

# Rynek obligacji komunalnych w Polsce — czynniki jego obecnego kształtu oraz perspektywy rozwoju

Agnieszka Kopańska, dr

Katedra Bankowości i Finansów Wydziału Nauk Ekonomicznych UW

## 1. Wstęp

Historia kształtowania instrumentu dłużnego, jakim są obligacje, jest ściśle związana z emisjami dokonywanymi przez jednostki samorządu terytorialnego lub na ich rzecz. Potrzeby finansowe samorządów przekraczały (w dawnych latach) możliwości jednego kredytodawcy, konieczne było zatem łączenie środków finansowych wielu podmiotów. Ten historyczny argument dawno stracił na aktualności. Dzisiejsze banki, czy instytucje finansowe mają tak znaczne kapitały, że bez problemu mogą udzielać pożyczek nawet największym miastom. Niemniej obligacje nadal mogą być dla samorządów atrakcyjnym sposobem zadłużenia. Cena zadłużenia obligacyjnego może być niższa niż kredytu uzyskanego z jednego banku, a dzieje się tak dzięki płynności, jaką daje rynek kapitałowy oraz dywersyfikacji ryzyka, gdzie każdy obligatariusz udziela tylko części długu. Jednocześnie inwestorzy powinni być zainteresowani papierami samorządowymi, gdyż stanowią one (zwykle) bezpieczny i wieloletni sposób lokowania kapitału.

Powyższe stwierdzenia można uznać za podstawowy motyw dla emisji komunalnych. Jednak praktyka poszczególnych krajów pokazuje, że o rzeczywistej atrakcyjności i funkcjonowaniu obligacji, będzie decydować cały zestaw uwarunkowań prawnych i instytucjonalnych. Ważne są tu regulacje związane z samymi obligacjami, ale także rynkiem kapitałowym, systemem bankowym i kształtem finansów lokalnych.

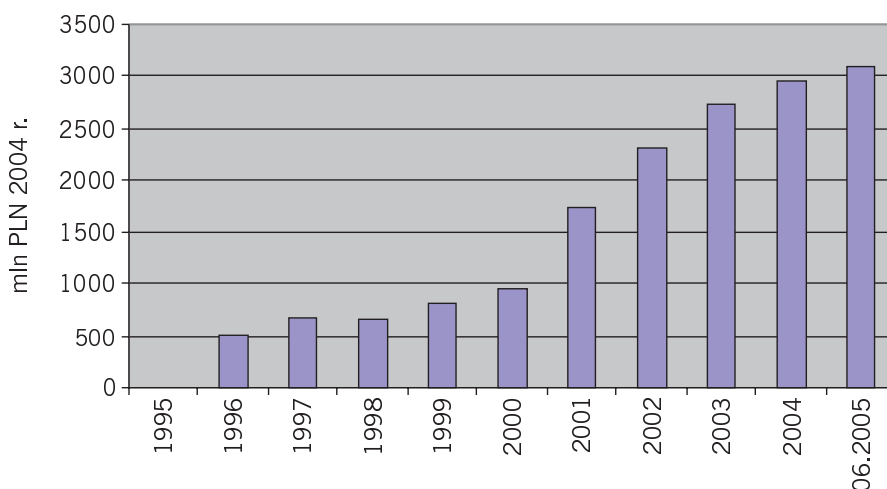
W artykule analizie poddane zostaną niektóre elementy kształtujące obligacje komunalne w Polsce. Analiza ta zostanie dokonana w porównaniu z rynkiem „wzorcowym”, jakim jest rynek obligacji komunalnych w USA. Pozwoli to odpowiedzieć na pytanie, jakie czynniki są najbardziej odpowiedzialne za dzisiejsze funkcjonowanie polskich obligacji komunalnych, a również ocenić perspektywy dalszego rozwoju tego rynku.

## 2. Obligacje komunalne w Polsce — podstawowe regulacje prawne i wielkość rynku

Termin „obligacje komunalne” nie pojawia się w polskich przepisach. Najczęściej pod tym pojęciem rozumie się papiery emitowane bezpośrednio przez samorządy. Ustawa o obligacjach wskazując na emitentów wymienia (art. 2) „gminy, powiaty, województwa, także związki tych jednostek oraz mia-

sto stołeczne Warszawa”. Możliwość emisji obligacji przez jednostki samorządu terytorialnego jest również wskazana w ustawie o finansach publicznych. Samorządy mogą emitować obligacje (i szerzej zaciągać długookresowy dług) w związku z planowanym deficytem budżetu (art. 111 ustawy o finansach publicznych) oraz spłatą dotychczasowego zadłużenia (art. 48).

Można jednak obligacje komunalne definiować szerzej — jako papiery emitowane na potrzeby komunalne. Do takiego spojrzenia skłaniać powinno nowoczesne spojrzenie na samorząd, który nie musi być bezpośrednim producentem dóbr i usług lokalnych, ale może (a nawet powinien) realizować swoje zadania przy pomocy podmiotów prywatnych bądź społecznych, tworząc właściwe warunki dla ich działania (por. np. [Bailey, 1999, s. 262; Kopańska, 2005, s. 1]).



### Rys. 1.

Wartość rynku obligacji wyemitowanych przez samorządy w latach 1995 — 06.2005

Źródło: opracowanie własne na podstawie („Fitch Rating”).

W takie rozumienie obligacji komunalnych wpisują się dodane w 2000 r. do ustawy o obligacjach artykuły definiujące obligacje przychodowe. Papiery te, emitowane mogą być przez samorządy i ich związki, a także spółki, będące przynajmniej w 50% własnością samorządów. Dodatkowo emisję obligacji przychodowych mogą przeprowadzić spółki z o.o. i akcyjne, gdzie samorządy nie mają żadnych udziałów, ale których jedynym przedmiotem działalności jest wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej na podstawie umowy zawartej z jednostką samorządu terytorialnego (art. 23a ustawy o obligacjach).

Zgodnie z powyższym komunalne obligacje w Polsce, to:

- obligacje ogólne — zabezpieczone całym majątkiem emitenta — emitowane przede wszystkim przez samorządy, ale również możliwa jest (choć nie

wskazana wprost w przepisach) emisja takich papierów przez inne podmioty (np. spółki samorządowe) na cele komunalne,

- obligacje przychodowe, gdzie zabezpieczeniem jest wyznaczony majątek lub strumień dochodów — papiery te są, zgodnie z polską ustawą o obligacjach, stworzone specjalnie dla emitentów komunalnych.

Jak dotychczas z ustawowych możliwości emisji obligacji ogólnych skorzystało w Polsce ponad 200 jednostek samorządu terytorialnego, a lokalny dług obligacyjny rośnie sukcesywnie z roku na rok (por. rys. 1.). Nie było jednak żadnej emisji dokonanej przez firmy komunalne, nie ma również na rynku obligacji przychodowych. Pierwsza emisja obligacji przychodowych planowana była na koniec roku 2005 i miało jej dokonać przedsiębiorstwo wodno-kanalizacyjne z Bydgoszczy.

