorzy chcą wierzyć, że obligacje emitowane przez samorządy są wolne od ryzyka.

W otoczeniu prawno-regulacyjnym, gdzie inwestorzy właściwie wyceniają ryzyko i akceptują przyjęcie na siebie konsekwencji niedotrzymania przez samorząd przyjętych zobowiązań, regulatorem jest rynek, a limity ostrożnościowe mogą okazać się zbędne. Taki system z powodzeniem wprowadziło już kilka krajów OECD. Jeśli na rynku występuje zagrożenie hazardem moralnym, a inwestorzy niewłaściwie wyceniają ryzyko emisji obligacji samorządowych, likwidacja reguł ostroż-

nościowych w odniesieniu do zadłużenia samorządowego może być bardzo niebezpieczne. W szczególności wyłączenie pewnych kategorii zadłużenia z formuły wyliczania limitu obsługi długu może mylić uczestników rynku i dać nieuzasadnione poczucie bezpieczeństwa odnośnie zdolności samorządów do spłaty zobowiązań.

W obecnej sytuacji rynku instrumentów dłużnych w Polsce korzystne byłoby wymuszenie stosowania obowiązujących limitów ostrożnościowych, w szczególności by uniknąć wyłączenia pewnych kategorii długu z wyliczenia ostrożnościowych wskaźników zadłużenia. W miarę postępu reformy otoczenia prawno-regulacyjnego emisji obligacji samorządowych, jednocześnie przy widocznej właściwej wycenie przez inwestrów ryzyka, limity ostrożnościowe będzie można stopniowo podwyższać, a potem całkowicie znieść, zastępując je wymogiem oceny zdolności kredytowej emitenta przez co najmniej dwie renomowane agencje ratingowe.

Czwartym zagrożeniem hazardem moralnym jest poddanie zadłużenia samorządowego przepisom Generalnego Inspektoratu Nadzoru Bankowego (GINB). Zgodnie z tymi przepisami, wskaźnik wagi ryzyka emitentów samorządowych wyliczany dla celów określenia obowiązkowego poziomu kapitału wynosi 20%. Wskaźnik ten nie zmienia się wraz ze zmianami zdolności kredytowej samorządu.

Nowa umowa kapitałowa (Bazylea II) Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego (postanowienia AIG) zawiera dwie możliwości traktowania ryzyka kredytowego przy emisji takiego zadłużenia. Możliwość piersza zakłada istnienie jednolitego, 50-proc. wskaźnika wagi ryzyka; w drugim przypadku wskaźnik ten zmienia się w zależności od oceny zdolności kredytowej samorządu, przy czym w razie braku takiej oceny, jego wartość przyjmuje się na poziomie 100%. GINB wybrał możliwość pierwszą dla oceny ryzyka przy emisji zadłużenia przez samorządy krajów członkowskich Unii Europejskiej oraz możliwość drugą w przypadku samorządów spoza Unii. Zadłużenie przedsiębiorstw komunalnych traktowane jest w kategoriach długu przedsiębiorstwa i ważone jest wskaźnikiem równym 100%, lub 50% jeżeli dług jest zabezpieczony nieruchomościami.

Od roku 2004 rząd podejmował interwencje *ex post* w celu „wybawienia" inwestorów zagrożonych niewypłacalnością małych samorządów. Na rozwiązanie oczekuje jeszcze kilka spraw tego typu. Niektórzy inwestorzy interpretują te działania jako sygnały wskazujące, że rząd będzie interweniować w razie niedotrzymania zobowiązań przez samorządy, w związku z czym zakładają odzyskanie 100% swoich środków w razie niewłaściwej wyceny ryzyka związanego z emisją zadłużenia przez samorząd. Proces ten wykazuje jednak znamiona hazardu moralnego, ponieważ „wybawianie" inwestorów może się kiedyś skończyć.

Brak przejrzystości rynku

Niewystarczająca przejrzystość rynku wynika ze słabości samorządowych zasad rachunkowości, tworzenia budżetu i badania stanu finansów, co z kolei jest konsekwencją braku rozróżnienia między wydatkami bieżącymi a nakładami kapi-

tałowymi (majątkowymi), braku obowiązku prowadzenia rachunkowości memoriałowej i tworzenia sprawozdań ze stanu aktywów i pasywów, a także braku wymogu badania ksiąg finansowych przez podmioty zewnętrzne. Z drugiej strony, ostatnie wymagania odnośnie dołączania wieloletnich planów inwestycyjnych do wniosków o środki na finansowanie inwestycji jest pozytywną zmianą zmierzającą w kierunku lepszego informowania uczestników rynku.

Brak kategorycznego rozróżnienia w polskiej ustawie o finansach publicznych między środkami bieżącymi a nakładami kapitałowymi, powoduje, że nie jest możliwe ograniczenie emisji zadłużenia przez samorządy wyłącznie do finansowania inwestycji („złota zasada zrównoważonego budżetu"). Pod koniec lat 90. sformułowano zalecenia odnośnie wprowadzenia obowiązku odseparowania od siebie tych pozycji, ponieważ ułatwiłoby to dozorowanie i kontrolę zaciągania zobowiązań na szczeblu lokalnym i spowodowałoby większą przejrzystość programów inwestycyjnych. Jednocześnie brak obowiązku prowadzenia rachunkowości w układzie memoriałowym i tworzenia sprawozdań ze stanu aktywów i pasywów ogranicza zakres informacji o sytuacji finansowej samorządów, dostępnych dla uczestników rynku.

Brak obowiązku prowadzenia i publikowania wyników badania ksiąg finansowych samorządów przez zewnętrzne podmioty w jeszcze większym stopniu ogranicza zakres informacji dostępnych dla uczestników rynku. W szczególności, nie publikuje się opinii Regionalnych Izb Obrachunkowych odnośnie zdolności samorządu do spłaty konkretnej pozycji zadłużenia, choć uczestnicy rynku mogą je otrzymać powołując się na ustawę o dostępie do informacji.

Wśród pozytywnych aspektów należy wymienić wprowadzony w 2005 r. wymóg, by samorządy wymagające pomocy w celu finansowania planowanych inwestycji opracowywały wieloletnie plany inwestycyjne, z uwzględnieniem źródeł finansowania inwestycji. Wieloletni plan inwestycyjny musi zostać zatwierdzony przez organ samorządowy i Regionalną Izbę Obrachunkową.

Prawodawstwo obowiązujące samorządy dopuszcza tworzenie struktur obejmujących kilka samorządów (np. spółek stowarzyszeń samorządów terytorialnych), mogących zaciągać zobowiązania finansowe. Wszystkie wyżej wymienione ograniczenia dotyczące jednostek samorządowych stosują się również do przedsięwzięć realizowanych przez stowarzyszenia samorządów terytorialnych.

Do niedawna otoczenie prawno-regulacyjne dotyczące prywatnych udziałów w miejscowych spółkach było rozproszone. Sytuacja uległa poprawie po przyjęciu 28 lipca 2005 r. ustawy o partnerstwie publiczno-prywatnym, która określa podstawowe zasady i procedury współpracy między podmiotem publicznym a partnerem prywatnym w trakcie ustalania struktury wspólnych przedsięwzięć. Wydaje się jednak, że ustawa nie uwzględnia szerokiego zakresu implikacji finansowych przedsięwzięć, a rząd nie wydał jak dotąd stosownych aktów wykonawczych.

W szczególności, obowiązujący na gruncie prawa europejskiego, zakaz finansowania inwestycji z udziałem prywatnych podmiotów środkami

z funduszy strukturalnych i funduszu spójności w istotnym zakresie zniechęca do realizacji przedsięwzięć w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego. W ostatnim czasie jedno z większych polskich miast zostało zmuszone do rezygnacji z planów zastosowania rozwiązań partnerstwa publiczno-prywatnego do realizacji przedsięwzięcia w dziedzinie gospodarki odpadami, gdyż Unia Europejska odmówiła wsparcia ze środków Funduszu Spójności ze względu na udział mniejszościowego partnera prywatnego. Aby obejść tę przeszkodę prawną, Polska może skorzystać z doświadczeń poprzednich beneficjentów środków unijnych i stworzyć dwuetapowe strategie, aby połączyć środki unijne i finansowanie miejscowych usług z funduszy prywatnych. W pierwszym etapie samorząd tworzy spółkę ze 100% udziałem samorządu. Spółka zawiera umowy z wykonawcą usług budowlanych i operatorem nowego systemu. Operator występuje do Unii o wyasygnowanie środków z Funduszu Spójności i emituje na rynku krajowym obligacje, z których dochód daje możliwość wstępnego finansowania w oczekiwaniu na fundusze unijne oraz całej należności partnera krajowego. W drugim etapie, po ukończeniu prac i wypłacie środków z Funduszu Spójności, spółka zostaje sprzedana inwestorowi prywatnemu. Operator systemu mógłby mieć możliwość zakupu spółki, a w razie jego rezygnacji spółka zostałaby odsprzedana zainteresowanemu inwestorowi.

Słaby nadzór i konkurencja rynkowa

Nadzór nad rynkiem boryka się z brakiem jasnych zasad postępowania odnośnie zaprzestania realizacji zobowiązań przez samorząd i odzyskiwania należności wynikających z zadłużenia. Obowiązujące przepisy dają rządowi możliwość mianowania komisarza w razie niewykonywania swoich zobowiązań przez samorząd. Rola komisarza polega m.in. na umożliwieniu inwestorom odzyskania zainwestowanych środków. Dostępność rządowego kredytu naprawczego dla uzdrowienia sytuacji finansowej i faktyczne interwencje generuje czytelny sygnał, że inwestorzy mogą liczyć na odzyskanie swoich środków w razie problemów samorządu z obsługą długu.

Stworzenie konkurencyjnego otoczenia dla finansów samorządowych jest krytycznie ważne dla umożliwienia rynkowi posługiwania się zdywersyfikowanymi samorządowymi produktami dłużnymi i dzięki nim: (i) wydajnej mobilizacji środków finansowych od inwestorów właściwie oceniających ryzyko kredytowe, oraz (ii) wydajnej alokacji środków finansowych między konkurującymi lokalnymi inwestycjami. W wielu krajach ustrój konkurencji na rynku finansów samorządowych jest zaburzony przez istnienie rządowych programów preferencyjnego finansowania oferowanego przez rządowe agencje lub sektor bankowy. Skalibrowanie negatywnych efektów takich interwencji jest z reguły trudne i wymaga iteratywnego „dostrojenia", aby wyeliminować niepożądane „wypieranie rynku" a jednocześnie umożliwić pożądane „uzupełnianie rynku" wnoszone przez te programy. W Polsce mamy do czynienia z dwoma takimi programami preferencyjnego finansowania samorządowych inwestycji przez: (i) Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej oraz fundusze wojewódzkie; (ii) Bank Gospodarstwa Krajowego.

Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska (NFOŚiGW) oferuje samorządom, ich jednostkom budżetowym i przedsiębiorstwom bezpośrednie kredyty z preferencyjnym oprocentowaniem, dotacje i gwarancje innych kredytów. Jeszcze większe dopłaty do oprocentowania można zwykle otrzymać zaciągając kredyt w jednym z funduszy wojewódzkich. Zakres dopłat zależy od rodzaju kredytobiorcy i – w pewnym stopniu – od typu planowanego przedsięwzięcia. Ogólna zasada mówi, że oprocentowanie jest tym niższe, im mniejsza jest zasobność kredytobiorcy. Pod koniec lat 90. pojawiła się tendencja obniżania poziomu dopłat, która jednak uległa odwróceniu po 2001 r. Zbiegło się to z udostępnieniem pierwszych instrumentów przedakcesyjnych (fundusze LSIF i ISPA), co zmniejszyło apetyty na kredyty przeznaczone na finansowanie rozwoju infrastruktury długiem – samorządy oczekiwały możliwości pozyskania dotacji z unijnych funduszy strukturalnych i spójności. Nastąpił znaczny spadek popytu na kredyty z funduszy „środowiskowych", a te zareagowały obniżeniem oprocentowania, by zmniejszyć rosnące salda niezagospodarowanych środków finansowych w ich dyspozycji.

Fundusze „środowiskowe" oferują również dopłaty do oprocentowania kredytów, które banki komercyjne udzielają na finansowanie określonych przedsięwzięć. Działania te spowodowały zaburzenia dwojakiego rodzaju. Po pierwsze, dopłaty do oprocentowania zachęcały banki do podwyższania stóp procentowych kredytów związanych z tym mechanizmem. Po drugie, zaburzenia te można było w pewnym stopniu łagodzić dzięki selekcji banków na zasadach konkurencji oprocentowania sald, Narodowy Fundusz faworyzował najczęściej Bank Ochrony Środowiska, którego jest głównym udziałowcem. Z kolei niektóre fundusze wojewódzkie (z Krakowa i Wrocławia) zlecały prowadzenie programów dopłat do oprocentowania bankom oferującym najkorzystniejsze warunki cenowe, co częściowo niwelowało negatywne skutki wspomnianych zaburzeń.

Zadaniem funduszy „środowiskowych" było częściowe kompensowanie niewydolności rynków powodowanej niewystarczającym rozwojem ich segmentów finansowych oraz nadmierną centralizacją finansów publicznych w pierwszych latach przemian gospodarczych. Ponieważ na przestrzeni ostatnich 15 lat nastąpiły ogromne zmiany, pojawiły się pytania o wartość dodaną i przydatność tych funduszy. W szczególności, nie było jasne, w jakim zakresie środki funduszy wypierają finansowanie rynkowe – co nie jest pożądane, a w jakim je uzupełniają – co jest pożądane. Skonfrontowane z tymi zmianami, fundusze zaczęły analizować swoją rolę i wystąpiły m.in. do Banku Światowego o pomoc w opracowaniu zasad ich stopniowego dostosowania do nowych warunków rynkowych i zasad funkcjonowania.

BGK prowadzi trzy programy preferencyjnego finansowania działalności samorządów terytorialnych: (i) program kredytów Krajowego Funduszu Mieszkaniowego na finansowanie mieszkalnictwa społecznego oraz infrastruktury; (ii) Fundusz Poręczeń Unijnych dla kredytowania współfinansowania; oraz (iii) program kredytów preferencyjnych na prefinansowanie środków unijnych, które działają na zasadzie refundacji.

1) Kredyty Krajowego Funduszu Mieszkaniowego na finansowanie mieszkalnictwa społecznego oraz infrastruktury. Przez ostatnie 10 lat, BGK udzielił samorządom 80 kredytów na finansowanie inwestycji infrastrukturalnych związanych z przedsięwzięciami w zakresie społecznego budownictwa mieszkaniowego realizowanymi przez towarzystwa budownictwa społecznego (TBS). Kredyty były oprocentowane po stawce równej połowie stawki kredytu redyskontowego (nie więcej niż 3,5%), a ich zapadalność wynosiła od 7 do 8 lat. Żaden kredyt nie przekraczał 1 mln złotych. Popyt na kredyty infrastrukturalne – w przeciwieństwie do TBS – skurczył się w ostatnich latach, a dziś stanowią tylko bardzo niewielką część działalności Funduszu.

2) Fundusz Poręczeń Unijnych. W 2004 r. GINB doprowadził do zmiany obowiązujących przepisów, nakładając na banki obowiązek zapłaty odsetek od obowiązkowych rezerw w NBP. Narodowy Bank Polski zgodził się przeznaczyć część dochodu z odsetek od obowiązkowych rezerw banków na Fundusz Poręczeń Unijnych zarządzany przez BGK. Fundusz udziela gwarancji i poręczeń kredytów zaciągniętych przez samorządy i spółki samorządowe z przeznaczeniem na współfinansowanie i prefinansowanie środków unijnych. Gwarancje pokrywają 80% wartości kredytu/obligacji (prefinansowanie), lub 60% wartości kredytu/obligacji (współfinansowanie). Kwota pojedynczej gwarancji jest ograniczona do 5 mln euro w przypadku gwarancji dotyczących jednego przedsięwzięcia oraz 100 tys. euro w przypadku gwarancji dotyczących portfela przedsięwzięć. Cena gwarancji waha się od 1% wartości kredytu/obligacji w przypadku przedsięwzięć o wartości poniżej 1 mln euro (płatne z góry), do 2% w przypadku przedsięwzięć o wartości powyżej 5 mln euro (płatne z góry). Biorąc pod uwagę bardzo małe marże obligacji samorządów (patrz część II powyżej), gwarancje FPU są nieatrakcyjne dla samorządów, a jak dotąd występowały tylko w przedsięwzięciach małych i średnich przedsiębiorstw.

3) Prefinansowanie środków unijnych. Spodziewane fundusze unijne, przeznaczone na różnorodne przedsięwzięcia – w większości na ochronę środowiska i budowę dróg – zostały rozplanowane i podzielone między wykonawców. Prace rozpoczną się wiosną 2006 r., a wykonawcy będą otrzymywać płatności w miarę postępu prac budowlanych. W apogeum tej działalności potencjał sektora budowlanego wykorzystywany będzie do maksimum, co dotyczy również zdolności samorządów do tworzenia budżetów inwestycyjnych, planowania przestrzennego oraz wydawania licznych uzgodnień i zezwoleń. Dotycząca realizacji przedsięwzięć zasada „n+2", narzucona przez UE stanowi wyzwanie i wiąże się z ryzykiem opóźnień, w konsekwencji zaś brakiem pewności co do terminów wypłaty środków unijnych. Rząd zlecił BGK stworzenie odpowiedniego bufora w postaci bezpośrednich kredytów na prefinansowanie, finansowanych z budżetu państwa i unijnych zaliczek. Kredyty dostępne są na zasadach preferencyjnych i oprocentowane poniżej stawki rynkowej (0,5 – 0,7 rocznych bonów

skarbowych). Jak dotąd udzielono około 600 takich kredytów, a dalsze 500 oczekuje na rozpatrzenie. Wartość kredytów zamyka się kwotą 3 mld złotych. Zdaniem BGK budżet nie podoła wzrostowi wolumenu dopłat i rozważa możliwości wycofania się z bezpośredniego finansowania przez utworzenie osobnego funduszu, którego środki pochodziłyby z zaliczek unijnych i emisji obligacji dla inwestorów instytucjonalnych. Jednocześnie banki komercyjne same przygotowują produkty związane z prefinansowaniem, oczekując wycofania się BKG z dopłat do oprocentowania. BGK rozważa możliwość wprowadzenia produktu zorientowanego na rozszerzenie akcji kredytowej banków komercyjnych związanej z prefinansowaniem i współfinansowaniem środków unijnych. Bank pełni również rolę operatora, łącząc kredyty przeznaczone na prefinansowanie, współfinansowanie i przedsięwzięcia budowlane.

Niski potencjał w zarządzaniu finansami

Zdolność kredytową gmin obniża ich niski potencjał w zakresie zarządzania finansami, czego dowodem jest brak spójnego podejścia do zarządzania aktywami i pasywami (ALM). Budżety gmin borykają się z brakiem aktywnego zarządzania nieruchomościami (aktywa), ponieważ nie stanowią one części systemu ALM. Istnieją niepełne rejestry majątkowe z niezbędnymi danymi ekonomicznymi i finansowymi. Rejestry takie pozwalają na ocenę efektywności zarządzania majątkiem przez zestawienie z wyznaczonymi celami i normami porównawczymi. W konsekwencji, udział dochodu netto z aktywów jest często poniżej optimum, a wartości aktywów nie odzwierciedlają ich rzeczywistego potencjału. Strategie zarządzania aktywami w praktyce nie są wyartykułowane, a działania są z reguły zredukowane do procedur przetargowych obejmujących sprzedaż i wynajem, których celem jest generowanie środków na finansowanie bieżących deficytów raczej niż na generowanie stabilnego regularnego dochodu lub racjonalizacji kosztów gospodarowania gruntami, budynkami i lokalami. Gminom brakuje też odpowiednich systemów zarządzania ryzykiem finansowym (pasywa).

Wysiłkom na rzecz wzmocnienia potencjału zarządzania finansami zorientowanym na wprowadzenie nowoczesnych technik zarządzania aktywami i pasywami przez samorządy należy nadać charakter priorytetowy, jako działaniom zmierzającym w kierunku zwiększenia możliwości absorpcji środków unijnych poprzez wzmocnienie finansów samorządowych.

Przypisy

[1] Obligacje samorządowe odnoszą się do obydwu kategorii obligacji przewidzianych ustawowo dla samorządów i ich przedsiębiorstw: (i) obligacje komunalne zabezpieczone na ogólnych dochodach gminy; oraz (ii) obligacje przychodowe zabezpieczone przychodami z danej działalności.

[2] Patrz szkic analizy (Draft Policy Note): „The Polish Fixed--Income Securities Market – recent developments and selected policy challenges", M. Noel, N. Akamatsu, W. J. Brzeski i C. Segni, Bank Światowy, Waszyngton, kwiecień 2006.

[3] W przypadku niektórych banków, cały proces od złożenia wstępnego wniosku do niepublicznej emisji obligacji nie trwa dłużej niż trzy tygodnie.

[4] Należą do nich Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej oraz 16 funduszy wojewódzkich.

[5] Wykładnia rozszerzająca opiera się na opinii, że współfinansowanie jest integralną częścią umów z instytucjami rozdzielającymi środki unijne, zgodnie z treścią artykułu 113 i artykułu 114 ustawy.

notatki

Marcin Święcicki – **Departament Finansowania Strukturalnego PKO BP SA**

Rynek obligacji komunalnych z perspektywy organizatora emisji

Rynek obligacji komunalnych rozwinął się w Polsce po uchwaleniu nowej ustawy o obligacjach w 1995 r. Pierwszymi miastami, które na początku 1996 r. przeprowadziły emisje obligacji komunalnych były Gdynia i Ostrów Wielkopolski. Przez blisko dziesięć lat istnienia rynek ewoluował, w wyniku czego po kilku latach powstał standardowy instrument, który z drobnymi modyfikacjami funkcjonuje do dzisiaj. O jego specyfice zadecydowały przede wszystkim dwa czynniki: potrzeby samorządów oczekujących taniego i prostego źródła finansowania oraz polityka banków oferujących usługi organizacji i gwarantowania emisji. Obecnie rynek obligacji komunalnych jest zdominowany przez emisje niepubliczne i to o niewielkiej wartości.

Tabela 1. Umowy emisyjne w 2005 r.

Bank	Liczba emisji	Wartość emisji (mln zł)	Średnio (mln zł)
PKO BP	38	317,1	8,3
BISE	20	78,7	3,9
BGK	17	162,1	9,5
BOŚ	6	42,2	7,0
Ogółem	87	780,4	9,0

Źródło: Obliczenia własne.

