

Dagmara Hajdys

Uniwersytet Łódzki

OBLIGACJE KOMUNALNE NA RYNKU REGULOWANYM CATALYST

Streszczenie: W październiku 2009 r. na polskim rynku obligacji komunalnych nastąpiła istotna zmiana jakościowa w postaci uruchomienia przez GPW w Warszawie nowego rynku obligacji Catalyst. Zorganizowanie nowego rynku wtórnego obligacji komunalnych otwiera szanse na pozyskanie większej liczby inwestorów i emitentów. W przypadku jednostek samorządu terytorialnego pojawiła się szansa na pozyskanie tańszych środków na inwestycje, co powinno przełożyć się na wzrost liczby samorządowych emitentów. Już w ciągu roku funkcjonowania rynku widać pozytywne zmiany przejawiające się w faktycznym wzroście liczby emitentów.

Słowa kluczowe: obligacje komunalne, rynek GPW Catalyst, finansowanie jednostek samorządu terytorialnego.

1. Wstęp

Rynek kapitałowy to segment rynku finansowego, na którym dokonywane są emisje średnio- i długoterminowych papierów wartościowych, takich jak akcje i obligacje. Podstawową formą rynku kapitałowego jest rynek papierów wartościowych, na którym dokonywane są transakcje kupna-sprzedaży papierów wartościowych. Jednym z instrumentów rynku są obligacje, które mogą być emitowane przez różnych emitentów, którzy dysponują uprawnieniami do emisji.

Obligacje to emitowane w serii papiery wartościowe, w których emitent stwierdza, że jest dłużnikiem wierzyciela (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia o charakterze pieniężnym lub niepieniężnym¹. W pierwszym przypadku dotyczą wykupu obligacji, płatności odsetek, wykupu obligacji po wyższej cenie. W drugim zaś mogą stanowić prawo do udziału w zyskach emitenta, zamiany obligacji na akcje, prawo do subskrypcji na prawach pierwszeństwa akcji nowych emisji. Szczególnym rodzajem obligacji są obligacje komunalne emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego (JST). Dotychczasowy związek jednostek samorządu terytorialnego i rynku kapitałowego ogranicza

¹ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, DzU 2001, nr 120, poz. 1300, ze zm.

się do jednego instrumentu – wspomnianych obligacji komunalnych (zwanych też obligacjami municypalnymi).

Spowolnienie gospodarcze, jakie miało miejsce w latach 2008-2009, oraz ograniczone zasoby budżetowe powodują, że obok środków unijnych jednostki samorządu terytorialnego sięgają po emisję papierów wartościowych. Do października 2009 r. praktycznie nie funkcjonował rynek wtórny, dopiero uruchomienie przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie nowego rynku Catalyst wprowadziło jakościową zmianę na rynku obligacji komunalnych. Przedmiotem rozważań zawartych w publikacji będą zagadnienia związane z emisją obligacji gminnych na rynek regulowany Catalyst.

2. Catalyst – nowy rynek obligacji

Rynek obligacji Catalyst prowadzony jest na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i BondSpot (dawniej: MTS CeTO) od 30 września 2009 roku. Catalyst stanowi system autoryzacji i obrotu dłużnymi instrumentami i obejmuje:

- rynek regulowany prowadzony przez Giełdę – rynek regulowany detaliczny,
- rynek regulowany prowadzony przez BondSpot – rynek regulowany hurtowy,
- alternatywny system obrotu prowadzony przez Giełdę – alternatywny system obrotu detaliczny,
- alternatywny system obrotu prowadzony przez BondSpot – alternatywny system obrotu hurtowy [Łękawa 2010, s. 458].

Catalyst jest pierwszym w Polsce i jedynym w regionie Europy Środkowo-Wschodniej zorganizowanym rynkiem dłużnych papierów wartościowych. Ułatwia i optymalizuje emitowanie obligacji przez przedsiębiorstwa oraz jednostki samorządu terytorialnego.