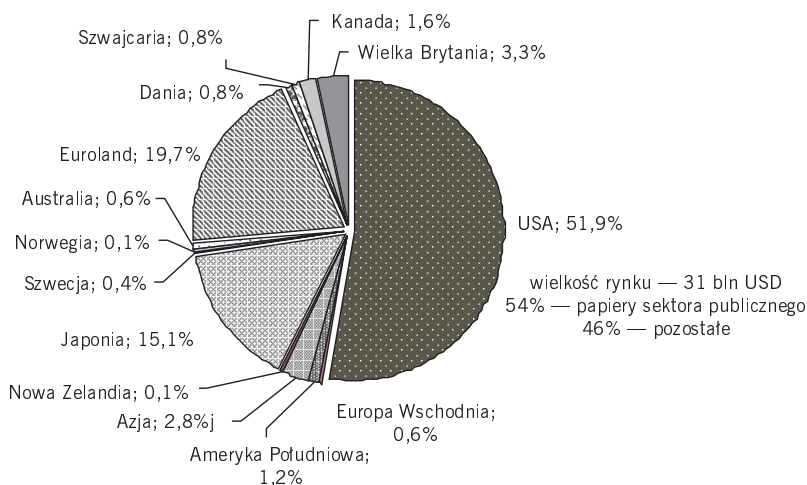
### 3. Rynek obligacji komunalnych — wzory amerykańskie

Pod koniec 2004 r. obligacje stanowiły około 20% zadłużenia województw oraz miast na prawach powiatu i powiatów, ale w gminach było to tylko około 9,7% ogółu ich długu<sup>1</sup>. Niemniej na tle innych krajów europejskich, można mówić o dość dużym znaczeniu obligacji w strukturze polskiego długu samorządowego.

W Europie Zachodniej, obligacje komunalne emitowane są przede wszystkim przez większe miasta (stolice) i jednostki samorządowe wyższego szczebla. Gminy większość dłużnych środków otrzymują bezpośrednio od instytucji finansowych (banków). I tak np. w Niemczech, obligacje stanowią zaledwie 1,2% długu samorządów lokalnych. We Włoszech emisje obligacji również nie przekraczają 2% nowego długu, przy czym np. w 1998 r. na wyemitowanych 1,150 mld lirów obligacji komunalnych, prawie 1/3 przypadła na emisje Turynu, a dalsze 15% stanowiły obligacje dwu prowincji — Werony i Mediolanu. W Hiszpanii, w gminach (*municipio*) dług obligacyjny to zaledwie 6,5% długu, a większość przypada na największe miasta (tam dług z racji obligacji to 20,4% zadłużenia). Najwięcej obligacji emitują w Hiszpanii samorzady prowincji — tam obligacje stanowią około 33% zadłużenia [Dafflon, 2002]. Nieco bardziej popularne są obligacje w krajach Europy Wschodniej. W 2001 roku obligacje stanowiły 27,5% długu samorządów Czech; 21,7% — Estonii; 18,2% — na Węgrzech oraz 12% na Słowacji [Swianiewicz, 2004].

Niewątpliwie najbardziej rozwiniętym rynkiem obligacji komunalnych (i innych) jest rynek amerykański (rys. 2.). Rynek ten można uznać za wzorcowy i na jego tle warto rozważyć funkcjonowanie polskich obligacji komunalnych. Jest to zasadne co najmniej z dwóch powodów: po pierwsze — na światowym rynku obligacji, to właśnie papiery z USA zdecydowanie przeważają, a po drugie — polskie regulacje związane z obligacjami komunalnymi, były tworzone przy silnym wsparciu amerykańskim (USAiD oraz Banku Światowego).

<sup>1</sup> Obliczenia własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.



## Rysunek 2.

### Struktura globalnego rynku obligacji (2002 r.)

Źródło: serwis internetowy <http://www.allianzinvestors.com>, przy czym trzeba podkreślić, że ze względu na wielkość i zmienność tego rynku, powyższe dane są jedynie szacunkowe.

Wśród czynników wpływających na funkcjonowanie rynku obligacji komunalnych w USA warto wymienić:

- 1) rozwinięty rynek kapitałowy, a szczególnie nieskarbowych papierów dłużnych,
- 2) zdecydowana przewaga emisji publicznych,
- 3) stosowanie ratingu,
- 4) atrakcyjność papierów municypalnych dla inwestorów.

### 3.1. Rozwój rynku kapitałowego

Miarą rozwoju rynku kapitałowego może być stosunek wielkości kapitalizacji rynku giełdowego (akcyjnego) do PKB; w 2003 r. w USA stanowił on 130% PKB, w Polsce zaś zaledwie około 17% PKB (dla porównania w krajach strefy EURO było to 60% PKB). Przewaga ta jest widoczna również na rynku obligacji, i tak w USA w 2003 r. krajowy dług obligacyjny stanowił 160% PKB, a w Polsce jedynie 24%. Poza zakresem niniejszego artykułu jest analiza przyczyn rozwoju tego rynku, jednak należy przyjąć to jako czynnik konieczny choć nie ostateczny rozwoju rynku obligacji i obligacji komunalnych. Przykładem może być tu Wielka Brytania, gdzie rynek kapitałowy również jest bardzo dobrze rozwinięty (kapitalizacja rynku akcyjnego wynosi 134% PKB), ale obligacyjny znacznie mniej — dług z racji krajowych obligacji stanowił tam w 2003 r. tylko 41% PKB [WDI, 2005].

Trzeba tu podkreślić różnice wynikające z tradycji funkcjonowania poszczególnych rynków. Ogólnie europejski rynek długu komunalnego i szerzej — nieskarbowego — jest zdominowany przez banki, podczas gdy w USA przeważają emisje papierów dłużnych. Jeśli chodzi o jednostki samorządu teryto-

rialnego, to powyższa różnica jest dodatkowo pogłębiona przez fakt funkcjonowania w większości państw Europy Zachodniej specjalnych, publicznych instytucji finansowych powołanych dla kredytowania samorządów [Kopańska, 2001]. Wprawdzie dziś są już one sprywatyzowane, jednak nadal ich pozycja na rynku jest dominująca. W USA, co zostanie wykazane, taką specjalną pozycję mają obligacje.

### 3.2. Rola emisji publicznych

Emisje papierów komunalnych w USA dokonywane są przede wszystkim na rynek publiczny. Prywatne emisje stanowiły w ostatnich latach mniej niż 1% ogólnej kwoty wyemitowanych papierów municypalnych [www.bondmarket.com]. Dopiero emisja publiczna pozwala na uzyskanie wszystkich pozytywnych cech obligacji, dając emitentowi środki finansowe taniej niż w inny sposób. Aby miała sens emisja dokonywana na rynek publiczny, konieczna jest odpowiednia wielkość emisji. Jest to korzystne zarówno dla emitenta, jak i inwestorów. Znaczna kwota emisji obniża jej jednostkowe koszty, chodzi tu o wydatki związane z wejściem na rynek — a więc prowizje dla organizatora emisji, underwritera, doradców, koszty promocji etc. Z kolei nabywcy obligacji zwykle oczekują dywersyfikacji ryzyka — a więc udziału jedynie w części długu. Jest to związane zarówno z indywidualną polityką podmiotu, jak również z różnego rodzaju przepisami, zabraniającymi mu nadmiernej koncentracji kapitału w papierach jednego emitenta. Oczywiście jest również, że wielkość emisji zależy od tego, do jakiego typu inwestora kierowane są papiery, i tak na rynku USA emisje obligacji komunalnych przeznaczonych dla inwestorów indywidualnych mają wartość co najmniej 25 tys. USD, dla instytucjonalnych zaś — 100 tys. USD [Fabozzi, 2000].