W zeszłym roku średnia wartość emisji obligacji komunalnych wynosiła 9 mln zł. Najmniejsza pojedyncza emisja miała wartość 1 mln zł, największa – 100 mln zł. Najwięcej emisji przeprowadziły cztery banki – PKO BP, BISE, BGK i BOŚ. Po odliczeniu trzech największych ubiegłorocznych emisji średnia wartość pozostałych zmniejszyłaby się do 6,7 mln zł. Wniosek? Głównym uczestnikiem rynku obligacji komunalnych są samorządy małe i średnie – nawet gminy wiejskie są w stanie wyemitować obligacje i pozyskać w ten sposób środki finansowe.

Jakie czynniki wpłynęły na kształt polskiego rynku obligacji komunalnych? Po pierwsze – rozwiązania ustawy o obligacjach uchwalonej w połowie lat 90. były bardzo liberalne. Emitent, czyli samorząd, poszukujący środków i decydujący się na emisję obligacji może w bardzo prosty sposób pozyskać środki z emisji niepublicznej ponosząc przy tym niewielkie koszty. W kolejnych latach banki, starając się wyjść ze swoją ofertą naprzeciw oczekiwaniom samorządów (a było nim przede wszystkim pozyskanie środków możliwie najniższym kosztem), wypracowały instrument pozwalający zaspokoić oczekiwania samorządów. Wbrew głosom niektórych analityków na polskim rynku praktycznie nie występuje bariera opłacalności emisji związana z jej wielkością, brak natomiast stałych kosztów, które powodowałyby nieopłacalność mniejszych emisji. W istniejącym standardzie emisji niepublicznej wynagrodzenie banku-organizatora stanowiące jedyny koszt przygotowania jest liniowo zależne od kwoty emisji. Samorząd, który chce pozyskać z emisji 1 mln zł, może uzyskać taką kwotę na warunkach porównywalnych, czy też konkurencyjnych do kredytów inwestycyjnych oferowanych przez banki komercyjne.

Tabela 2. Prowizje za organizację emisji w 2005 r.

Rozpiętość marż w% (ponad BS52)	0,05 – 1,50 (średnio 0,35%)
Rozpiętość marż w% (ponad WIBOR)	0,10 – 1,15 (średnio 0,38%)

Źródło: Obliczenia własne.

W 2005 r. przeprowadzono blisko 90 nowych emisji. Wynagrodzenie banku-organizatora, czyli prowizje, wynosiły od 0,05 do 1%, a w ujęciu kwotowym od 4 do 102 tys. zł. Nie licząc trzech największych emisji, prowizje zawierały się w przedziale od 3 do 30 tys. zł.

Przeciętnie emisja nawet dziesięcio- lub dwudziestomilionowa nie kosztuje więcej niż 30 tys. zł, zaś kilkumilionowa – od 5 do 10 tys. zł.

Tabela 3. Marże dla obligacji komunalnych w 2005 r.

Rozpiętość prowizji w%	0,05–1,00
Rozpiętość prowizji w zł	3680–102 200
Średnia prowizja w zł	16 900

Źródło: Obliczenia własne.

Oprocentowanie (drugi składnik kosztów emitenta obligacji) w większości przypadków uzależnione jest od rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych. Taki model zaproponował

w 1996 r. organizator pierwszych emisji obligacji komunalnych – ING Bank. Konstrukcja ta została zaakceptowana przez emitentów i inwestorów i w bliskim horyzoncie czasowym bardzo trudno będzie ją zmienić.

Ostatnio powoli zaczęły pojawiać się emisje oparte na stawce WIBOR plus marża, ale one bardzo trudno się przebijają, ponieważ samorządy przyzwyczaiły się, że oprocentowanie obligacji jest uzależnione od rentowności bonów skarbowych. Tak skonstruowane oprocentowanie jest bowiem niższe niż w przypadku powiązania ze stawką WIBOR. W efekcie, dla najniższych marż, które gminy osiągają ponad rentowność bonów skarbowych zgodnie z przeliczeniem według dzisiejszych relacji, samorządy uzyskują rentowność na poziomie niższym niż WIBOR. Obecnie rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych jest o ok. 0,20% niższa od stawek WIBOR. Należy jednak pamiętać, że w ubiegłym roku sytuacja była odwrotna. Rentowności bonów skarbowych były bowiem wyższe niż odpowiednie stawki WIBOR. Emitent nie ma gwarancji, że za 5 czy 10 lat (bo na taki okres obligacje są emitowane) emisja oprocentowana według bonów skarbowych z niską marżą będzie poniżej stawki WIBOR.

Średnie marże w 2005 r. wynosiły powyżej 0,3% ponad stopę bazową zarówno w przypadku bonów jak i stawki WIBOR. Średnia marża ustalona według WIBOR jest o co najmniej 0,2% wyższa w porównaniu z emisjami ustalonymi według bonów skarbowych. Powodem jest mniejsza liczba emisji opartych na stawce WIBOR – emitentami są mniejsze samorządy i mniejsza jest też wartość emisji.

Przy zachowaniu obecnych warunków rynkowych, przy nadpłynności sektora bankowego, przy polityce banków, które oferują organizację emisji i starają się zachować silną pozycję na rynku, na pewno na rynku obligacji komunalnych będą dominować emisje niepubliczne. Chyba, że dojdzie do zmian ustawowych ograniczających możliwość emitowania obligacji przez samorządy lub wprowadzone zostaną wymogi, które będą wiązały się z kosztami w praktyce uniemożliwiającymi emisje w obecnym kształcie.

Obligacje w porównaniu z kredytami komercyjnymi dają samorządom dłuższy horyzont finansowania i dłuższą karencję w spłatach. Obecnie pozwalają uzyskać pięcio- lub dziesięcioletnią karencję przy powszechnie oferowanym 15-letnim okresie finansowania w przypadku emisji na cele inwestycyjne.

Konkurencja między bankami – organizatorami emisji – jest bardzo ostra. Banki są w stanie przygotowywać emisje obligacji, gwarantować je i ponosić ryzyko utrzymywania ich przez pewien okres w swoim portfelu. W przypadku PKO BP od 50 do 60% portfela obligacji pozostaje w księgach banku, pozostała część trafia do inwestorów docelowych. Silna konkurencja banków powoduje kompresję marż. Dlaczego konkurencja jest tak silna? Banki traktują organizację emisji obligacji, czy ich gwarantowanie, jako alternatywę dla udzielania samorządom kredytu inwestycyjnego. Muszą zatem oferować takie warunki przeprowadzenia emisji, aby koszt obligacji był porównywalny lub nieco niższy niż oprocentowanie udzielonego na taki sam okres kredytu in-

westycyjnego. Na rynku kredytowym samorządy są tak dobrze postrzegane przez sektor bankowy, że uzyskiwane w przetargach marże kredytów opartych na stawce WIBOR zaczynają się od kilku setnych procenta. Nawet małe i średnie samorządy potrafią uzyskać kredyty na warunkach: WIBOR plus 0,2%. Tak postępuje nie jeden czy kilka, lecz kilkanaście banków. Konkurencja kredytowa powoduje, że banki nie mogą oferować obligacji oprocentowanych na poziomie WIBOR plus 1% czy 1,5%, które z pewnością rozeszłyby się „na pniu" wśród inwestorów finansowych. Żaden samorząd nie byłby wtedy zainteresowany wypuszczaniem obligacji.

Zmiany prawne, które miały miejsce w 2004 r. przy okazji nowelizacji ustawy o zamówieniach publicznych zachęciły kolejne banki do organizowania emisji obligacji komunalnych. Nowelizacja stanowi, że usługi finansowe związane z przygotowaniem i organizacją emisji papierów wartościowych zostały wyłączone spod zamówień publicznych. Jeśli podmiot, który jest jednostką sektora publicznego chce zaciągnąć kredyt, musi zorganizować przetarg, który rządzi się swoimi prawami, czyli: musi trwać określony czas i wiąże się z ryzykiem unieważnienia z przyczyn formalnych. Alternatywą jest emisja obligacji, która nie wiąże się z wymogiem przetargu. Zainteresowany podmiot może więc prowadzić rozmowy z kilkoma bankami, może przeprowadzić postępowanie zbliżone do przetargu, może też rozmawiać tylko i wyłącznie z jednym bankiem. Procedura przygotowania emisji jest zatem na pewno krótsza i prostsza. Po znowelizowaniu ustawy o zamówieniach publicznych banki, co wyraźnie widać, starają się oferować instrument nazywany obligacją, który jest bardzo podobny do bankowego kredytu. W przypadku niektórych banków, chociaż instrument nosi nazwę obligacji, to ma miesięczny kupon oparty na stawce WIBOR i zapadalność rat kapitałowych w każdym kwartale, co odróżnia go od dotychczasowych emisji obligacji komunalnych opartych na rentowności bonów skarbowych. Następuje zatem substytucja kredytów przez emisję obligacji, a organizatorzy takich emisji nie próbują nawet tworzyć rynku wtórnego takich „obligacji".

W bliższej perspektywie nie widać szans ani możliwości diametralnej zmiany rynku obligacji komunalnych w Polsce. Emisji niepublicznych będzie na pewno więcej. W 2005 r. przeprowadzono ich ponad 80, a do końca kwietnia 2006 r. zorganizowano już 40. Wyraźnie widać zwiększone zainteresowanie emitentów. Samorządy decydują się na emisje niepubliczne, które są dla nich zdecydowanie najtańsze i najwygodniejsze. Dopóki nawet małe samorządy będą mogły przeprowadzać własną emisję obligacji, dopóty rynek się nie zmieni. Dotychczasowe próby przeorganizowania rynku (próby łączenia emitentów i organizowania większych emisji przez „poole" obligacji czy banki obligacyjne) nie powiodły się. Podobnie wygląda kwestia emisji publicznych. Zorganizowano ich tylko pięć, są bowiem znacznie droższe niż większość emisji niepublicznych.

Michał Bitner – **Wydział Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego**

Finansowanie strukturalne w jednostkach samorządu terytorialnego – skąd przyszło, dokąd zmierza?

Stosunkowo nową i mało dotychczas wykorzystywaną ideą leżącą u podstaw kilku form finansowania inwestycji komunalnych jest finansowanie strukturalne (*project financing*). O ile klasyczne sposoby pozyskiwania środków zewnętrznych na finansowanie inwestycji opierają się na różnych modyfikacjach stosunku pożyczki (kredyt bankowy, emisja dłużnych papierów wartościowych), którego zawiązanie zależy od postrzegania przez inwestora zdolności kredytowej kontrahenta, o tyle w przypadku *project financing* uwaga inwestorów skupiona jest raczej na aktywach samego przedsięwzięcia i generowanych przez nie przychodach jako potencjalnych źródłach zwrotu zainwestowanego kapitału. Formuła finansowania strukturalnego stosowana na początku tylko w przypadku realizacji biurowców i innych nieruchomości o charakterze komercyjnym może z powodzeniem być stosowana także przy finansowaniu obiektów infrastruktury. Cechą łączącą rozmaite odmiany *project financing* jest całkowity lub częściowy brak możliwości zaspokojenia roszczeń inwestora z majątku kontrahenta. Wynagrodzeniem za to zwiększone ryzyko jest ekspektatywa wysokiej rentowności wynikającej z prawa do przychodów ze zrealizowanej inwestycji.