Celem utworzenia nowego, zorganizowanego rynku było skoncentrowanie w jednym miejscu platform obrotu regulowanego i alternatywnego dla inwestorów hurtowych i detalicznych, które dostosowane będą do potrzeb emitentów planujących emisje o zróżnicowanej charakterystyce [*Catalyst nowy rynek...*]. Regulacje prawne dotyczące funkcjonowania rynku Catalyst przedstawia tab. 1.

Wprowadzenie dłużnych papierów wartościowych przez jednostkę samorządu terytorialnego do systemu Catalyst następuje w drodze:

- uzyskania przez emitenta autoryzacji Catalyst dla danej emisji lub
- uzyskania autoryzacji rynku Catalyst dla danej emisji i dopuszczenia lub wprowadzenia obligacji do obrotu zorganizowanego na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu.

Uzyskanie autoryzacji Catalyst dla danej emisji dłużnych instrumentów finansowych oznacza rejestrację emisji w systemie informacyjnym Catalyst oraz zobowiązanie się przez emitenta do wykonywania obowiązków związanych z przekazywaniem informacji bieżących i okresowych. Informacje bieżące emitent jest zobligowany przekazywać niezwłocznie w ciągu 24 godzin od wystąpienia zdarzenia, które może

Tabela 1. Regulacje prawne rynku Catalyst

Rynek regulowany	Alternatywny System Obrotu (ASO)
1) Regulamin Giełdy w zakresie giełdowego rynku obligacji w ramach Catalyst, 2) Regulamin pozagiełdowego obrotu, 3) Regulamin BondSpot w zakresie obrotu regulowanego pozagiełdowego w ramach Catalyst	1) Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu prowadzonego przez GPW w ramach Catalyst, 2) Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu prowadzonego przez BondSpot w ramach Catalyst
Ustawa o obligacjach Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi	

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.gpw.catalist.com.pl.

mieć istotny wpływ na jego sytuację gospodarczą, finansową lub majątkową, w postaci raportu bieżącego. Natomiast raporty okresowe przyjmują postać raportów rocznych z wykonania budżetu jednostki samorządu terytorialnego wraz z opinią regionalnej izby obrachunkowej. W roku, w którym dokonano emisji, do raportu rocznego z wykonania budżetu JST należy dodatkowo dołączyć opinię RIO o możliwości wykupu instrumentu.

Podstawą uzyskania autoryzacji jest wniosek emitenta składany do Giełdy w odniesieniu do każdego papieru wartościowego. Do wniosku emitent powinien dołączyć następujące dokumenty:

- raport o emitencie (zawiera tytuł: *Raport o emitencie*, określenie emitenta i jego siedziby, podstawowe informacje o emitencie, wybrane dane finansowe emitenta za ostatni rok obrotowy dotyczące dochodów, wydatków, stopnia realizacji budżetu oraz łącznego zadłużenia, wskazanie celu emisji, rodzaju dłużnych papierów wartościowych, liczby i wartości nominalnej, oznaczenia serii, informacji na temat warunków oprocentowania i wykupu dłużnych instrumentów finansowych)²,
- informację o otrzymanej ocenie ratingowej wraz z dokumentem potwierdzającym ocenę, jeśli rating został sporządzony (emisje wprowadzane na rynek Catalyst nie mają obowiązku posiadania oceny ratingowej dla obligacji; ocena ratingowa jedynie umacnia wiarygodność emisji i może stanowić przesłankę do większego zainteresowania papierami),
- dokumenty określające status prawny emitenta,
- oświadczenie, że wobec emitenta nie toczy się żadne postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne,
- zobowiązanie emitenta do przestrzegania zasad działania Catalyst³.

² Załącznik nr 3 do *Zasad działania Catalyst*, www.gpwcatalyst.com.pl.

³ *Zasady działania Catalyst*, www.gpwcatalyst.com.pl.