Nie wszystkie samorzady mogłyby pozwolić sobie na takie emisje i pomocne okazują się tu Banki Obligacji Komunalnych. *Municipal Bonds Banks* to instytucje finansowe, zwykle publiczne, grupujące dług obligacyjny mniejszych emitentów, który jest następnie sekurytyzowany i emitowany jako duża komunalna emisja wielu podmiotów.

### 3.3. Popularność ratingu

Kolejną ważną cechą, istotną z punktu widzenia funkcjonowania amerykańskich obligacji, jest popularność ratingu, dokonywanego przez zewnętrzny podmiot — agencję ratingową. Pozwala to inwestorom na lepszą ocenę ryzyka związanego z papierem wartościowym danego podmiotu. Warto przy tym dodać, że w przeciwieństwie do emitentów komercyjnych, komunalne podmioty mają stosunkowo niewiele obowiązków informacyjnych związanych z emisją, oceny ratingowe są traktowane jako wystarczająca informacja o emitencie<sup>2</sup>. Korelacja między nadanym ratingiem a ceną emisji jest oczy-

---

<sup>2</sup> Problemy finansowe niektórych amerykańskich miast, spowodowały, że w 1989 r. zwiększono zakres tych obowiązków, Fabozzi [2000, s. 230].

wista i widoczna. Papiery gorszych emitentów, z którymi jest związane wyższe ryzyko, mają odpowiednio wyższe oprocentowanie niż obligacje samorządów z wyższym ratingiem (tabela 1.).

## Tabela 1.

Zróżnicowanie oprocentowania obligacji komunalnych w USA ze względu na ocenę ratingową i termin do wykupu (2005)

Termin wykupu (w latach)	Ocena ratingowa (Standard&Poor)			
	AAA	AA	A	BBB
1	3,2	3,27	3,38	3,62
2	3,25	3,33	3,46	3,71
3	3,3	3,4	3,55	3,75
5	3,43	3,52	3,68	3,91
10	3,85	3,96	4,15	4,44
15	4,1	4,21	4,4	4,67
20	4,29	4,4	4,6	4,85
30	4,52	4,63	4,8	5,04

Źródło: [Standard&Poor Securities Evaluations Services].

Wspomniane już Banki Obligacji Komunalnych spełniają również w tym aspekcie ważną rolę. Grupują dług wielu samorządów, następuje dywersyfikacja ryzyka, a więc wyemitowane papiery sekurytyzacyjne mogą mieć wyższą ocenę niż samodzielnie dług poszczególnych podmiotów. Dodatkowo banki te cieszą się na rynku dobrą renomą. Tak więc, dzięki ofercie Banków Obligacji Komunalnych, mniejsze samorzady uzyskują nie tylko płynny dług, ale również po niższej cenie.

### 3.4. Atrakcyjność dla inwestorów

Kolejną istotną cechą obligacji komunalnych w Stanach jest ich atrakcyjność dla inwestorów. Atrakcyjność tę buduje wiele czynników, wśród których warto wymienić zwolnienia podatkowe czy instytucję powiernika.

W USA dochody z obligacji komunalnych zwolnione są z dochodowego podatku federalnego, ale również często z podatków stanowych i lokalnych [BMA, 2004]. Dzięki temu z jednej strony samorzady uzyskują środki finansowe taniej, a jednocześnie inwestorzy „uciekający” przed podatkami chętniej lokują swoje pieniądze w papiery municypalne. Trzeba zaznaczyć, że zwolnienia podatkowe są *de facto* rodzajem dopłaty do oprocentowania obligacji komunalnych, jakie wnoszą rządy federalny i stanowe — a więc można mówić o obligacjach jako o instytucji specjalnego kredytu dla samorządów amerykańskich<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> W ostatnich latach podejmowano kilkakrotnie próbę likwidacji tych specjalnych praw podatkowych dla obligacji municypalnych w Stanach, co spotkało się z ogromnym oporem władz

Kolejnym czynnikiem budującym atrakcyjność i zaufanie inwestorów do obligacji jest instytucja *trustee* — powiernika. Powiernik pełni funkcję pośrednika pomiędzy emitentem a obligatariuszami. Jego zadaniem jest kontrola, czy emitent wywiązuje się, a także czy będzie w stanie wywiązać się ze wszystkich zobowiązań finansowych wobec inwestorów. Najczęściej *trustee* pełni również obowiązki agenta emisji — a więc prowadzi rejestr obligatariuszy, dokonuje wypłat odsetek, gromadzi obligacje do wykupu. Dodatkowo zadania spełnia w przypadku obligacji o bardziej skomplikowanej formule, a zwłaszcza przychodowych. Wykonuje on tu typowe czynności bankowe — zarządza poszczególnymi wyodrębnionymi rachunkami ustalonymi w dokumentach emisji. Zarządzanie to polega na przyjmowaniu wpływów, pokrywaniu wydatków, inwestowaniu dostępnych środków i prowadzeniu sprawozdawczości dotyczącej stanu rachunków, zgodnie z warunkami emisji i umową zawartą z emitentem. Umowa pomiędzy emitentem i powiernikiem szczegółowo określa procedury i czynności jakie ma podjąć *trustee* występując w imieniu obligatariuszy w celu zapewnienia działań naprawczych zgodnie z dokumentami emisji. *Trustee* nie gwarantuje obligacji, ani też spłat kapitału czy odsetek i jest zwykle zwolniony przez emitenta z odpowiedzialności odszkodowawczej z tego tytułu [Angelides, 2003; FSV, 1999].

Innymi słowy *trustee* sprawia, że skomplikowany instrument, który nie jest czytelny dla przeciętnego obligatariusza, staje się dla niego bezpieczniejszy. Dodatkowo umowa z *trustee* pozwala na wprowadzenie wielu zobowiązań emitenta (np. wynikających z przekazywania dokumentów związanych z realizowaną z środków obligacyjnych inwestycją infrastrukturalną), które nie są zawarte w samej obligacji, a które *de facto* stanowią o bezpieczeństwie emisji.

#### 4. Rynek obligacji komunalnych — warunki w Polsce

Wiadomo, że bezpośrednie przeniesienie wzorców amerykańskich na polski rynek obligacji komunalnych nie jest możliwe. Jednak warto przyjrzeć się polskim obligacjom samorządowym z punktu widzenia opisanych wcześniej cech rynku amerykańskiego, co pozwoli na zrozumienie specyfiki tych instrumentów w Polsce i analizę czynników, które je kształtują. Tak więc rozważania będą obejmować:

- 1) wielkość i strukturę rynku papierów dłużnych,
- 2) obecność emisji publicznych i wielkość emisji,
- 3) wykorzystanie ratingu i szerzej zewnętrznego audytu finansów samorządowych,
- 4) atrakcyjność papierów komunalnych dla inwestorów.

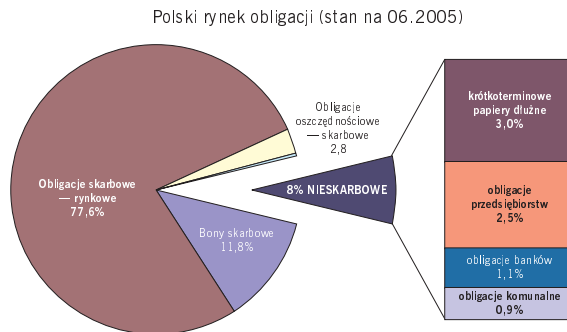
---

samorządowych, które podkreślają, że to właśnie dzięki zwolnieniom podatkowym rozwija się rynek obligacji komunalnych — a zatem i lokalna infrastruktura (por. np. dyskusje na stronie Government Finance Officers Association — [www.gfoa.org](http://www.gfoa.org)).