Partnerstwo publiczno-prywatne

Koncepcja finansowania strukturalnego przedsięwzięć, których realizacja stanowiła tradycyjnie domenę administracji publicznej, może przybrać postać partnerstwa publiczno-prywatnego (*public-private partnership*). Pojęcie to określa

specyficzne powiązania umowne między podmiotem publicznym występującym jako usługodawca, a prywatnym przedsiębiorstwem, które z punktu widzenia rynku identyczne usługi może świadczyć z równym powodzeniem.

Celem tych umów jest zapewnienie świadczenia usług o charakterze użyteczności publicznej wszędzie tam, gdzie przekazanie przez administrację publiczną pewnych funkcji gospodarczych sektorowi prywatnemu jest ze względów politycznych lub ekonomicznych niewskazane, ale jednocześnie nie można sobie wyobrazić finansowania danego przedsięwzięcia bądź zarządzania nim bez udziału przedsiębiorstw prywatnych. Podmiot publiczny jest z reguły odpowiedzialny za identyfikację odpowiednich projektów inwestycyjnych, określa warunki świadczenia usług, wybiera prywatnego kontrahenta, stosując procedury przetargowe (w szczególności dialog konkurencyjny), uczestniczy w przygotowaniu i finansowaniu inwestycji, pełni również funkcje kontrolne w fazie eksploatacji obiektu. Na przedsiębiorcy natomiast spoczywa zasadniczy ciężar planowania, budowy, finansowania i zarządzania inwestycją – zasadniczo na własne ryzyko.

Koszty realizacji inwestycji pokrywane są z opłat za korzystanie z obiektu, zatem przedsiębiorca musi być uprawniony do w miarę swobodnego ich kształtowania. Ponieważ w takim ujęciu partnerstwo publiczno-prywatne opiera się na systemie *project financing,* jedynym zabezpieczeniem podmiotu prywatnego są przyszłe przychody i „substancja" realizowanej inwestycji. Choć najbardziej spektakularne przykłady partnerstwa publiczno-prywatnego związane są z działalnością rządu (większość przedsięwzięć PFI w Wielkiej Brytanii, autostrady francuskie, niektóre projekty z zakresu TEN), jego udział w finansowaniu infrastruktury komunalnej jest w niektórych krajach znaczący (np. zaopatrzenie w wodę lub oczyszczanie ścieków we Francji).

Analizując kierunki rozwoju krajowego ustawodawstwa zmierzającego do upowszechnienia schematów PPP jako metod rozwoju infrastruktury, należy uwzględnić kilka podstawowych założeń. W literaturze problematyki relacji pomiędzy prawem a rozwojem (*law and development*) przeważa obecnie pogląd, że zmiany prawne mają często charakter drugorzędny wobec silnego wsparcia politycznego dla określonej instytucji. Samo uchwalenie ustawy (i przygotowanie od dawna oczekiwanych rozporządzeń wykonawczych) z pewnością nie spowoduje powstania rynku przedsięwzięć PPP. Nie istnieje jeden najlepszy, możliwy do zastosowania w każdym przypadku model partnerstwa publiczno-prywatnego. Równie ważne, a być może ważniejsze od zmian prawno-instytucjonalnych są zmiany o charakterze organizacyjnym.

Doświadczenia większości krajów europejskich wskazują, że nie do pomyślenia jest upowszechnienie koncepcji PPP bez istnienia komórki organizacyjnej w ramach administracji rządowej pełniącej funkcję banku informacji, *think tank* oraz doradcy jednostek sektora publicznego zamierzających realizować przedsięwzięcia PPP, jak również koordynatora ewentualnego programu pilotażowego. Jednostka ta mogłaby również – na podstawie doświadczeń ewentualnego programu pilotażowego – zajmować się standaryza-

cją umów PPP (pakietu kontraktowego), która ma zasadnicze znaczenie dla upowszechnienia modelu (por. brytyjskie SoPC, których stosowanie jest obligatoryjne [sic!]), jak również komunikacją społeczną – jednym z warunków wdrożenia modelu PPP jest bowiem jego społeczna akceptacja. Po piąte, jak się wydaje – wbrew opiniom głoszonym przez przedstawicieli biznesu – konieczny dla rozwoju PPP w Polsce program pilotażowy powinien zapewniać m.in. minimalizację i dywersyfikację ryzyka i obejmować przedsięwzięcia nie wymagające olbrzymich nakładów inwestycyjnych, w sektorach, których wybór w największym stopniu uprawdopodabnia powodzenie programu, a jednocześnie nie rodzi silnej, a często niemerytorycznej krytyki społecznej. Z tego względu należałoby rozważyć zastosowanie w pierwszej kolejności schematów PPP właśnie w sektorze usług komunalnych (np. wodno-kanalizacyjnym).

Obligacje przychodowe

Niewątpliwie obligacje przychodowe miały być implantacją do krajowego porządku prawnego amerykańskiej instytucji *revenue bonds*. Do takiej konkluzji prowadzi kilka przesłanek. Po pierwsze, amerykańscy konsultanci już w czasie prac nad oryginalną wersją ustawy wskazywali na potrzebę umożliwienia gminom emisji obligacji przychodowych wzorowanych na modelu amerykańskim. Po drugie, wątek amerykańskich *revenue bonds* pojawiał się wielokrotnie w czasie rozmaitych spotkań i konferencji z udziałem pracowników KPWiG. Po trzecie, instytucja *revenue bonds* narodziła się w Stanach Zjednoczonych, co więcej, kraj ten pozostaje jedynym państwem OECD, w którym *revenue bonds* są często stosowaną formą pozyskiwania środków pożyczkowych, należy zaś do nielicznych, w których emisja *revenue bonds* jest prawnie uregulowana (choć regulacje te mogą się różnić w poszczególnych stanach).

Revenue bonds – to obligacje, których obsługa i wykup są finansowane wyłącznie z przychodów generowanych przez sfinansowany z ich emisji projekt inwestycyjny lub przez określoną grupę innych obiektów, albo z różnych, niepodatkowych wpływów emitenta. Właściwie każda emisja *revenue bonds* jest inna, dlatego analiza: popytu na określone usługi, wydajności, konkurencji oraz oszacowanie kosztów są wymagane przy każdym projekcie tego typu. Niemniej istnieją obiekty tradycyjnie finansowane przez emisję obligacji przychodowych, co znalazło wyraz w funkcjonalnym wyodrębnieniu szeregu grup tych walorów: *electric utility bonds, resource recovery bonds, sports complex and convention center bonds, water and sewer system bonds, toll road bonds, transit revenue bonds, industrial revenue and pollution control bonds, airport bonds, hospital bonds, housing bonds, college and university bonds, student loan bonds, multifamily* albo *single-family revenue bonds*. Dwie ostatnie grupy stanowią przykład *revenue bonds* zabezpieczonych nie przychodami z inwestycji, lecz spłatami pożyczek gwarantowanych przez budżet federalny lub spłatami kredytów hipotecznych również korzystających przeważnie z gwarancji skarbowych federalnych bądź stanowych. W takich przypadkach operacja emisji *revenue bonds* upodabnia się zdecydowanie do sekurytyzacji aktywów.

Zdecydowana większość emisji *revenue bonds* – to bardzo złożone pod względem prawnym przedsięwzięcia. Interesy obligatariuszy są chronione wielką liczą rozmaitych instrumentów prawnych i finansowych, co nierzadko jest ważniejsze od samej inwestycji i generowanych przez nią przychodów.

Kluczowym dla każdej emisji dokumentem jest *bond resolution*, określający porządek, w jakim uzyskiwane przychody będą alokowane między różne cele i odpowiadające im rachunki: eksploatacji, obsługi zadłużenia, rezerw i pozostałe (*flow of fund structure*). Rachunek eksploatacji, z którego pokrywane są bieżące koszty funkcjonowania obiektu uznawany jest zwykle miesięcznie kwotą odpowiadającą 1/12 przychodów. Rachunki obsługi zadłużenia (kapitału i odsetek) zasilane są kwotą wystarczającą do bieżącej spłaty zobowiązań. Rachunki rezerw (obsługi zadłużenia, eksploatacji, dla pokrycia wydatków nadzwyczajnych) mogą być tworzone wówczas, gdy saldo wymienionych uprzednio rachunków osiąga poziom określony w *bond resolution*.

Oczywiście samo ustalenie zasad funkcjonowania poszczególnych funduszów nie jest dla obligatariuszy wystarczającym zabezpieczeniem. Dla obiektów, w których przypadku przychodami są opłaty, najważniejsze są zobowiązania emitenta odnośnie ustalania ich wysokości w ten sposób, by osiągnąć przewidziane w *bond resolution* salda poszczególnych rachunków (*rate* lub *user charge covenants*). Podobne postanowienia mogą dotyczyć prowadzenia odrębnej rachunkowości, zakazu darmowego świadczenia usług względnie darmowych dostaw, okresowej inspekcji obiektu przez inżynierów konsultantów, etc. Charakterystyczny jest zakaz sprzedaży obiektu lub jakiejkolwiek jego części przed całkowitą spłatą wszystkich obligacji. W większości przypadków posiadacze *revenue bonds* korzystają z pierwszeństwa zaspokojenia swoich roszczeń przed innymi wierzycielami emitenta (*prior lien*), choć nie jest to definicyjna cecha tych obligacji (oczywiście *revenue bonds* bez *prior lien* nie mogą liczyć na wysoki rating). Ryzykiem wynikającym z możliwości kolejnych emisji *revenue bonds* można sterować na dwa sposoby (*additional bond test*). Pierwszy polega na dopuszczeniu takiej możliwości jedynie pod warunkiem zachowania pierwszeństwa dla posiadaczy obligacji pierwszej emisji (*closed-end provision*). Drugi polega na nałożeniu na emitenta obowiązku utrzymywania na określonym poziomie wskaźnika przychodów do kwoty obsługi zadłużenia (*open-end*). Ponadto emitenta może obciążać wiele innych obowiązków w zakresie ubezpieczenia obiektu, okresowego audytu dokonywanego przez biegłego rewidenta, jakości zarządzania inwestycją itp.

Teoretycznie idea *revenue bonds* jest taka sama, jak innych form finansowania strukturalnego, tzn. bezpieczeństwo walorów zależy od finansowej jakości określonego projektu inwestycyjnego. Rzeczywistość może być jednak całkiem inna. Po pierwsze, dodatkowe umowne postanowienia mogą poprawić rating obligacji, choć ich koszty alternatywne mogą być znaczne. Po drugie, niektóre emisje *revenue bonds* dokonywane przez przedsiębiorstwa korzystają z gwarancji kredytowych *municipalities*. Po trzecie, nawet jeśli zakres odpowiedzialności *municipality* emitujące-

go *revenue bonds* jest formalnie ograniczony, zarówno obligatariusze, jak i agencje ratingowe często postrzegają tego typu emitenta jako mimo wszystko gwaranta spłaty długu (*moral obligation bonds*). Choć więc nierzadkie są przypadki niespłacenia zobowiązań wynikających z *revenue bonds*, przypadki, w których miasto spłaca dług, za który nie ponosi prawnej odpowiedzialności, są równie częste.

