

Korzystne emisje

JAN OSIECKI

Bez zabezpieczenia odpowiednich środków na inwestycje nie powstaną ani nowe drogi, ani boiska, ani inne obiekty. Żeby zyskać pieniądze z Unii Europejskiej, samorząd również musi wykazać się własnym wkładem. Kiedy banki wciąż jeszcze niechętnie udzielają kredytów – lub jest to zbyt droga forma zdobycia pieniędzy – warto zastanowić się nad emisją obligacji.

Obligacje komunalne stają się coraz korzystniejszą alternatywą dla kredytów bankowych. – Środkami uzyskanymi dzięki emisji obligacji samorząd może finansować praktycznie wszystkie inwestycje, które mieszczą się w zakresie zadań na niego nałożonych – podkreśla zalety tego źródła pieniędzy aplikantka radcowska Ewa Dolińska z kancelarii Krawczyk i Wspólnicy. Z jej własnych doświadczeń wynika jednak, że samorządy wykorzystują zgromadzone w ten sposób fundusze najczęściej na budowę oraz remonty dróg oraz sieci wodociągowych i kanalizacyjnych, a także budowę i utrzymanie infrastruktury typu budynki szkół, obiekty sportowe. – Warto zastanowić się nad emisją obligacji, gdy szuka się wkładu własnego przy ubieganiu się o fundusze strukturalne – radzi Dolińska.

Jakie są przewagi obligacji nad kredytem? Atutem jest przede wszystkim czas. Samorząd, chcąc skorzystać z bankowego kredytu, musi, zgodnie z ustawą o zamówieniach publicznych, najpierw ogłosić przetarg. To powoduje, że już na starcie wydłuża się okres oczekiwania na gotówkę, bo procedura przetargowa sama w sobie jest bardzo czasochłonna.

Do tego przegrani zazwyczaj korzystają z możliwości oprotostowania wyniku, a to również wpływa na wydłużenie się czasu oczekiwania na pieniądze, które są niezbędne do rozpoczęcia inwestycji.

Takich problemów nie ma przy emisji obligacji komunalnych. Wszystko dlatego, że ten sposób pozyskania środków nie podlega przepisom ustawy o zamówieniach publicznych. A zatem samorząd zyskuje już na starcie, a jak głosi przysłowie „czas to pieniądz”.

– Od samej procedury podpisania umowy z emitentem ważniejsze jest to, że umowa emisyjna nie podlega ograniczeniom wynikającym z przepisów o zamówieniu publicznym. W razie potrzeby bez najmniejszych problemów można dokonać w niej dowolnych zmian, np. przesunąć termin lub rozszerzyć cel emisji. Tego nie da się zrobić przy umowie opartej na ustawie o zamówieniach publicznych – zaznacza Marcin Świąćicki, kierownik Zespołu Transakcji Samorządowych w PKO BP.

To jednak dopiero początek długiej listy zalet tej metody pozyskania funduszy na inwestycje. Decyzja o zapożyczeniu



się w banku podjęta w trakcie roku budżetowego wymusza zmianę uchwały budżetowej. A to może opóźnić pozyskanie środków nawet o kolejny kwartał. – Przygotowanie i zamknięcie emisji można przygotować w kilka tygodni – podkreśla zalety tej formy Ewa Dolińska. Zdarza się, że emisję można przygotować znacznie szybciej – BGK w 2005 r. emisję obligacji dla Koszalina dopiął w zaledwie pięć dni!

Obligacje komunalne mają jeszcze jedną przewagę nad kredytem bankowym. Są od niego nieco tańsze. Przede wszystkim dlatego, że banki, udzielając pożyczki, koncentrują się na tym, aby maksymalnie ograniczyć swoje ryzyko i z tego powodu wprowadzają dodatkowe zabezpieczenia swoich wierzycieli. Banki stosują najczęściej stosunkowo tanią formę zabezpieczenia, czyli weksel *in blanco*. Jeśli jednak kredytobiorca ma słabszą kondycję finansową, bo np. spłaca już jakiś kredyt – bank może zażądać znacznie droższych instrumentów finansowych, np. ustanowienia hipoteki. Emisja obligacji nie wiąże się z takimi problemami, tym bardziej że na rynku dominują emisje niezabezpieczone.

Poza tym, emitując obligacje pożyczka się pieniądze bezpośrednio od inwestorów – a to również powoduje zmniejszenie kosztów pozyskania kapitału. Banki, udzielając kredytu, najpierw muszą same zgromadzić fundusze niezbędne do takiej operacji. To wiąże się z tym, że same muszą zapłacić instytucjom czy osobom, które powierzają im swoje pieniądze w zarządzanie np. poprzez atrakcyjne oprocentowanie lokat.

Jakie dokumenty są potrzebne, żeby rozpocząć emisję obligacji? Tu akurat jest niewiele różnic między obligacjami a kredytem. Odpada jednak czas na stosowanie procedury rozpisania zamówienia publicznego. Kolejny zysk może się pojawić, jeśli skieruje się do kilku banków zapytania ofertowe w sprawie emisji obligacji. Dzięki temu posunięciu emitent może wynegocjować z bankiem bardzo korzystne dla siebie warunki. Takiej możliwości nie ma przy ubieganiu się o kredyt!