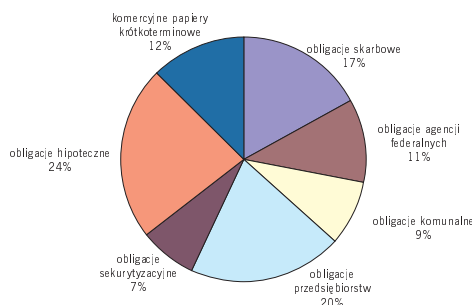
#### 4.1. Wielkość i struktura rynku papierów dłużnych

Rynek papierów dłużnych w Polsce stanowi zaledwie 24% PKB. Jednocześnie jest to rynek bardzo silnie zdominowany przez papiery skarbowe. Obligacje innych niż Skarb Państwa podmiotów stanowiły w połowie 2005 r. zaledwie 8% całego krajowego rynku obligacyjnego. Tymczasem w USA papiery dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa, banki czy samorzady mają znaczny udział w całości rynku papierów dłużnych, a obligacje skarbowe to tylko 17% ogółu tego rynku (por. rys. 3.).

Przewaga papierów skarbowych, które (jak wszędzie) traktowane są jako najbezpieczniejszy sposób lokowania kapitału, powoduje, że obligacje pozostałych podmiotów, w tym samorządów mają problemy ze znalezieniem inwestorów. Co więcej, jak zostanie pokazane, pozostałe aspekty emisji komunalnych w Polsce nie zachęcają do inwestowania w papiery komunalne.



Amerykański rynek obligacji (stan na 03.2005)



### Rys. 3.

Struktura rynku krajowego papierów dłużnych w Polsce i USA

Źródło: [Ministerstwo Finansów; „Fitch Rating”; BMA, 2005].

#### 4.2. Rola emisji publicznych i ich wielkość

Większość obligacji Polskich samorządów emitowana była w małych (a nawet bardzo małych) kwotach (por. tabela 2.). Tak małe emisje nie pozwalają na emisje publiczne. Dlatego zaledwie w trzech przypadkach emisja komu-



nalna była notowana na rynku publicznym — a dokładnie na regulowanym rynku pozagiełdowym MTS-CETOSA. Znalazły się tam papiery Ostrowa Wielkopolskiego, Poznania i Rybnika. Jednak nawet tutaj nie uzyskały one płynności, a były lata, kiedy nie dokonywano na tych papierach żadnych transakcji<sup>4</sup>.

## Tabela 2.

Liczba emisji obligacji komunalnych według wielkości rozpoczynanego programu emisyjnego<sup>5</sup> w latach: 1996–2004

Rok	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Wartość emisji	Liczba emisji								
0–5 mln >	2	13	12	10	25	38	36	27	27
5–10 mln >	2	2	2	3	13	15	9	6	7
10–20 mln >	2	3	0	2	4	9	5	3	11
powyżej 20 mln	4	1	5	0	5	8	10	2	4
Wszystkich emisji	10	19	19	15	46	70	60	38	49
	Wartość emisji								
Minimum	0,9	1,3	0,95	1	0,7	0,8	0,7	0,9	0,7
Maksimum	99,3	25	206,3	20	144	105	124	500	40

Źródło: obliczenia własne na podstawie („Fitch Polska”).

Potencjalnymi inwestorami na rynku papierów komunalnych są fundusze emerytalne i firmy ubezpieczeniowe. Szczególnie te pierwsze, które dysponują w Polsce z roku na rok większymi środkami finansowymi (na początku 2005 roku OFE dysponowały 66 mld zł i było to niemal 40% więcej niż w roku poprzednim [Aktywa funduszy...; 2005]), powinny być zainteresowane inwestowaniem w obligacje samorządów. Co więcej, polskie przepisy umieszczają papiery municypalne w katalogu lokat tych podmiotów. Przedstawiciele funduszy emerytalnych wskazują jednak, że podstawową wadą funkcjonujących na rynku obligacji komunalnych są właśnie ich nieznaczące kwoty. Trzeba pamiętać, że fundusze mają ustalone normy co do udziału w długu jednego podmiotu — np. jest to 5% dla papierów niepublicznych i 15% dla publicznych (PZU). Zaakceptowałyby nawet nie płynne aktywa, jednak nie opłaca się im rozpoczynać transakcji, która dotyczy tak niewielkiej sumy. Szacuje się, że aby OFE były zainteresowane emisją powinna ona przekraczać 200 mln zł. Trzeba też dodać, że niewielkie zainteresowanie papierami komunalnymi wynika również z dominacji na rynku obligacji skarbowych, co jest widoczne w strukturze aktywów OFE (por. tabela 3.)

<sup>4</sup> Np. na obligacjach Ostrowa Wlkp. czwartej serii w 2002 r. nie zawarto żadnej transakcji, zob. [Majcherczak, 2003].

<sup>5</sup> Program emisyjny oznacza ogólną kwotę planowanej emisji, która rozbita jest na transze. W rzeczywistości emisje przeprowadzone w danym roku były niższe, niż wskazane w tabeli 5.

**Tabela 3.**

Wartość i struktura aktywów OFE (stan na 31.12.2004)

Akcje przedsiębiorstw notowanych na rynku publicznym	20 185 694 105,19 zł	32,79%
Depozyty i papiery bankowe	2 797 803 216,12 zł	4,54%
Bony skarbowe	1 698 180 646,76 zł	2,76%
Inne krajowe papiery udziałowe	317 943 516,27 zł	0,52%
Inwestycje zagraniczne	1 334 659 576,77 zł	2,17%
Obligacje, a w nich	35 225 842 193,59 zł	57,22%
— Obligacje przedsiębiorstw nienotowanych na rynku publicznym	79 253 032,61 zł	0,13%
— Obligacje przedsiębiorstw notowanych na rynku publicznym	18 496 486,40 zł	0,03%
— Obligacje komunalne notowane na rynku publicznym	1 170 700,00 zł	0,00%
— Obligacje zamienne	121 087 154,00 zł	0,20%
— Obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa	47 260 057,91 zł	0,08%
— Obligacje skarbowe	34 864 638 175,42 zł	56,64%
— Całkowicie zabezpieczone obligacje	93 936 587,25 zł	0,15%

Źródło: [KNUIFE, 2004].

**4.3. Rola ratingu**

Oceny ratingowe nadane przez zewnętrzne agencje ma już kilkadziesiąt polskich samorządów, jednak nie jest to w Polsce popularne. Wpływa na to kilka czynników:

- emisje są niepubliczne (co jest zarówno przyczyną, jak i skutkiem braku ratingów),
- większość inwestorów uważa samorządy za podmioty pewne, a informacje o budżecie jednostki samorządu podawane przez sam podmiot czy RIO uważane są zwykle za wystarczające,
- ograniczenia dla emisji (i szerzej zadłużenia) w walutach obcych ograniczyły popyt na ratingi dokonywane na potrzeby zagranicznych inwestorów,
- dane empiryczne sugerują, że nie istnieje przełożenie między uzyskaną oceną ratingową a ceną obligacji (por. tabela 4.).