Jaka jest więc przyczyna popularności *revenue bonds* w Stanach Zjednoczonych? Przytaczana zazwyczaj lista może obejmować liczne przyczyny, z których ta wymieniana zwykle na pierwszym miejscu jest chyba najmniej istotna, tę najważniejszą zaś wymienia się na samym końcu. Pierwsza – odwołuje się do poczucia sprawiedliwości: niech koszty realizacji danej inwestycji będą pokrywane nie przez wszystkich podatników, lecz tylko przez tych, którzy będą z niej korzystali. Druga jest znacznie bardziej przyziemna. Otóż w większości przypadków przeprowadzenie emisji *general obligation bonds* uzależnione jest od wyników wcześniejszego referendum w tej sprawie. Decyzję o emisji *revenue bonds* można podjąć bez konieczności odwoływania się do form demokracji bezpośredniej.

Udzielenie odpowiedzi na pytanie o perspektywy upowszechnienia obligacji przychodowych w Polsce jest równie trudne, jak w przypadku partnerstwa publiczno-prywatnego. Czy z górą pięcioletni okres dzielący uchwalenie odpowiednich zmian w ustawie o obligacjach od pierwszej emisji obligacji przychodowych wynikał po prostu z braku pomysłu (i chęci podjęcia ryzyka przetestowania nowego instrumentu finansowego), czy też jego przyczyny są głębsze? Jak się wydaje, nawet jeśli przezwyciężenie trudności natury prawnej, wynikających z niezbyt udanej regulacji obligacji przychodowych w ustawie – wskutek standaryzacji procedury – nie będzie zbyt trudne, trudno przypuszczać, aby ta forma pozyskiwania kapitału stała się alternatywą obligacji ogólnych. Wynika to – jak się wydaje – z dwóch czynników: kosztów oraz ryzyka fiskalnego, z których pierwszy czynnik ma bez wątpienia decydujące znaczenie.

Konstrukcja obligacji przychodowych jest jedną z form ograniczenia odpowiedzialności dłużnika (emitenta), ograniczenia do wartości pewnych przychodów, względnie – pomocniczo – określonych składników majątkowych. Przychody wskazane w uchwale o emisji obligacji powinny wystarczać na obsługę i wykup obligacji. Dopiero jeśli tak nie jest, teoretycznie rzecz biorąc obligatariusze poszukiwaliby zaspokojenia z wydzielonej części majątku emitenta („całości lub części majątku przedsięwzięcia"). Można jednak założyć, że klasyczna postać obligacji przychodowych powinna ograniczać odpowiedzialność emitenta jedynie do określonych przychodów i w tym zakresie przyznawać obligatariuszom pierwszeństwo zaspokojenia wierzytelności. Truizmem będzie stwierdzenie, że tego typu ograniczenie oznacza wzrost ryzyka kredytowego, który będzie kompensowany przez rynek wyższą rentownością. Należy przy tym skonstatować fakt, że emitując obligacje przychodowe gmina (teoretycznie również inna jednostka samorządu terytorialnego) pozbawia się możliwości dyskontowania swego statusu związku publiczno-prawnego, z którego wynika brak zdolności upadłościowej i jej specy-

ficzne postrzeganie przez agencje ratingowe. Kolejną przyczyną wzrostu kosztów emisji obligacji przychodowych w stosunku do obligacji ogólnych będzie niewątpliwie konieczność dokładnej analizy studium *feasibility* dla określonego przedsięwzięcia lub nawet wielu przedsięwzięć przez agenta emisji oraz niektórych inwestorów. Z drugiej strony trudno wyobrazić sobie, aby poszczególni inwestorzy potrafili ocenić, względnie mieli zaufanie do profesjonalizmu studium sporządzonego przez gminę lub na zlecenie gminy. Wydaje się więc, że jeśli emisja obligacji przychodowych ma być ulokowana na prawdziwym rynku, a nie tylko w portfelu banku-agenta emisji – koniecznym warunkiem jej powodzenia będzie posiadanie oceny ratingowej na poziomie inwestycyjnym. W ten sposób instytucja obligacji przychodowych może przyczynić się do rozwoju lokalnego rynku ratingu (co będzie ze wszech miar zjawiskiem pozytywnym), zwiększając jednocześnie koszty poniesione przez emitenta. Wreszcie dodatkowymi i wcale niebagatelnymi pozycjami kosztowymi będą usługi zewnętrznych konsultantów: ekonomistów, inżynierów, prawników – przy pomocy których będzie można ustalić strukturę i warunki emisji, a przede wszystkim powiązać ją z określonymi zamierzeniami inwestycyjnymi.

Zagadnienie ryzyk fiskalnych, których powstanie dla budżetu gminy (lub innej jednostki samorządu terytorialnego) powoduje emisja obligacji przychodowych, jest niewątpliwie jednym z najbardziej kontrowersyjnych problemów stwarzanych przez omawianą formę pozyskiwania środków pożyczkowych. Rzecz jasna, z dogmatycznego punktu widzenia ograniczenie odpowiedzialności emitenta stwarza klarowną sytuację dla budżetu: powstaje w nim *sui generis* fundusz polegający na powiązaniu pewnych wydatków i rozchodów z określonymi dochodami. Kwestia dotyczy jednak tego, czy emisja obligacji przychodowych nie pociągnie za sobą powstania czegoś, co używając terminologii Międzynarodowego Funduszu Walutowego można określić jako *direct implicit liability*.

Na związane z tym problemem pytania będzie można zapewne odpowiedzieć dopiero po pojawieniu się pierwszych obligacji przychodowych na rynku. Można jednak spróbować przewidzieć zachowania krajowych emitentów odwołując się do przykładów amerykańskich. Należy zatem pamiętać, że dopuszczenie przez daną *„municipality"* do tego, żeby emitowane przez nią obligacje nie zostały wykupione, skutkowałoby drastycznym spadkiem zaufania do niej jako dłużnika i problemami przy próbach ulokowania kolejnych emisji. Dlatego o ile stosunkowo często zdarza się, że obsługa i wykup długu nie mogą być sfinansowane z przeznaczonych na ten cel przychodów, o tyle przypadki, w których jakaś amerykańska „gmina" nie czułaby się w obowiązku wykonać zaciągniętych przez siebie zobowiązań, używając do tego celu środków zgromadzonych w ramach ogólnych rachunków budżetowych, należą do rzadkości. Ten specyficzny, w istocie pozaprawny „obowiązek" umorzenia *revenue bonds* określany jest w amerykańskiej literaturze jako *moral obligation*, co zresztą dobitnie oddaje jego istotę.

Z przyczyn wyżej wskazanych trudno spodziewać się, aby obligacje przychodowe stały się

w krótkim okresie popularnym instrumentem finansowania gmin. Nawet tych, które wskutek zbliżania się do pułapu określonego w art. 169 ustawy o finansach publicznych mogą mieć trudności z emisją nowego długu, choć art. 23b ust. 7 stanowi, że do licznika wskaźnika obsługi zadłużenia nie wlicza się kwot świadczeń należnych obligatariuszom od emitenta obligacji. Jak na razie podstawowym celem większości gmin jest bowiem przede wszystkim redukcja kosztów obsługi zadłużenia. Jeśli do tego dodać trudności natury prawnej i finansowej, które będą występować przy opracowaniu warunków emisji, otrzyma się instrument niezbyt przystający do bieżących potrzeb jednostek samorządu terytorialnego w Polsce. Należy wreszcie pamiętać, że warunkiem koniecznym powodzenia każdej konstrukcji finansowania strukturalnego, w tym również obligacji przychodowych, jest zdolność do generowania stabilnych przychodów w odpowiedniej wysokości. W przypadku projektów rozmaitych rodzajów realizowanych przez większość gmin wymagałoby to radykalnej zmiany polityki cenowej, co ze względów społecznych byłoby raczej trudne. Tym bardziej nie można przypuszczać, aby ta zmiana została spowodowana chęcią emisji obligacji przychodowych.

Sekurytyzacja aktywów komunalnych

W przypadku jednostek samorządu terytorialnego żaden z klasycznych motywów uzasadniających poważne myślenie o sekurytyzacji nie odgrywa roli, poza dwoma, najbardziej jednak istotnymi: po pierwsze sekurytyzacja może teoretycznie przyczynić się do obniżenia kosztów finansowania, po drugie zaś, skoro wiąże się z emisją walorów przez odrębną jednostkę organizacyjną, nie powodowałaby zwiększania rozmiarów długu publicznego. Odpowiadając na pytanie dotyczące rzeczywistego znaczenia tych dwóch czynników, warto porównać sekurytyzację aktywów z emisją obligacji przychodowych: u podstaw obydwu instytucji leży przecież ta sama, nienowa zresztą, koncepcja wykorzystania oczekiwanych przychodów z aktywów do pozyskiwania kapitału. O ile w przypadku obligacji przychodowych aktywa pozostają własnością emitenta i upłynniane są dopiero w trakcie prowadzenia postępowania egzekucyjnego, o tyle przez sekurytyzację następuje transfer aktywów do nowo utworzonej jednostki organizacyjnej. Wiele zasadniczych cech jest jednak wspólnych, wspólne jest zatem również potencjalne ryzyko.

Twierdzenia o finansowej atrakcyjności sekurytyzacji dla jednostki samorządu terytorialnego uzasadnić jest równie trudno. Teoretycznie bowiem koszty przeprowadzenia emisji papierów wartościowych opartych na aktywach są wysokie nie tylko z powodu konieczności zawiązania SPV, uzyskania wielu opinii prawnych, ustanowienia dodatkowych zabezpieczeń: walory te statystycznie charakteryzują się po prostu wyższą rentownością. Kreator może jednak uzyskać dzięki sekurytyzacji niższy średni ważony koszt kapitału, jeśli w ten sposób pozbędzie się ciężaru utrzymywania kosztownego kapitału własnego. Argument powyższy z oczywistych względów nie jest jednak aktualny w przypadku jednostek samorządu terytorialnego.

Podsumowując można stwierdzić, że sekurytyzacja, podobnie jak obligacje przychodowe, nie będzie w najbliższym czasie szerzej wykorzystywana przez jednostki samorządu terytorialnego w Polsce jako forma pozyskiwania środków pożyczkowych przede wszystkim dlatego, że jest po prostu droższa od obligacji „ogólnych", których koszt z kolei porównywalny jest z kosztem kredytu inwestycyjnego. Tym bardziej wszelkie rozważania dotyczące ewentualnych aktywów, które mogłyby być przedmiotem sekurytyzacji w przypadku gmin czy województw, są na razie bezprzedmiotowe. Z drugiej strony należy pamiętać, że zarówno sekurytyzacja, jak i obligacje przychodowe mogą być atrakcyjne w przypadkach zbliżania się przez emitentów komunalnych do ustawowych limitów zadłużenia: przepływy z tytułu transakcji sekurytyzacyjnych mogą w ogóle nie generować długu publicznego, zaś wydatki i rozchody związane z wykonaniem zobowiązań wynikających z obligacji przychodowych nie są uwzględniane przy obliczaniu wskaźnika obsługi zadłużenia.

David Levine – Forum Polityki Finansowej – Waszyngton

Dwie korzystne dla inwestorów innowacje na amerykańskim rynku obligacji komunalnych

Rynek obligacji komunalnych liczący ponad 1,4 mln różnych emisji jest znany ze swej różnorodności, małej wielkości poszczególnych emisji i niskich dziennych obrotów. Mimo to obligacje komunalne są ważnym narzędziem finansowania dla władz stanowych i lokalnych oraz ważnym instrumentem lokacyjnym dla małych i instytucjonalnych inwestorów.