Instrumenty stanowiące przedmiot obrotu w systemie Catalyst muszą mieć formę zdematerializowaną.

Wprowadzenie dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego następuje w terminie 5 dni roboczych od dnia złożenia przez emitenta kompletnego wniosku. Do obrotu na rynku Catalyst dopuszczone zostają dłużne instrumenty finansowe, w stosunku do których został sporządzony odpowiedni dokument informacyjny, zbywalność dokumentów nie jest ograniczona, a w stosunku do emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne.

Należy nadmienić, iż w świetle obowiązującego prawa na jednostkach samorządu terytorialnego nie ciąży obowiązek sporządzenia prospektu emisyjnego ani memorandum informacyjnego, co pozwala uniknąć skomplikowanej i czasochłonnej procedury przed Komisją Nadzoru Finansowego.

Wysokość opłat związanych z procedurą wprowadzenia obligacji na rynek Catalyst ponoszonych przez emitenta na rzecz Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA, BondSpot SA oraz KDPW SA uzależniona jest od tego, czy dana emisja jest wyłącznie autoryzowana, czy podlega wprowadzeniu do obrotu. W przypadku autoryzacji emisji, jeżeli obligacje nie będą zdematerializowane w KDPW, emitent ponosi na rzecz KDPW jedynie opłatę za nadanie i utrzymywanie kodów. Opłata ta wynosi 500 zł za nadanie kodu dla danej serii i 200 zł rocznie za utrzymywanie kodu. W przypadku autoryzacji emisji, emitent ponosi także stałą, jednorazową opłatę na rzecz Giełdy w wysokości 3000 zł za każdą emisję. Emitent, którego instrumenty dłużne są już notowane na Catalyst, uiszcza opłatę w wysokości 2000 zł za każdą emisję. Jeżeli obligacje będą podlegały wprowadzeniu do obrotu, emitent będzie ponosił opłaty na rzecz KDPW (z tytułu zarejestrowania obligacji w depozycie i obsługi wypłaty świadczeń) oraz opłaty na rzecz Giełdy (BondSpot SA). Wysokość tych opłat zależy od: wielkości (kwoty) poszczególnych serii, liczby serii, wysokości oprocentowania i częstotliwości wypłaty odsetek oraz okresu zapadalności obligacji. KDPW pobiera opłatę roczną za uczestnictwo – 2000 zł oraz opłaty z tytułu rejestracji papierów wartościowych (jednorazowa) i z tytułu obsługi wypłaty odsetek wykupu obligacji. Opłata z tytułu rejestracji, pobierana od każdej serii, wynosi 0,0075% wartości rynkowej obligacji, lecz nie mniej niż 2000 zł i nie więcej niż 50 000 zł. Opłata z tytułu obsługi wypłaty odsetek i wykupu wynosi 0,04% wartości przekazywanych kwot, lecz nie mniej niż 500 zł i nie więcej niż 4000 zł.

Opłata ponoszona na rzecz Giełdy Papierów Wartościowych i BondSpot to opłata stała za wprowadzenie do obrotu, uzależniona od wartości nominalnej obligacji i planowanego okresu notowania. Giełda Papierów Wartościowych pobiera niższe opłaty za wprowadzenie dla emisji do 10 000 000 zł. W przypadku pierwszej emisji (serii) o wartości nominalnej do 10 000 000 zł, opłata za wprowadzenie do obrotu wynosi 0,01% wartości nominalnej danej emisji (serii) oraz 100 zł za każdy planowany rok terminu realizacji praw z dłużnych instrumentów finansowych danej emisji (serii), jednak nie mniej niż 1000 zł⁴.

⁴ Koszt wprowadzenia obligacji na Catalyst, www.gpwcatalyst.com.pl.