Można powiedzieć, że na polskim rynku samorządowym z punktu widzenia władz lokalnych rating jest po prostu niepotrzebny. Nie ma sensu płacić za taką ocenę, jeśli nie ma ona wpływu na aktywność instytucji kredytujących, co będzie analizowane w kolejnej części tego artykułu. Warto zauważyć, że podobny problem występuje w przypadku emisji na publiczny rynek giełdowy. W takich przypadkach samorządy muszą mieć przeprowadzony przez uprawniony podmiot audyt swoich finansów<sup>6</sup>. Takich audytów dotychczas

<sup>6</sup> Ten obowiązek został utrzymany w aktualnie obowiązujących rozporządzeniach do aktów prawnych: *O ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, *O obrocie instrumentami finansowymi*, *O nadzorze nad rynkiem kapitałowym*, DzU 2005, nr 183, 184.

w zasadzie nie było głównie dlatego, że samorządy obawiały się wysokich kosztów ich przeprowadzenia, a także potencjalnego wykrycia jakichś nieprawidłowości, o których władze nawet nie wiedzą. Takie opinie stanowią skuteczną barierę dla samorządowych emisji publicznych<sup>7</sup>.

## Tabela 4.

Przykłady ratingu i ceny za obligacje komunalne (emisje z 2002 r.)

Emitent	Agencja ratingowa/ocena	Wartość i data emisji	Termin wykupu/ Oprocentowanie powyżej stawki bazowej — 52 tyg. bonów skarbowych
Bydgoszcz	Standard&Poor's BBB — stabilne, międzynarodowe	72 mln PLN emisja w VII 2002	4 — 0,3 5 — 0,35 6 — 0,4 7 — 0,45 8 — 0,5 9 — 0,55
Wrocław	Standard&Poor's BBB — stabilna, międzynarodowa	80 mln PLN emisja w XII 2002	4 — 0,45 6 — 0,5 8 — 0,57 10 — 0,7
Ostrów Wielkopolski	Fitch Polska: A — obligacje; A — ogólna, dla waluty krajowej	10 mln PLN emisja w IX 2002	4 — 0,7
Tychy	Fitch Polska: AA — ogólna dla waluty krajowej	13 mln PLN emisja w VII 2002	1 — 0,5 2 — 0,5 3 — 0,5 4 — 0,6 5 — 0,7 6 — 0,8

Źródło: [Majcherczyk, 2003; Fitch Polska].

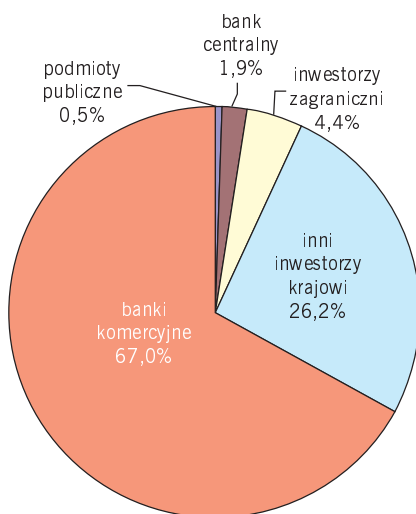
### 4.4. Atrakcyjność dla inwestorów

Wykazane powyżej cechy polskich obligacji komunalnych sprawiają, że nie są one atrakcyjnym instrumentem dla inwestorów — są niepubliczne, niepłynne, emitowane są w małych kwotach, a ocena emitenta jest utrudniona. Jediną zachętą mogłaby się wydawać rentowność obligacji, która — co trzeba podkreślić — nie jest w Polsce podparta żadnymi specjalnymi ulgami podatkowymi. Jednak trudno o jednoznaczną ocenę tej rentowności, gdyż istnieje

<sup>7</sup> Taką opinię wyraziło kilku ankietowanych skarbników [Jonas, 2005].

ogromna różnorodność oprocentowania, które w stosunku do stawki bazowej (jaką jest najczęściej oprocentowanie 52 tyg. bonów skarbowych) waha się przy podobnych emisjach nawet o kilkanaście punktów procentowych. Takie różnice, które nie są związane z długością emisji, jej wielkością czy oceną ratingową (por. tabela 4.) wskazują na to, że emitenci nie ustalają oprocentowania z myślą o atrakcyjności dla inwestorów.

Jednak podane na samym początku tego artykułu dane wskazują, że dług obligacyjny polskich samorządów sukcesywnie rośnie — tak więc, pomimo wymienionych wcześniej wad, są na rynku inwestorzy chętni do zakupu tych papierów. Jak pokazuje rys. 4., tymi inwestorami są banki, a zgodnie z informacjami z rynku są to przede wszystkim te banki, które były organizatorami i subemitentami emisji.



#### Rys. 4.

##### Struktura inwestorów na polskim rynku obligacji komunalnych (31.12.2004)

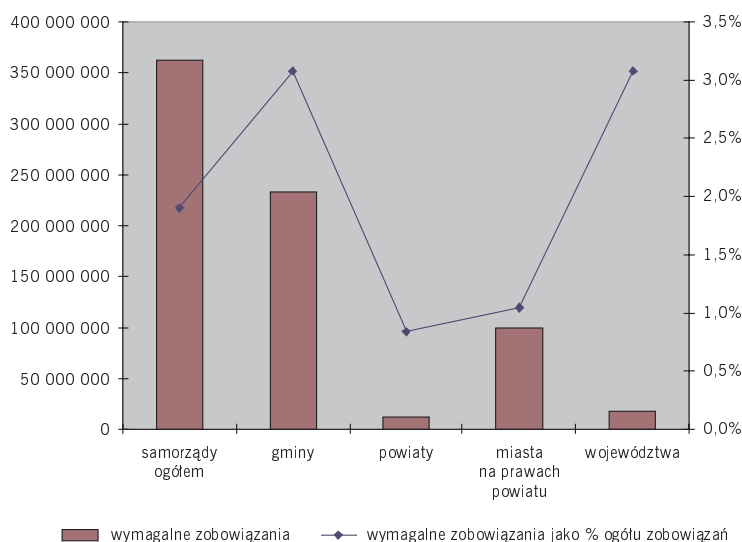
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów. Jedyna emisja, która znalazła nabywców zagranicznych, to emisja Krakowa.

## 5. Banki jako najaktywniejsi uczestnicy rynku obligacji komunalnych w Polsce

Związek między sektorem bankowym a samorządem w Polsce można uznać za niemal naturalny. Każda jednostka samorządu terytorialnego powinna zgodnie z przepisami posiadać rachunek bankowy, a bank jest wybierany w trybie ustawy prawo zamówień publicznych (art. 134 Ustawy o finansach publicznych). Istnieje również swoboda wyboru banku kredytującego samorząd, czy banku-agenta emisji papierów wartościowych — choć, o czym mowa będzie dalej, widoczne są istotne różnice w trybie tego wyboru.

Warto pamiętać, że z punktu widzenia banku, klient samorządowy jest niezwykle atrakcyjny. Środki finansowe, które przepływają przez budżet samorządowy, a więc i przez samorządowe konto bankowe to kwoty znaczne, a co najważniejsze pewne i w znacznej mierze przewidywalne co do wielkości, momentu ich wpłat i wypłat. Jednocześnie, atrakcyjna dla banków jest współpraca kredytowa z samorządem. Po pierwsze, polskie banki, od lat mające problem z nadpłynnością, aktywnie poszukują sposobów lokowania środków finansowych. Dodatkowo, dług samorządowy jest preferowany w stosunku do zadłużenia innych podmiotów. Wynika to przede wszystkim z panującego wśród przedstawicieli banków przekonania o małym ryzyku kredytów samorządowych, a poparte jest przepisami bankowymi.