Dwie innowacje, jakie pojawiły się na amerykańskim rynku obligacji komunalnych, miały pozytywny wpływ na transparentność cen i płynność.

Pierwszą z tych innowacji było raportowanie obrotów. Choć codziennie zawieranych jest jedynie około 11 tys. transakcji (z 1,4 mln wyemitowanych obligacji), informacja o tych transakcjach jest potrzebna tak remitentom, jak i inwestorom. Rozpoczęte w 1995 r. raportowanie obrotu rozszerza się pod względem częstotliwości oraz zakresu. Od stycznia 1995 r. raportowanie obrotów stało się dostępne niemal dla wszystkich transakcji, zwykle w 15 minut po ich zawarciu. Obejmuje m.in. cenę zawartych transakcji, rentowność obligacji będących ich przedmiotem, wielkość transakcji i czas zawarcia.

Drugą innowacją było zastosowanie elektronicznych platform transakcyjnych. Podobnie jak na innych rynkach obligacji, uczestnikami rynku obligacji komunalnych w Stanach Zjednoczonych jest wielu, często małych, dealerów rozsianych po całym kraju. Elektroniczne platformy transakcyjne łączą dealerów jakby w jednym miejscu. Platformy te centralizują to, co jest faktycznie zdecentralizowanym rynkiem przyno-

sząc w rezultacie pełniejszą informację rynkową, lepsze kwotowania i większy obrót.

Dzięki tym innowacjom informacja o cenach rynku wtórnego stała się bardziej dostępna. Mając taką informację emitenci mogą wyceniać swoje obligacje zgodnie z trendami rynkowymi. Inwestorzy mogą natomiast ograniczać swoje koszty transakcyjne i uzyskiwać wyższą efektywność inwestowanych aktywów.

Jednak celem stawianym przed amerykańskim rynkiem obligacji komunalnych pozostaje jego płynność i transparentność cen. Obie innowacje – raportowanie obrotów i elektroniczne platformy transakcyjne stają się narzędziem dla osiągnięcia większej przejrzystości rynku. Dla wielu rynków wschodzących i nowo powstających rynków obligacji komunalnych obie te innowacje powinny wytyczać kierunek do zbudowania rynku o dużej płynności i pełnej informacji.

1. Rynek amerykańskich obligacji komunalnych – ogólna charakterystyka

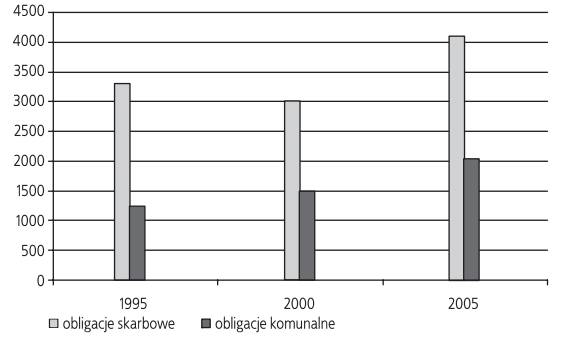
Amerykańskie władze lokalne mają dominujący udział w wydatkach i finansowaniu infrastruktury, znacznie większy niż władze federalne. Według Dodda [Dodd, 2004] w latach 1990–2004 wydatki i inwestycje władz stanowych i lokalnych na infrastrukturę wynosiły średnio 11,6% PKB, a dla władz federalnych wskaźnik ten wynosił 7% PKB. Tylko w 2003 r., jak podaje Dodd, inwestycje władz stanowych i lokalnych na infrastrukturę osiągnęły 264% poziomu inwestycji władz federalnych.

Obligacje komunalne były preferowanym przez władze stanowe i lokalne sposobem finansowania takiego poziomu wydatków i inwestycji. Pozwalają one bowiem na przesunięcie na przyszłych podatników bieżących kosztów infrastruktury i dają władzom tanie narzędzie finansowania[1]. Zgodnie z danymi stowarzyszenia – Bond Market Association (TBMA), emisją obligacji komunalnych finansowane jest 90% budowy szkół, modernizacji infrastruktury publicznej i budowy dróg [Green, 2004]. Z uwagi na niski poziom stóp procentowych władze stanowe i lokalne zwiększają emisję obligacji, czego rezultatem jest czterdziestoośmioprocentowy wzrost wielkości rynku od połowy lat 90. [Dodd, 2004]. Patrz wykres 1.

Amerykański rynek obligacji komunalnych należy do najbardziej popularnych segmentów rynku obligacji detalicznych. Jedna trzecia wszystkich wyemitowanych obligacji jest w bezpośrednim posiadaniu inwestorów indywidualnych lub gospodarstw domowych. A inwestorzy ci posiadają tylko 1/8 obligacji przedsiębiorstw i jedynie 1/20 obligacji skarbowych [Green, 2004]. Dodając to, co inwestorzy ci posiadają pośrednio jako nabywcy obligacyjnych funduszy inwestycyjnych, okazuje się, że inwestorzy indywidualni posiadają blisko 2/3 wszystkich obligacji komunalnych. Patrz wykres 2[2].

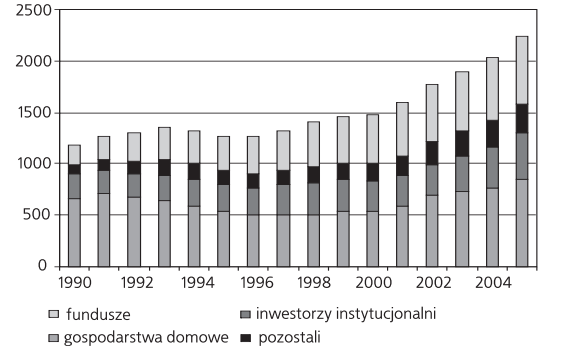
Można dokonać jeszcze bardziej szczegółowej charakterystyki indywidualnych nabywców obligacji komunalnych. Z uwagi na atrakcyjne zwolnienia podatkowe nabywcami obligacji komunalnych są często zamożni emeryci. To właśnie tym inwestorom zależy na regularnych i pew-

Wykres 1. Amerykańskie obligacje skarbowe a obligacje komunalne (w mld USD)



Źródło: Federal Reserve, Flow of Funds Tables, 12/31/05

Wykres 2. Posiadacze amerykańskich obligacji komunalnych (w mld USD)



Źródło: Federal Reserve, Flow of Funds Tables, 12/31/05

nych przychodach. W lutym 2006 r. 6 obligacji stanowych otrzymało rating AAA zarówno od agencji Moody's jak i od agencji S&P[3], co stanowi wiarygodną alternatywę w porównaniu z obligacjami skarbowymi. Nie jest wobec tego zaskoczeniem, że 4 stany – Kalifornia, Teksas, Floryda i Nowy Jork – stanowiły blisko 40% wszystkich emisji amerykańskich obligacji komunalnych. To właśnie te cztery stany są miejscem zamieszkania wielu ludzi zamożnych i emerytów.

Emitenci i inwestorzy odgrywają ogromną rolę na rynku amerykańskich obligacji komunalnych. Sprawnie funkcjonujący rynek wymaga uczestnictwa obu tych grup. Bez tego emitenci nie mogliby pozyskiwać taniego finansowania, inwestorzy indywidualni wysokich dochodów po opodatkowaniu, a nabywcy obligacyjnych funduszy inwestycyjnych wysokiego poziomu zwrotu.

Niestety emitenci i inwestorzy cierpią z powodu braku informacji o cenach na rynku amerykańskich obligacji komunalnych. Brak ten dotyczy zarówno obrotu (tj. cen, po których zostały zawarte transakcje) jak i cen kwotowanych (tj. cen, po których dealerzy chcą kupić lub sprzedać obligacje). Innymi słowy brak informacji o cenie powoduje brak informacji o tym, gdzie można kupować i sprzedawać amerykańskie obligacje komunalne[4].

2. Decentralizacja rynku obligacji przyczyną braku informacji o cenach

Przyczyną braku informacji o cenach na amerykańskim rynku obligacji komunalnych jest jego struktura. Należy wymienić tutaj trzy główne przyczyny strukturalne, a mianowicie dealerzy, brak obrotu i zróżnicowanie samych obligacji komunalnych. Czwartym czynnikiem, który można traktować też jako część trzeciej z wymienionych przyczyn, czyli dywersyfikacji, jest decentralizacja przepisów.

Amerykański rynek obligacji komunalnych nie ma zorganizowanej centralnej giełdy. Podobnie jak na rynku innych obligacji amerykańskich, obrót obligacjami komunalnymi odbywa się przede wszystkim między dealerami, a nie na zorganizowanej giełdzie[5]. W odróżnieniu od rynku akcji,

którego ważnym elementem jest NYSE i wiele lokalnych giełd, nie ma specjalisty, który kwotowałby ceny pojedynczych obligacji w sposób ciągły.

Dealerzy kreują rynek kwotując ceny kupna i sprzedaży obligacji komunalnych dla swoich klientów. Utrzymują na sprzedaż portfele obligacji, a gdy kwotują ceny obligacji, to pozostają pod wpływem trendów rynkowych, ryzyka kredytowego i ryzykują kapitałem swoich firm. Marża, którą klienci płacą dealerom, jest włączona w cenę netto. Stanowi ona dla dealerów zapłatę za użycie kapitału.

Z praktycznego punktu widzenia dealerzy nie są w stanie stale kwotować cen dużej ilości obligacji komunalnych[6]. Bez istnienia struktury giełdowej, bez głębszego rynku dealer nie jest zainteresowany w podejmowaniu ryzyka utrzymywania dużej pozycji w niepłynnych, nienotowanych obligacjach. Z dnia na dzień pozycje te mogą tworzyć duże straty tak rynkowe, jak i kredytowe.

Kolejnym czynnikiem, prawdziwym nie tylko dla rynku amerykańskich obligacji komunalnych, ale dla większości amerykańskich obligacji jest to, że przewagę na rynku obligacji mają obligacje, które nie są przedmiotem ożywionego obrotu rynkowego. Nawet najbardziej płynny rynek obligacji, jakim jest rynek amerykańskich obligacji skarbowych, ogranicza się tylko do obrotu bieżącymi obligacjiami benchmarkowymi. Na rynku obligacji przedsiębiorstw według szacunków TBMA tylko 4% wyemitowanych obligacji staje się w ciągu roku przedmiotem obrotu wtórnego [Green, 2004]. Podobnie na rynku obligacji komunalnych przy braku obrotów i informacji dealerzy obligacji komunalnych mniej chętnie otwierają pozycje w niepłynnych obligacjach. Jak wspomniano, ryzyko rynkowe i kredytowe są zbyt duże.

Amerykański rynek obligacji komunalnych nie jest wystandaryzowany. Obligacje komunalne różnią się pod względem rodzajów emitentów i ich pochodzenia, zapadalności, elementów konstrukcji takich jak opcje *put lub call* itp. W odróżnieniu do homogenicznych produktów giełdowych, obligacje komunalne są bardzo dalekie od wystandaryzowanego produktu.

Struktura regulatorów jest zdecentralizowana, a główne regulacje wprowadzane są na poziomie stanowym (jest to kolejny dowód dywersyfikacji rynku, o której była mowa wyżej). Na mocy Securities Acts z 1933 i 1934 r. obligacje komunalne są traktowane jako papiery wartościowe „wolne od podatku"[7] [*Fundamentals of Municipal Bonds*, 1990, p 164].