W trakcie działania emitenta na rynku Catalyst działalność emitenta może być zawieszona lub może nastąpić wykluczenie uczestnika. Może to nastąpić z powodu nienależytego wykonywania obowiązków dotyczących obrotu na rynku lub tego, że działalność emitenta narusza bezpieczeństwo i interes uczestników obrotu. Decyzja o wykluczeniu lub zawieszeniu wymaga uzasadnienia. Zakończenie działania emitenta na rynku Catalyst następuje na pisemny wniosek uczestnika.

Istotnym elementem, który decyduje o obrocie dłużnymi papierami wartościowymi jednostek samorządu terytorialnego jest czas wprowadzenia instrumentu do obiegu. Z doświadczenia jednostek wynika, iż procedura wejścia do systemu Catalyst nie jest czasochłonna. Prace przygotowawcze związane z analizami, odpowiednimi uchwałami i opiniami są bardziej czasochłonne, niż wejście do systemu Catalyst. Procedura przed Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych nie przekracza 2 tygodni. Po uzyskaniu kodów dla obligacji procedura giełdowa związana z uzyskaniem zgody Zarządu GPW na wprowadzenie instrumentu do obrotu zajmuje około 1 tygodnia. Zazwyczaj na kilka dni później wyznaczony zostaje termin debiutu na Catalyst. Należy przyjąć, iż cała procedura zamyka się w ciągu 4 tygodni.

3. Jednostki samorządu terytorialnego na rynku Catalyst

Nowy rynek obrotu dłużnymi papierami wartościowymi Catalyst umożliwił jednostkom samorządu terytorialnego dotarcie do szerokiego grona inwestorów (tab. 2). W dniu debiutu Catalyst na rynku zadebiutowały obligacje Miasta Stołecznego Warszawa oraz Radlina. Wcześniej obrót publiczny prowadzony był w ramach MTS-Ce-To dla obligacji Ostrowa Wielkopolskiego, Poznania i Rybnika. Obecnie na rynku dokonuje się obrót instrumentami dłużnymi 12 jednostek samorządu terytorialnego.

Tabela 2. Zestawienie emitentów obligacji komunalnych na rynku regulowanym Catalyst

Nazwa emitenta	Rynek notowań	Wartość nominalna papierów (zł)
Miasto Stołeczne Warszawa	RRBondSpot, RR GPW	600 000 000
Miasto Radlin	RR GPW	2 000 000
Miasto Ostrów Wielkopolski	RR BondSpot	12 000 000
Miasto Poznań	RR BondSpot	218 000 000
Miasto Rybnik	RR BondSpot	98 000 000

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW, www.gpw.pl.

Program emisyjny Miasta Stołecznego Warszawa opiewa na kwotę 4 mld zł, o wartości nominalnej 100 zł. Są to obligacje na okaziciela, niezabezpieczone. Miasto Stołeczne Warszawa posiada ocenę ratingową krajową AAA ze stabilną perspektywą nadaną przez Fitch Ratings oraz rating międzynarodowy A2 stabilny nadany przez Mood's Investors Service Ltd.

Na rynek Catalyst skierowane zostały obligacje o wartości 600 mln zł.

Miasto Radlin wyemitowało obligacje na łączną kwotę 6200 tys. zł, z czego na rynek Catalyst trafiły obligacje o wartości 2 mln zł. Wartość nominalna jednej obligacji wynosiła 1000 zł. Obligacje są niezabezpieczone. Miasto nie posiada oceny ryzyka inwestycyjnego związanego z obligacjami ani ze zdolnością kredytową nadanej przez agencję ratingową.

Przedstawieni w tab. 3 emitenci ubiegali się o autoryzację emisji obligacji bez wprowadzenia jej do obrotu.

Tabela 3. Emitenci obligacji autoryzowanych Catalyst

Nazwa emitenta	Wartość nominalna papierów (zł)	Rodzaj dokumentu informacyjnego o emitencie
Gmina Miejska Tczew	20 000 000	raport o emitencie
Miasto Ząbki	13 100 000	raport o emitencie
Miasto Zamość	4 000 000	dokument informacyjny
Gmina Kórnik	3 500 000	dokument informacyjny
Gmina Ustronie Morskie	3 000 000	dokument informacyjny
Gmina Miejska Turek	2 800 000	raport o emitencie
Gmina Połczyn Zdrój	2 100 000	raport o emitencie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW, www.gpw.pl.