Emisja obligacji ma jeszcze jedną zaletę. Liczbę i kwotę kredytów branych przez samorząd ogranicza wysokość prognozy ostrożnościowego zapisanego w ustawie o finansach publicznych. Natomiast emitując obligacje komunalne, można te przepisy ominąć. Wystarczy, że papiery dłużne zostaną wyemitowane poprzez spółki samorządowe, np. zakład usług komunalnych, a jako ich zabezpieczenie będzie ustanowiony przychód tej spółki. Tak zwane obligacje przychodowe są bardzo specyficznymi papierami wartościowymi. Pieniądze na odsetki oraz ich późniejszy wykup pochodzą wyłącznie z przychodów netto z określonego źródła. Spłata obligacji jest uzależniona od zysków, jakie przyniesie dane przedsięwzięcie.

Podczas przygotowania uchwały o emisji tego typu obligacji należy określać rodzaj i cel przedsięwzięcia, sposób obliczenia przychodów z niego, a także wskazywać do jakiej części przychodów z przedsięwzięcia posiadaczom obligacji przysługuje prawo pierwszeństwa do zaspokojenia swoich roszczeń przed innymi wierzycielami. Co ważne dla samorządów, uchwała o emisji obligacji przychodowych może wskazywać na więcej niż jedno przedsięwzięcie.

Kolejna przewaga obligacji nad kredytem to fakt, że przygotowując emisję – samorząd może ustalić dogodny dla siebie termin wykupu. Dzięki temu zostaje odłożony na czas określony przez emitenta moment spłaty długu. Natomiast

Samorządy uzyskały możliwość zbierania potrzebnego im kapitału poprzez emisję obligacji już w 1993 r. Jednak wówczas zainteresowanie tego typu źródłem pieniędzy było niewielkie, ponieważ nadal obowiązywały wywodzące się jeszcze z czasów PRL wyjątkowe niekorzystne przepisy dotyczące obligacji.

Dopiero od drugiej połowy lat 90. ub. wieku samorządy wszystkie zainteresowały się pozyskiwaniem środków na inwestycje poprzez emisję papierów dłużnych.

Stało się dzięki uchwaleniu w 1995 r. ustawy o obligacjach. Pierwsze emisje oparte na nowych przepisach miały miejsce już niecały rok później.

Do zeszłego roku prawie trzy czwarte emitowanych papierów dłużnych stanowiły obligacje sprzedawane w trybie oferty niepublicznej. Obrotem wtórnym zajmowały się przede wszystkim banki organizujące emisje. Od zeszłego roku na GPW działa Catalist, czyli publiczny rynek obrotu papierami wartościowymi.

kredyt wiąże się z tym, że stosunkowo szybko trzeba zacząć spłacać, poza odsetkami, również raty kapitałowe. To oznacza, że samorząd ma tak naprawdę tylko przez pewien czas dostęp do pełnej kwoty kredytu. Emisja obligacji nie wiąże się z takimi ograniczeniami.

Ustalenie terminu wykupu powoduje, że pieniądze na spłatę muszą pojawiać się dopiero w ściśle określonym czasie, a więc w okresie realizacji inwestycji nie trzeba gromadzić środków na spłatę rat kapitałowych. Dlatego obligacje są instrumentem finansowym bardziej elastycznym od kredytu.

– Wpływy z emisji obligacji dostosować można do harmonogramu realizacji planowanej inwestycji poprzez emitowanie obligacji w transzach. Prawo nie przewiduje maksymalnego okresu zapadalności obligacji. W praktyce ten okres nie przekracza 10 lat, bo na takie papiery wartościowe można znaleźć chętnych, ale zdarzają się również takie, których okres zapadalności wynosi 15 lat – podkreśla Ewa Dolińska. – W przeciwieństwie do kredytu, nie trzeba (choć można) w tym czasie spłacać kapitału. Można tym samym na przykład przez okres zapadalności obligacji jako zachętę dla inwestorów wypłacać im tylko odsetki. Oczywiście w grę wchodzi również karencja w spłacie kapitału lub odsetek do terminu zapadalności tych obligacji. Dzięki takim rozwiązaniom samorządy mają możliwość skorelowania spłaty oprocentowania i kapitału z prognozowanymi dochodami – dodaje.

Z tych wszystkich powodów coraz bardziej rośnie zainteresowanie samorządów obligacjami komunalnymi. Już kilkaset jednostek różnego szczebla przeprowadziło emisje obligacji warte od kilkuset tysięcy do setek milionów złotych. Pod koniec pierwszego kwartału 2010 r. na rynku były papiery dłużne warte ok. 7,5 mld zł. To jest o ponad 350 mln zł więcej niż na koniec ubiegłego roku – wynika z danych zebranych przez „Rzeczpospolitą”.