Federalne prawo papierów wartościowych ma natomiast znikomy bezpośredni wpływ na emitentów stanowych[8] (władzom federalnym pozostawiono bezpośrednią zwierzchność w przypadku oszustwa). W rękach władz stanowych pozostawiono regulacje względem ich emitentów takich jak przedsiębiorstwa wodne i szkoły. W rezultacie nabywcy obligacji otrzymują wiele różnych dokumentów, sprawozdań audytorskich, przepisów prawnych, gdy kupują obligacje z różnych stanów [Green, 2004].

Wszystkie te czynniki, czyli rynek bez scentralizowanej giełdy, brak płynności, brak standaryzacji i decentralizacja regulacji, są przyczyną braku transparentności cen na amerykańskim rynku obligacji komunalnych.

3. W jaki sposób brak transparentności cen wpływa na inwestorów i emitentów

Brak transparentności cen wpływa na emitentów, inwestorów, a także na posiadaczy obligacyjnych funduszy inwestycyjnych.

Brak informacji o cenach jest dużą niegodnością dla inwestorów, bo stawia ich w mniej korzystnej pozycji wobec dealerów. Dealerzy rzadziej konkurują ceną. Ponadto, z uwagi na małą wiedzę o cenach zawartych transakcji, istnieje duża szansa przepłacania przez inwestorów za kupowane obligacje[9].

W badaniu dotyczącym rynku obligacji komunalnych dwaj ekonomiści z amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (US Securities and Exchange Commission (US SEC) wskazali, że dla średniej transakcji detalicznej, której wielkość wynosi 20 tysięcy dolarów, koszty sięgają około 198 punktów bazowych (1,98%) [Harris i Piwowar, 2004][10]. Dla porównania podobnej wielkości transakcja detaliczna na rynku akcji kosztuje 40 punktów bazowych (0,40%), czyli z grubsza jedną piątą tego co na obligacjach. Na podstawie dokumentów najważniejszej instytucji regulacyjnej rynku amerykańskich obligacji komunalnych Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB) Olson wskazał przypadki, w których indywidualni inwestorzy przepłacali dealerom obniżając w ten sposób swój zysk po opodatkowaniu[11].

Nie może być zaskoczeniem, że emitenci są również w gorszej sytuacji. Emitenci tracą bowiem na premii, jaką płaci rynek za ich obligacje.

Obligacje komunalne wprowadzane są na rynek przez doświadczonych dealerów zwanych gwarantami emisji. Jest to zwykle lokalny dealer, który ma doświadczenie w plasowaniu emisji na rynku i gwarantuje całkowicie cenę obligacji emitentowi. Gwarant otrzymuje marżę za uplasowanie emisji i kwotowanie cen takiej obligacji.

Dla typowej emisji dziesięcioletniej obligacji komunalnej w wysokości 10 milionów dolarów i kuponie rocznym 5%[12], gwarant płaci emitentowi wartość nominalną [Dodd, 2004]. Jeśli obligacja plasowana jest na rynku, a potem handlowana po 102% wartości nominalnej, to 2% płacone przez inwestorów oznacza premię dla emitenta. Kwotę tę jednak uzyskuje dealer i oznacza ona brak efektywności po stronie emitenta.

10-letnia obligacja handlowana jest po 102% i przynosi rentowność 4,74%. Innymi słowy oferta 10 milionów dolarów osiągnęłaby na rynku rentowność 4,74%, 26 punktów bazowych (0,26%) mniej niż roczna stopa dla emitenta. Kwota zaoszczędzona przez emitenta wyniosłaby przez 10 lat 255 tysięcy dolarów. Jak zauważył Dodd „Władze publiczne nie odzyskają tego ani przez większe zadłużanie się, ani przez oferowanie mniejszego oprocentowania za tę samą wielkość pożyczek" [Dodd, 2004]".

Brak informacji o cenach wpływa również na fundusze obligacji komunalnych. Z powodu braku takiej informacji dzienna wycena wartości funduszy pozostawiona jest w rękach nimi zarządzających. W takiej sytuacji mogą oni „poprawiać" lub manipulować ceną, aby uatrakcyjniać raporty wartości funduszy prezentowane inwestorom.

W takich przypadkach nowi nabywcy jednostek funduszy, wielu emerytów i inwestorów detalicznych, płacą więcej za kupowane jednostki, a ci, którzy kupili je wcześniej realizują dodatkowe zyski, które nie mają odzwierciedlenia w zmianach cen rynkowych [Heartland Funds Complaint, 2003]. Jak zauważył przewodniczący amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych Glassman „naturalny brak precyzyjnej wyceny portfeli obligacji, szczególnie tych, w których znajdują się obligacje nienotowane lub niepłynne może prowadzić do nadużyć" [Glassman, 2004].

Jak wspomniano wcześniej, przy braku scentralizowanego rynku przyczyną występowania tego problemu jest brak transparentności cen. Niweczyć to może starania emitentów i inwestorów, którzy próbują na rynku realizować swoje cele.

4. Zmiany na lepsze – raportowanie obrotów i elektroniczne platformy rynkowe

Jak już wspomniano, obie innowacje, jakie pojawiły się na amerykańskim rynku obligacji komunalnych, przyczyniły się do lepszej informacji o cenach i przyniosły większą transparentność cen rynkowych.

W styczniu 2005 r. MSRB rozszerzyła zakres swoich raportów rynkowych tak, aby objąć nimi wszystkie transakcje w 15 minut po ich zawarciu [MSRB, 2005]. Raporty te obejmują wszystkie transakcje detaliczne, transakcje o dużych nominałach, transakcje zawarte między dealerami (tzw. transakcje dealerskie) i transakcje zawarte między dealerami i klientami. Gdy zostanie zawarta transakcja, informacja o niej jest ogłaszana publicznie.

Była to oczekiwana przez emitentów i inwestorów poprawa. Umożliwiła ona inwestorom porównywanie transakcji z uwagi na wielkość, ryzyko kredytowe, miejsce zawarcia, zapadalność itp. i daje im wobec tego wartościową informację o transakcjach. Informacja taka pomoże inwestorom w znalezieniu miejsca, gdzie obligacje są regularnie handlowane w rynkowych wielkościach i po rynkowych cenach. Informacja jest ogłaszana w Internecie i jest dostępna bez opłat. Obecnie MSRB przekazuje informację o około 30 tys. transakcji dziennie i dla 10–15 tysięcy pojedynczych emisji.

Mimo ogromnej poprawy przejrzystości rynku, nadal występują problemy. Wielkość pojedynczych transakcji klientów instytucjonalnych (w wielkości ponad 1 milion dolarów) często nie jest publikowana z powodu konkurencji. Nie pojawia się informacja o nazwie dealerów i transakcjach kompensacyjnych. Rynek dealerów i rynek klientowski żyją swoim życiem, często niezależnie od siebie. (Jeśli transakcje byłyby powiązane, kwoty kompensowanych rozliczeń dealerskich stałyby się publiczne). W końcu informacje o transakcjach podawane przez dealerów byłyby publikowane.

Problemy te nie są może zbyt duże i mogą być traktowane jako kwestie systemowe. Mimo to jest to krok w kierunku poprawy informacji o wielkości i głębokości rynku przekazywanej emitentom i inwestorom. Jak powiedział przewodniczący amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych

„zwiększona przejrzystość i rosnąca konkurencja (jeszcze bardziej zwiększająca przejrzystość), zwiększają efektywność rynku instrumentów dłużnych" [Glassman, 2004].

Wielkość elektronicznego obrotu obligacjami rośnie zarówno w sensie płynności jak dostępności informacji o cenach. Wykorzystywanych jest wiele rodzajów platform, ale najbardziej atrakcyjną jest platforma dealerska (*multi-dealer platform*). Platformy te są właściwie quasi giełdami, gdzie dealerzy spotykają się wirtualnie[13]. Przekazują oni sobie nawzajem kwotowania kupna i sprzedaży oraz umożliwiają klientom bezpośredni dostęp do swoich kwotowań.

W ostatnim swoich przeglądzie z roku 2004 TBMA podała, że w Stanach Zjednoczonych i Europie wykorzystywane są 74 platformy [eCommerce Survey, 2004]. W tym samym raporcie TBMA podała, że działa 16 platform dealerskich, na których klienci mogą obserwować i śledzić rynkowe kwotowania różnych dealerów. Platformy te są zwykle podzielone na dwa segmenty – rynek detaliczny i rynek instytucjonalny z uwagi na to, że te dwa rodzaje rynku różnią się znacznie z uwagi na rodzaj produktów, uczestników i płynność. W Stanach Zjednoczonych TBMA odnalazła 17 platform przeznaczonych tylko dla obligacji komunalnych.

Platformy dealerskie takie jak TradeWeb dla klientów instytucjonalnych i BondDesk dla klientów detalicznych mocniej łączą inwestorów z rynkiem zwiększając w ten sposób transparentność cen. W tym sensie platformy dają większej liczby dealerów lepszą wiedzę o popycie klientów, co z kolei zwiększa jego przejrzystość i konkurencję na nim. Dla rynku obligacji o niskiej płynności platformy dealerskie ułatwiają otrzymanie kwotowań rynkowych.

Prawdopodobnie największą platformą jest TradeWeb, z której korzysta 35 dealerów i 2 000 instytucjonalnych inwestorów [komunikat prasowy platformy TradeWeb, październik 2005]. TradeWeb podała również, że 64% transakcji opiewa na 100 milionów dolarów lub więcej, co pokazuje wyraźnie instytucjonalną naturę jej klientów (TradeWeb nie uwzględnia miast amerykańskich). Największa platforma detaliczna – Bonddesk.com, publikuje na swoich stronach kwotowania ponad 50 znaczących dealerów rynku obligacji detalicznych wliczając w to również amerykańskie obligacje komunalne [BondDesk website, październik 2005].

Choć rynek elektroniczny nie daje tyle płynności, jak można byłoby oczekiwać, to wydaje się, że zwiększa jej poziom i dostarcza informacji o cenach. Gdyby rynek ten był bardziej płynny, to stałby się zapewne miejscem sprawniejszego kojarzenia inwestorów i dealerów pragnących zawrzeć transakcje (*matching*)[14]. W przeciwnym razie, przy braku dostatecznej płynności platformy, tak jak rynek obligacji komunalnych, stanie się dla inwestorów i dealerów jedynie miejscem sprawdzania ceny [Green, 2004].

5. Podsumowanie

Raportowanie obrotów i platformy elektroniczne dostarczają inwestorom informacji o cenach z przeszłości oraz o cenach poten-

cjalnych transakcji. Oznacza to wielki postęp z punktu widzenia inwestorów instytucjonalnych i detalicznych. Poprawia alokację i proces decyzyjny. Z punktu widzenia emitenta oznacza lepszą informację o rzeczywistym poziomie cen rynkowych.

Obie innowacje stanowić mogą także zaletę dla nowo powstających rynków obligacji komunalnych.

W swoim raporcie o światowym rynku finansowym [World Bank, 2005] Bank Światowy wskazał na gwałtowne w ostatniej dekadzie zastępowanie długu zewnętrznego długiem wewnętrznym. W raporcie podkreślono, że wielkość lokalnego długu (wielkość wyemitowanych obligacji krajowych) prawie podwoiła się w ostatniej dekadzie, z 20% GDP krajów rozwijających się w 1993 r. do 34% w roku 2002. W dalszej części raportu zauważono również, że dalszy wzrost długu wewnętrznego nastąpił w wyniku wzrostu zadłużenia sektora publicznego[15].