To, że jednostka samorządu terytorialnego zgodnie z polskimi przepisami nie może zbankrutować, jest bardzo często przez banki uznawane za synonim pewnej wypłacalności [Kopańska, Levitas, 2004]. Nie jest to oczywiście prawdą. Jak pokazuje rys. 5., samorzady nie zawsze terminowo realizują swoje zobowiązania finansowe. Warto jednak podkreślić, że zasadnicza większość tych zaległości jest związana z pożyczkami handlowymi, a jedynie 0,39% zobowiązań wymagalnych stanowiły zobowiązania wobec banków komercyjnych.



## Rys. 5.

### Zobowiązania wymagalne całości zobowiązań samorządów (12.2004)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Finansów.

Jednocześnie w ostatnich latach kilkanaście polskich gmin miało problemy ze spłatą swoich zobowiązań, a nawet z realizacją bieżących zadań. Gminy te otrzymały pożyczkę z budżetu państwa na realizację programu naprawczego [Wojtuch, 2004]. Jest to warte podkreślenia, bo wprawdzie samorzady mo-

gą liczyć na pomoc w razie problemów finansowych, jednak przyjęta w Polsce metoda tej pomocy oznacza, że Skarb Państwa nie bierze na siebie zobowiązań samorządów, a jedynie pomaga, pożyczając pieniądze na realizację programu naprawczego (art. 65 Ustawy o finansach publicznych).

Co istotnie, w porównaniu z innymi podmiotami samorządy są pewnymi klientami. Nadal duża część samorządów korzysta ze zwrotnych środków bardzo rzadko. W 2004 r. ponad połowa województw i 20% powiatów nie zaciągnęła żadnych nowych kredytów, ani nie wyemitowała obligacji. Gminy, które sytuacja finansowa bardziej predysponuje do zadłużania się, również są ostrożne. I tak w 2004 r. nie sięgnęło po środki zwrotne 25% gmin wiejskich, 15% miejsko-wiejskich oraz 20% miejskich [Swianiewicz, Kopańska, 2005]. Czynniki ten jest warty podkreślenia, gdyż polskie samorządy niezwykle powściągliwie podchodzą do zadłużania się. Wynika to zarówno z niezrozumienia zasad lokalnych finansów, jak i jest przejawem „racjonalności politycznej”. Z doświadczeń poprzednich lat wyraźnie widać, że zadłużenie może być w trakcie walki wyborczej traktowane jako argument przeciwko poprzednim ekipom rządzącym [Kopańska, Levitas, 2004].

Analiza portfela należności bankowych również wskazuje na dobrą jakość długu samorządowego. W 2004 r. wśród należności banków komercyjnych było 10,5% należności zagrożonych, przy czym wśród należności od sektora samorządowego i rządowego ten udział wyniósł zaledwie 1,6% [GINB, 2005–1].

Dobra jakość należności samorządowych potwierdzana jest przez przepisy bankowe określające współczynniki ryzyka dla poszczególnych podmiotów konieczne przy wyliczaniu współczynnika wypłacalności banku. Papiery wartościowe oraz inne zobowiązania samorządów terytorialnych mają wagę ryzyka zero, podobnie jak np. przedsiębiorstw czy osób prywatnych, gdy zabezpieczone są kwotami pieniężnymi przelanyymi na rachunek bankowy lub gwarancjami i papierami wartościowymi odpowiednich podmiotów. Jeśli jednak nie ma takiego zabezpieczenia, waga ryzyka dla samorządów wynosi 20%, zaś dla przedsiębiorstw i osób prywatnych — 50%, a nawet 100%<sup>8</sup>.

Powyższe czynniki sprawiają, że banki niezwykle chętnie pożyczają samorządom. Mogą to zasadniczo robić na dwa sposoby — udzielając kredytów oraz nabywając samorządowe obligacje. Okazuje się, że ten ostatni sposób staje się coraz bardziej atrakcyjny zarówno dla banków, jak i samorządów. Ze strony banków można tu wymienić co najmniej dwie przyczyny.

---

<sup>8</sup> Rozporządzenie Komisji Nadzoru Bankowego nr 4/2004 z dnia 8 września 2004 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka oraz zakresu stosowania metod statystycznych i warunków, których spełnienie umożliwia uzyskanie zgody na ich stosowanie, sposobu i szczegółowych zasad obliczania współczynnika wypłacalności banku, zakresu i sposobu uwzględniania działania banków w holdingach w obliczaniu wymogów kapitałowych i współczynnika wypłacalności oraz określenia dodatkowych pozycji bilansu banku ujmowanych łącznie z funduszami własnymi w rachunku adekwatności kapitałowej oraz zakresu, sposobu i warunków ich wyznaczania.

- Po pierwsze, wraz z wejściem w życie ustawy o prawie zamówień publicznych z dnia 24.01.2004, wybór agenta emisji obligacji nie podlega przepisom tego prawa, podczas gdy planując zaciągnięcie kredytu samorząd musi przygotować przetarg. Można mieć wątpliwości co do zasadności takiego wyłączenia, niemniej podnosi to atrakcyjność obligacji zarówno z punktu widzenia samorządu jak i banku, który bez dodatkowych formalnych zabiegów może oferować obligacje swoim samorządowym klientom.
- Po drugie, kontrola sytuacji finansowo-ekonomicznej dłużnika jest obowiązkowa dla banku w przypadku kredytu<sup>9</sup>, tymczasem inwestycja w papiery wartościowe — jakimi są obligacje — nie podlega tak szczegółowym regulacjom, choć oczywiście jest sugerowana przez nadzór bankowy [GINB, 2002].

Można w pewnym uproszczeniu powiedzieć, że obligacje samorządowe będą dla banku zdecydowanie łatwiejszym sposobem lokowania środków, nieobciążającym banku dodatkowymi pracami aż do wykupu emisji. Jednocześnie korzyści wynikające z dobrej sytuacji finansowej samorządu (czy to rzeczywistej, czy to wynikającej z przepisów prawa), są takie same zarówno przy kredycie jak i emisji obligacji.

Powyższe czynniki sprawiają, że banki oferują swoje usługi jako agenci i underwriterzy emisji samorządowych, chcąc zachować obligacje komunalne aż do ich wykupienia przez emitenta. Takie obligacje są więc bardziej rodzajem kredytu bankowego niż prawdziwym papierem wartościowym, gdyż nie spełniają podstawowej cechy przypisywanej papierom wartościowym — obiegowości.

Co istotne, taka sytuacja wydaje się korzystna dla samorządów, które również coraz częściej preferują zaciągnięcie kredytu bankowego w formie obligacji. Szczególnie te, które raz już przeprowadziły emisję, gotowe są raczej powtórzyć ten proces niż zaciągać „zwykły” kredyt [Jonas, 2005]. Wśród zalet obligacji z punktu widzenia samorządów obok faktu, że emisja nie wymaga wyboru organizatora emisji w trybie ustawy o prawo zamówień publicznych, wymieniane są najczęściej:

- Możliwość podziału emisji na kilka transz, co może być bardziej zgodne z harmonogramem realizowanych inwestycji.
- Dopasowanie emisji do potrzeb emitenta, a nie jak to jest często w przypadku kredytów do regulaminu bankowego.
- Zgodnie z regulaminami banków kredyt zwykle nie może stanowić całej kwoty inwestycji, takiego ograniczenia nie ma w przypadku emisji obligacji (por. np. [Śliwiński *et al.*, 2005]).