Jak przygotować emisję? Teoretycznie samorząd może samodzielnie dokonać większości czynności związanych z organizacją i przeprowadzeniem emisji obligacji, jeżeli emisja obligacji nie jest zabezpieczona poręczeniem lub gwarancją Skarbu Państwa oraz gdy liczba nabywców obligacji nie przekracza piętnastu. – Powszechnie jest jednak korzystanie z usług subemitenta, najczęściej banku, który przygotowuje emisję i będzie odpowiadał za sprzedaż obligacji inwestorom. A następnie będzie pośredniczył w wypłacie odsetek oraz w wykupie samych obligacji – podkreśla Dolińska.

Bank, który staje się agentem emisji, pośrednicząc w zdobyciu funduszy dla samorządu, sam nie ponosi ryzyka w postaci utraty środków, jak mogłoby się to stać w przypadku udzielenia kredytu. W związku z tym prowizja pobierania przy takiej działalności jest znacznie mniejsza, niż gdyby w grę wchodziło pożyczanie własnych pieniędzy. Dlatego warto korzystać z usług agenta emisji. Dzięki temu kto inny będzie odpowiedzialny za przeprowadzenie technicznej obsługi całej emisji. Jest to o tyle istotne, że zgodnie z art. 5a ust. 3 ustawy o obligacjach agent emisji musi prowadzić rejestr obligacji, później także zapewniać obsługę wypłaty świadczeń związanych z obligacjami, czyli odsetek, a na końcu wykup obligacji.

Według informacji „Rzeczpospolitej” w I kwartale 2010 r. banki podpisały nowe programy z 26 samorządami. Największym graczem jest PKO BP, które ma aż 16 programów. Po trzy podpisały DnB Nord oraz Nordea, a po jednym: ING Bank, BOŚ, BGK oraz Bank Millennium.

– Obserwuję coraz większe zainteresowanie samorządów obligacjami komunalnymi. W porównaniu z latami poprzednimi nastąpił wzrost zapytań. Samorządy zwracają się do banków, mając już przygotowane uchwały o emisji obligacji i szukają tylko organizatora emisji. W pierwszym półroczu 2009 r. podpisaliśmy 10 umów, w tym roku już pod koniec kwietnia mamy ponad 20 – mówi Marcin Świącicki, kierownik Zespołu Transakcji Samorządowych w PKO BP

Czy zawsze warto się porywać na emisję obligacji? Ekspersi są przekonani, że warto rozważyć ten sposób zdobywania pieniędzy, gdy w grę wchodzi możliwość zebrania przynajmniej miliona złotych. Przy mniejszych kwotach stałe koszty przygotowania są na tyle wysokie, że emisja się nie opłaca. – Nie przypominam sobie mniejszych emisji niż milion złotych. W ich przypadku koszty stałe wynoszą kilka – kilkanaście tysięcy złotych – przyznaje Marcin Świącicki.

Dotychczas większość emitowanych obligacji komunalnych była kupowana przez banki, najczęściej te będące agentami emisji. – Chłonność obligacji nie była duża. Niewykluczone, że Catalyst to zmienia – ocenia dr Bogusław Półtorak, główny ekonomista portalu



Bankier.pl. Catalyst jest pierwszym w Europie Środkowo-Wschodniej zorganizowanym rynkiem papierów dłużnych. Pojawia się szansa, że obligacjami komunalnymi zainteresują się również inne duże instytucje finansowe. Zdaniem Półtoraka, powinna szybko nastąpić zmiana przepisów, która zachęciłaby przede wszystkim otwarte fundusze emerytalne do inwestowania nie tylko w obligacje Skarbu Państwa, ale także komunalne. W tej kwestii jednak zdania są podzielone. – Samorządów w Polsce jest blisko 3000, ale 90 proc. z nich jest w stanie wyemitować obligacje warte nie więcej niż 5 mln. Jak sądzę, duże instytucje typu OFE raczej nie będą zainteresowane tego typu wolumenami – mówi Marcin Świącicki.

Dzięki Catalystowi papiery dłużne oferowane m.in. przez samorządy mogą kupić nie tylko firmy, ale także inwesto-

rzy indywidualni. I to może być bardzo istotne dla samorządów. – Dlaczego indywidualni obywatele nie mieliby inwestować w obligacje emitowane przez miasta czy gminy, w których mieszkają? Istnieje coś takiego jak wspieranie wspólnoty. Po prostu patriotyzm lokalny. Warto, żeby GPW oraz organizacje zrzeszające samorządy zaczęły prowadzić kampanie edukacyjne. To byłoby korzystne dla wszystkich ludzie mogliby z zyskiem lokować swoje pieniądze, a jednocześnie wspieraliby samorządy ze swojego terenu – przekonuje Bogusław Półtorak.

Do działającego od kilku miesięcy rynku Catalyst przekonało się dotąd sześć miast. W obrocie na Catalyst są: Ostrów Wielkopolski, Poznań, Radlin, Rybnik i Warszawa oraz od niedawna Zamość. Zdaniem ekspertów początki tej platformy obrotu wierzytelnościami są bardzo obiecujące. ■