Raport wskazuje na szansę wynikającą z przesunięcia zadłużenia z rynku zewnętrznego na rynek lokalny. Techniczne możliwości rozwoju lokalnego rynku obligacji, w szczególności rynku z dużą emisją sektora publicznego, nie są łatwe do stworzenia. Obejmują m.in. zbudowanie ram prawnych, zwyczajów rynkowych, rynku pierwotnego i wtórnego, transparentności cen i informacji. Poza tym w raporcie stwierdzono, że „... ramy te powinny zwiększyć transparentność i dostępność informacji w celu umożliwienia uczestnikom rynku podejmowania niezależnych i efektywnych decyzji" [World Bank, 2005, p 82].

Korzyści z wprowadzania tych zmian nie będą równomiernie rozłożone między uczestników rynku[16,17]. Nie są to doskonałe rozwiązania, ale zapewnią one lepszą informację o cenach obligacji, dla których obrót jest niewielki. Według profesora Johna McMillana, „możliwy do zastosowania model rynku pozwoli na kontrolę kosztów transakcyjnych [McMillan, 2002]". I to jest właśnie celem. Raportowanie obrotów i platformy elektroniczne stanowią impuls, który przyczyni się do większej transparentności cen na rynku obligacji komunalnych.

Literatura

BondDesk platform information, found at www.bonddesk.com, October 2005.

Dodd, Randall, *Trimming the Fat: Reforming Wall Street's Muni Bond Market*, unpublished manuscript, Financial Policy Forum, Washington, DC, December, 2004.

eCommerce in the Fixed-Income Markets, 2004 Review of Electronic Transaction Systems, The Bond Market Association (TBMA), December 2004.

Fidelity press release on new bond trade pricing, found at www.fidelity.com, September 20, 2004.

Fundamentals of Municipal Bonds, Public Securities Association (now TBMA), 4th edition, New York, 1990.

Glassman, Cynthia, *Speech by SEC Commissioner: Legal and Compliance Conference – The Bond Market Association*, U. S. SEC, February 3, 2004.

Global Development Finance: Mobilizing Finance and Managing Vulnerability (Analysis and Statistical Appendix I), the World Bank, Washington, D. C., 2005.

Green, Micah (President), The Bond Market Association (TBMA), *Oversight Hearing on Bond Market Regulation*, Testimony before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate June 17, 2004.

Harris, Lawrence E. and Piwowar, Michael, *Municipal Bond Liquidity*, U. S. Securities and Exchange Commission, February 9, 2004.

Heartland Group, Administrative Proceeding File No. 3-11351, Release No. 33-8346, *Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings*, U. S. SEC, December 11, 2003.

Levine, David. *Radical Guides to the Bond Markets*, Seeking Alpha publishing, found at www.radicalguides.com., 2004.

McMillan, John. Reinventing the Bazaar: A Natural History of Markets, W. W. Norton, 2002.

Municipal Bond Credit Report, The Bond Market Association (TBMA), Research Department, September 2005.

Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB) press release, *A First for Investors: Real-Time Muni Bond Prices*, MSRB Notice 2005-09, found at www.msrb.org, January 31, 2005.

Report on Transactions in Municipal Securities, (SEC trade study), Office of Economic Analysis, Office of Municipal Securities, Division of Market Regulation, United States Securities and Exchange Commission (SEC), July 1, 2004.

TradeWeb platform information, earning release dated October 6, 2005, found at www.tradeweb.com.

Przypisy

[1] Władze federalne (za pośrednictwem U. S. Internal Revenue Service) potwierdzają zwolnienia podatkowe dla dochodów uzyskiwanych z obligacji komunalnych. Ponadto wiele władz stanowych udziela zwolnień podatkowych dla nabywców obligacji, które są emitowane przez stany, w których zamieszkują. Zwolnienia te obniżają koszt finansowania dla stanów i władz lokalnych, ale dają możliwość opodatkowania innych dochodów z obligacji. Zwolnienie to wynika z dziesiątej poprawki do Konstytucji USA, która stworzyła zasady podatków federalnych [patrz *Fundamentals of Municipal Bonds*].

[2] Warto jeszcze zauważyć, że podczas gdy inwestorzy detaliczni dominują jako posiadacze obligacji (bezpośrednio lub pośrednio), to inwestorzy instytucjonalni zdominowali rynkowy obrót obligacjami. Podobnie do innych na rynku obligacji 83% nominalnego obrotu obligacjami dokonywane jest przez inwestorów instytucjonalnych, gdzie wielkość pojedynczej transakcji sięga 100 tysięcy dolarów [SEC trade study, 2004, p. 12].

[3] Utah, Missouri, Georgia, Virginia, Maryland, Delaware [*Municipal Bond Credit Report*, 2005].

[4] Jest tu mowa o cenach rynku wtórnego, na którym obligacje są głównie kwotowane i handlowane. Rynek pierwotny, na którym obligacje są gwarantowane i emitowane, jest rynkiem o stałej cenie, rynkiem o zróżnicowanych zasadach, płynności i zróżnicowanej strukturze uczestników. Jak powiedziano wcześniej, rynek pierwotny pozostaje pod bezpośrednim wpływem rynku wtórnego, jeśli idzie o informację o cenach.

[5] W rzeczywistości znikoma liczba obligacji jest przedmiotem obrotu giełdowego. Według TBMA [Green, 2004], 8 159 papierów jest handlowanych i notowanych na głównych giełdach z 4,4 mln wyemitowanych hipotecznych, zabezpieczonych aktywami, komunalnych, korporacyjnych czy rządowych papierów wartościowych.

[6] Jako źródło obligacji dla klientów dealerzy dokonują obrotu między sobą lub brokerami. Brokerzy stanowią oś rynku budując kanały łączące dealerów z innymi uczestnikami rynku. Z analizy wynika, że stanowią one 56% wszystkich transakcji zawieranych między dealerami [SEC trade study, 2004, p. 2].

[7] Zwolnienie oznaczało, że emitenci i inwestorzy nie musieli spełniać wymogów rejestracyjnych i sprawozdawczych w przypadku emisji obligacji komunalnych. W ostatnich latach zwolnienia były ograniczane na skutek wprowadzania wielu reguł Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC).

[8] Szczególnie Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB) promuje zasady i zwyczaje dla rynku obligacji komunalnych będące przedmiotem decyzji amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. National Association of Securities Dealers (NASD) i SEC przez MSRB, ponieważ większość dealerów obligacji komunalnych jest jednocześnie członkiem NASD.

[9] Standardowo inwestorzy nie rozróżniają kosztów dealerskich na potwierdzeniach transakcji. Z wielu przyczyn są one wliczane do ceny obligacji (na rynku akcji dealerzy i brokerzy działają jako „agenci", których prowizja jest ujawniana). W przypadku obligacji inwestorów interesuje cena netto, która zawiera koszty transakcyjne.

[10] Autorzy definiują „koszty" jako efektywną marżę ponad średnią zaokrągloną cenę.

[11] W raportach zamieszczanych na swojej internetowej stronie municipalbonds.com Olson zamieścił codzienne dane MSRB za wiele lat. Wynika z nich, że nieogłaszane dane miały negatywny wpływ na zyski inwestorów. Olson zarejestrował 6 200 przypadków ujemnej rentowności w 2003 r.

[12] 2/3 wyemitowanych emisji obligacji komunalnych opiewało na 10 mln dolarów lub mniej [SEC trade study, 2004].

[13] Platformy dealerskie (*multi-dealer platforms*) różnią się od giełd pod wieloma względami m.in. organizacją, zasadami członkowstwa, regułami operacyjnymi i dostępem do obrotu. Nie mogą być nigdy traktowane tak samo jak giełdy.

[14] Takie transakcje zawierane są wtedy, gdy inwestor dokonuje zakupu od dealera w systemie elektronicznym. Dla uniknięcia ryzyka rynkowego dealerzy korzystają w tym celu z bardziej płynnego rynku niż rynek obligacji skarbowych.

[15] Raport opiera się na danych o papierach wartościowych zebranych przez BIS w krajach rozwijających się. Według tego raportu polski dług wewnętrzny wzrósł do 31% GDP w 2002 z około 21% GDP w ostatnich latach poprzedniej dekady.

[16] Można spodziewać się kolejnych zmian. W poprzednim roku Fidelity zdecydował się zlikwidować koszty transakcyjne (z komunikatu prasowego Fidelity, 2004). Na przykład dla transakcji obligacjami komunalnymi Fidelity ogłosił, że zacznie pobierać opłatę za transakcję obligacją o nominale 1000 dolarów w wysokości 3 dolarów. Należy jednak zauważyć, że podczas gdy Fidelity zlikwidował koszty dla inwestora, to inni dealerzy nie poszli tym śladem. Wszystkie te koszty nie mogą być w pełni upublicznione.

[17] Kolejne zmiany wynikają z wpływu notowanych funduszy giełdowych (ETF) [Levine, *Radical Guides,* 2004]. Z uwagi na to, że ETF należą od najczęściej notowanych funduszy można się spodziewać, że otwarte fundusze obligacyjne będą musiały obniżać koszty transakcyjne i oferować również większą jawność.

Zeszyty BRE-CASE

1	Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989-1992
2	Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
3	Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
4	Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
5	Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
6	Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
7	Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
8	Gospodarka Polski w latach 1990 – 92. Pomiary a rzeczywistość
9	Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
10	Wycena ryzyka finansowego
11	Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
12	Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
13	Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce - stan obecny i perspektywy
14	Etyka biznesu
15	Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
16	Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
17	Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
18	Dług publiczny
19	Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
20	Obrót wierzytelnościami
21	Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
22	Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
23	Sanacja banków
24	Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
25	Finansowanie projektów ekologicznych
26	Instrumenty dłużne na polskim rynku
27	Obligacje gmin
28	Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów
	Wydanie specjalne Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
29	Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
30	Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
31	Mieszkalnictwo jako problem lokalny
32	Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
33	(nie ukazał się)
34	Rynek inwestycji energooszczędnych
35	Globalizacja rynków finansowych
36	Kryzysy na rynkach finansowych – skutki dla gospodarki polskiej
37	Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
38	Docelowy model bankowości spółdzielczej
39	Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
40	Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
41	Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?
42	Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju

Zeszyty BRE-CASE

43	Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka
44	Kiedy koniec złotego?
45	Fuzje i przejęcia bankowe
46	Budżet 2000
47	Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
48	Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
49	Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy
50	Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
51	Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
52	Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat
53	Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
54	Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
55	Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
56	Czy warto liczyć inflację bazową?
57	Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych
58	Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
59	Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
59/a	Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
60	(nie ukazał się)
61	Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
62	Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
63	Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
64	Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
65	Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy
66	Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
67	Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
68	Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
69	Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
70	Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
71	Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
72	Reforma procesu stanowienia prawa
73	Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
74	Problem inwestycji zagranicznych w funduszu emerytalnym
75	Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
76	Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
77	Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
78	Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
79	Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
80	Integracja europejskiego rynku finansowego – Zmiana roli banków krajowych
81	Absorpcja funduszy strukturalnych
82	Sekurytyzacja aktywów bankowych
83	Jakie reformy są potrzebne Polsce?
84	Obligacje komunalne w Polsce