Co ciekawe, powyższe zalety obligacji mogą stać się ich wadami. Należy pamiętać o tym, że elastyczność dopasowania kredytu do potrzeb inwestycyjnych samorządu jest wprawdzie niższa w trakcie zawierania umowy, ale jed-

---

<sup>9</sup> Np. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 10 grudnia 2003 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków, DzU 2003 nr 218 poz. 214.

nocześnie wraz ze zmieniającymi się warunkami w trakcie jej trwania można renegocjować. Obligacje nie dają takiej możliwości, a więc są w rzeczywistości mniej elastyczne, co więcej, środki z emisji mogą być przeznaczone tylko na cel wskazany w obligacji i gdy pojawiają się opóźnienia w realizacji inwestycji, środki te muszą czekać „bezproduktywnie”, a odsetki muszą być płacone. Problemu tego można uniknąć w przypadku kredytów, właśnie dzięki elastyczności umowy.

Innymi słowy — podstawową zaletą obligacji jest niższy koszt emisji. Jak wspomniano, w przypadku znacznych kwot emisyjnych obligacja może być rzeczywiście tańsza pod warunkiem, że istnieje rynek na takie papiery. Natomiast w przypadku małych emisji „kredytowych” ten koszt będzie w dużej mierze zależał od postawy banku i jego zainteresowania odpowiednio kredytem bądź obligacjami.

## 6. Perspektywy rozwoju rynku obligacji komunalnych w Polsce

Współczesna historia obligacji komunalnych w Polsce rozpoczęła się wraz z wejściem w życie obowiązującej do dziś Ustawy o obligacjach w czerwcu 1995 r. Od tego czasu po ten papier wartościowy sięgnęło blisko 200 podmiotów. Jednak, jak pokazano powyżej, dotychczasowe emisje w zasadniczej większości pełniły jedynie funkcję kredytową i były wykupywane przez banki-organizatorów emisji. W zasadzie tylko dla banków inwestycja w papiery samorządowe w dotychczasowej formie, małych i niepublicznych emisji, była interesująca. Co więcej, obligacje komunalne są z punktu widzenia tych instytucji bardzo atrakcyjne. Przede wszystkim chodzi o przypisywane tym papierom wskaźniki ryzyka konieczne dla obliczania współczynnika wypłacalności banku.

Potencjalne zmiany w tym zakresie mogłoby przynieść zastosowanie regulacji Nowej Umowy Kapitałowej, której ostateczna wersja została opublikowana przez Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego w czerwcu 2004 r. Zgodnie z jej wskazaniem powinno się preferować ocenę ryzyka opartą na zewnętrznych ratingach. Niemniej pozwolono również stosować w niektórych przypadkach opcje preferencyjne, w tym dla samorządów. Zgodnie z informacjami Generalnego Inspektoratu Nadzoru Bankowego dla polskich samorządów utrzymana zostanie waga wynosząca 20% i będzie to korzystniejsze niż dla innych podmiotów [GINB, 2005–2].

Oznacza to, że w kolejnych latach samorzady, korzystając z możliwości uniknięcia prawa zamówień publicznych i z bogatej oferty zabiegających o nie banków, będą emitować papiery, które można nazwać kredytem obligacyjnym. Oczywiście warunkiem podstawowym będzie tu cena, a więc *de facto* postawa banków wobec kredytu i obligacji.

Rozwój emisji publicznych obligacji komunalnych jest prawdopodobny, jednak konieczne byłoby tu spełnienie co najmniej trzech warunków.

Po pierwsze, powinno nastąpić zmniejszenie emisji skarbowych, które wypierają inne papiery dłużne z rynku. Jeśli kolejne rządy będą dążyć do obni-



zenia wielkości długu i deficytu publicznego ta dominacja papierów skarbowych rzeczywiście powinna się zmniejszyć. Jednocześnie może to niestety być związane z ograniczaniem emisji samorządowych (zwłaszcza dużych ośrodków, a więc tych, które najczęściej emitują na rynek publiczny). Przeszkodą mogą być normy ostrożnościowe, a także limity długu.

Zgodnie z zapisami Ustawy o finansach publicznych (art. 45) w momencie, gdy dług publiczny przekroczy 50% PKB w kolejnym roku budżetowym, należy ograniczyć deficyt budżetu państwa i do tej wielkości dostosować dług każdej jednostki samorządu terytorialnego. Z kolei limity długu określają, że zadłużenie samorządu nie może przekroczyć 60% jego dochodów, a spłaty tego długu w danym roku — 15% dochodów (a w sytuacji gdy dług publiczny przewyższy 55% PKB ten udział spada do 12%) (art. 113 i 114 Ustawy o finansach publicznych). Powyższe limity obowiązują wszystkie samorządy niezależnie od ich indywidualnej kondycji finansowej. Szczególnie w przypadku dużych miast wydają się one nadmierne [Kopańska, Levitas, 2004].

Drugim warunkiem pojawienia się komunalnych emisji publicznych jest zbudowanie ich atrakcyjności dla inwestorów innych niż banki, a więc np. wprowadzenie instytucji funkcjonującej w USA — powiernika obligatariuszy i zastąpienie nim martwych przepisów ustawy o obligacjach dotyczących roli banku reprezentanta. Ten warunek jest szczególnie istotny dla emisji obligacji przychodowych. Wprawdzie w planowanej emisji przedsiębiorstwa wodno-kanalizacyjnego w Bydgoszczy poradzono sobie bez takich przepisów, niemniej wprowadzenie właściwych regulacji znacznie ułatwiłoby kolejne emisje. Jednocześnie to właśnie rynek usług komunalnych może stać się w niedalekiej przyszłości ważnym czynnikiem rozwoju obligacji komunalnych. Konieczne dostosowania do norm Unii Europejskiej powodują, że prowadzone będą tu znaczne inwestycje np. związane z uzdatnianiem wody i ścieków.

Trzeci warunek wiąże się z budowaniem możliwości emisji publicznych dla mniejszych podmiotów. Jak zostało pokazane, niezbędne jest tu działanie Banku Obligacji Komunalnych. Inicjatywa budowy takiej instytucji pojawiała się kilkakrotnie w poprzednich latach. Ostatnia pochodzi ze Związku Gmin Wiejskich, który zamierzał powołać Związek Międzygminny dla utworzenia Polskiej Agencji Finansowania Gmin (PAFG) [[www.gminywp.pl/pafg/](http://www.gminywp.pl/pafg/)]. Wstępne plany powstania takiej Agencji wskazywały na początek jej działania w 2006 r., jednak ze względu na zastrzeżenia nadzoru wojewódzkiego nie wiadomo czy i kiedy ostatecznie PAFG powstanie.

## **7. Podsumowanie**

Funkcjonujący obecnie w Polsce rynek obligacji komunalnych niemal w niczym nie przypomina rynku amerykańskiego, na którym były wzorowane kolejne regulacje prawne. Polskie samorządy emitują papiery niepubliczne, niepłynne, w małych kwotach, a ocena emitenta jest utrudniona. W zasadzie jedynym inwestorem na tym rynku są banki, które chcąc pozyskać komunal-

nego klienta, tworzą na jego potrzeby produkt, który z klasycznymi obligacjami ma niewiele wspólnego. Jak zostało pokazane w niniejszym artykule, wśród czynników odpowiedzialnych za taką sytuację można wymienić:

- Silną dominację obligacji skarbowych, ograniczających rynek dla innych podmiotów.
- Brak zewnętrznego audytu finansów, czy to wprowadzonego jako obowiązkowy w przepisach, czy też wymuszonego przez kredytodawców.
- Niechęć samorządów do zadłużania się.
- Nadmierną konkurencję wśród kredytodawców-banków.
- Brak regulacji prawnych, dotyczących instytucji powiernika obligatariuszy i innych budujących atrakcyjność obligacji dla inwestorów spoza sektora bankowego.

Powyższe czynniki będą zapewne obecne również w kolejnych latach. Można mieć jednak nadzieję, że przynajmniej częściowo będą zanikały. Jednocześnie rynek polskich obligacji komunalnych, pomimo kształtowania go na wzór amerykański, zmierza raczej do modelu europejskiego. W modelu tym emisje zarezerwowane są dla największych samorządów, a zasadnicza większość lokalnego zadłużenia pochodzi z kredytów bankowych.

## Bibliografia

- Aktywa funduszy emerytalnych — OFE — II 2005, [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl).
- Angelides P., 2003, *Roles and responsibilities of municipal trustee*, Debt Line, CDIAC 08.2003.
- Bailey S, 1999, *Local government economics. Theory and practice*, Macmillan 1999.
- BMA, 2004, *An Investor's Guide to Municipal Bonds*, The Bond Market Association 2004.
- BMA, 2005, „The Bond Market Association Research Quarterly” 04.2005.
- Dafflon B. (red.), 2002, *Local public finance in Europe, Balancing the budget and controlling debt*, Edward Elgar.
- Fabozzi F., 2000, *Rynki obligacji. Analiza i strategię*, WIG PRESS, Warszawa.
- FSVC, 1999, *Financial Services Volunteer Corps, Commentary for the KPWiG and RTI* 24.11.99, materiały niepublikowane.
- GINB, 2003, *REKOMENDACJA B dotycząca ograniczania ryzyka inwestycji finansowych banków*, Warszawa.
- GINB, 2005–1, *Sytuacja finansowa banków w 2004 r. Synteza*, Warszawa.
- GINB, 2005–2, *Metoda Standardowa wyliczania wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka kredytowego, materiały konsultacyjne*, Warszawa.
- Jonas B., 2005, *Dłużne metody finansowania samorządów*, praca magisterska.
- KNUIFE, 2004, „Rocznik Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych 2004”.
- Kopańska, A., 2001, *Wykorzystanie instrumentów dłużnych w realizacji zadań jednostek samorządu terytorialnego. Warunki i perspektywy rozwoju w Polsce*, praca doktorska, Warszawa.
- Kopańska, A., 2003, *Zewnętrzne źródła finansowania inwestycji jednostek samorządu terytorialnego*, Difin, Warszawa.
- Kopańska A., 2005, *Wykorzystanie zjawiska exit&voice do poprawy funkcjonowania lokalnego sektora publicznego*, „Samorząd Terytorialny” nr 9.

- Kopańska A., Levitas T., 2004, *The Regulation and Development of the Subsovereign Debt Market in Poland: 1993–2002*, w: P. Swianiewicz (red.), *Local Government Borrowing: Risks and Rewards*, LGI-OSI, Budapeszt.
- Majcherczyk D., 2003, *Obligacje komunalne jako sposób lokowania środków finansowych*, praca magisterska, WNE UW.
- Ministerstwo Finansów, *Sprawozdania z wykonania budżetów jednostek samorządu terytorialnego w Polsce*.
- Swianiewicz P. (red.), 2004, *Local government borrowing: risks and rewards*, OSI, Budapeszt.
- Swianiewicz P., Kopańska A., 2005, *Analysis of Impediments to Development of Sub-National Bond Market*, Raport dla Banku Światowego, materiały niepublikowane, 09.2005.
- Śliwiński P., Ostrowski J., Stępniewski M., 2005, *Obligacje komunalne i ich rola w finansowaniu inwestycji*, Twiger, Warszawa.
- WDI, 2005, *World Development Indicators*, World Bank 2005, BIS Financial Statistics.
- Wojtuch M., 2004, *Pożyczki dla upadających gmin*, „Gazeta Prawna”, 10.08.2004.

### Akty prawne

- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, DzU 2001 nr 120 poz. 1300.
- Ustawa z dnia 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych, DzU 2003 nr 15 poz. 148.
- Ustawa z dnia 29 stycznia 2004 r. Prawo zamówień publicznych, DzU 2004 nr 19 poz. 177.
- Rozporządzenie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, O obrocie instrumentami finansowymi, O nadzorze nad rynkiem kapitałowym, DzU 2005, 183, 184.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 10 grudnia 2003 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków, DzU 2003 nr 218 poz. 214.
- Rozporządzenie Komisji Nadzoru Bankowego nr 4/2004 z dnia 8 września 2004 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka oraz zakresu stosowania metod statystycznych i warunków, których spełnienie umożliwia uzyskanie zgody na ich stosowanie, sposobu i szczegółowych zasad obliczania współczynnika wypłacalności banku, zakresu i sposobu uwzględniania działania banków w holdingach w obliczaniu wymogów kapitałowych i współczynnika wypłacalności oraz określenia dodatkowych pozycji bilansu banku ujmowanych łącznie z funduszami własnymi w rachunku adekwatności kapitałowej oraz zakresu, sposobu i warunków ich wyznaczania.

### Raporty i sprawozdania cykliczne

- Fitch Rating, „Polski rynek pozaskarbowych papierów dłużnych”, Raporty przygotowywane kwartalnie przez Fitch Rating Polska.
- Ministerstwo Finansów, *Roczne sprawozdania z wykonania budżetów jednostek samorządu terytorialnego w Polsce*.

### Strony internetowe

- Allianz Global Investors, [www.allianzinvestors.com](http://www.allianzinvestors.com).
- California State Treasurer's Office, [www.treasurer.ca.gov](http://www.treasurer.ca.gov).
- Government Finance Officers Association, [www.gfoa.org](http://www.gfoa.org).
- Polski Portal Finansowy, Bankier.pl, [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl).

Standard&Poor Securities Evaluations Services, [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com).

The Bond Market Association, [www.bondmarkets.com](http://www.bondmarkets.com).

Związek Gmin Wiejskich Rzeczpospolitej Polskiej, strona Polskiej Agencji Finansowania Gmin S.A, [www.gminywp.pl/pafg/](http://www.gminywp.pl/pafg/).

**A b s t r a c t** **Market of Communal Bonds in Poland—Determinants of It's Recent Shape and Prospects of Development**

A

Polish regulations for communal bonds were established in 1995 (and then amended in 2000) mostly following the US model (thanks to American advisors from the USAiD and the World Bank). Unfortunately, after 10 years, the Polish municipal bonds depart far from their American pattern. In the article, some elements of the communal capital market in Poland are analyzed by comparison with the American market. Thanks to this comparison, the factors are identified that have exerted the greatest influence on the current functioning of the Polish communal bonds. Also, forecasts of further development of this market are presented.