Autoryzowane papiery wartościowe charakteryzują się niższą wartością nominalną papierów, nie mają oceny ratingowej oraz podobnie jak obligacje notowane na rynku regulowanym są instrumentami dłużnymi nie posiadającymi zabezpieczeń. Oferowane na rynku Catalyst samorządowe walory charakteryzują się oprocentowaniem zmiennym. Wyjątek stanowią obligacje Miasta Stołecznego Warszawa, gdzie oprocentowanie jest stałe i wynosi 5,35% w skali roku, cena emisyjna ustalona została na poziomie 96,451% wartości nominalnej 1000 zł. Wysokość marży dla poszczególnych emisji jest zróżnicowana i zależy od kwoty emisji, terminu wykupu i częstotliwości naliczania odsetek.

Najczęściej wykup ma nastąpić w ciągu 2-5 lat, ale zdarzają się emisje z terminem wykupu dziesięcioletnim. Wśród uczestników Catalyst przesłanką emisji była konieczność sfinansowania planowanego deficytu budżetowego związanego z realizacją przedsięwzięć inwestycyjnych oraz uregulowaniem zaciągniętych wcześniej zobowiązań.

4. Korzyści z funkcjonowania rynku Catalyst

Obecność jednostki samorządu terytorialnego na Catalyst stwarza możliwość dotarcia do szerokiego grona indywidualnych inwestorów, którzy do tej pory nie byli zainteresowani kupnem obligacji komunalnych, bądź też dostęp do tego typu instrumentu był ograniczony.

Notowanie na Catalyst daje możliwość zbycia obligacji w każdym momencie, co wpływa na poprawę płynności tych instrumentów. Emitenci, których walory notowane są na rynku publicznym, budują swoją wiarygodność jako solidnego dłużnika rynku finansowego. Sprzyja to kolejnym emisjom obligacji lub umacnia pozycję emitenta jako dłużnika w sytuacji ubiegania się o kredyt bankowy. Wysoka i sprawdzona wiarygodność rzutuje na zainteresowanie inwestorów walorami emitenta, co przekłada się na warunki dostępu do kapitału. Z reguły są one łatwiejsze, szybsze, a koszty wprowadzenia obligacji na rynek Catalyst mają być niższe niż prowizje jakie pobierają banki za rolę organizatora i agenta emisji [Mazurek 2010, s. 11].

Notowanie obligacji komunalnych na rynku Catalyst stanowi okazję do promocji danej jednostki samorządu terytorialnego jako aktywnego i innowacyjnego podmiotu, umiejacącego wykorzystywać wszystkie możliwości pozyskania kapitału. Nazwa emitenta pojawia się codziennie w publikatorach giełdowych, w mediach biznesowych przy okazji podawania wyników notowań, raportach bieżących i okresowych. Informacje te stanowią naturalny instrument przyciągający uwagę inwestorów. Catalyst jest więc katalizatorem pozytywnych przemian na samorządowym rynku kapitałowym.

5. Podsumowanie

Obligacje komunalne postrzegane są jako dobry sposób na pozyskanie dodatkowych środków finansowych. Na taki sposób finansowania inwestycji decyduje się coraz więcej samorządów. Pozyskane w ten sposób środki mogą zostać wykorzystane jako wkład w inwestycję współfinansowaną ze środków europejskich czy spłatę zaległych zobowiązań. Szansą na szybszy rozwój lokalnego rynku kapitałowego było uruchomienie w 2009 r. przez GPW platformy Catalyst. Catalyst postrzegany jest jako nowy element w obecnej strukturze lokalnego rynku instrumentów dłużnych, zapewniający dostęp do szerokiego grona inwestorów zarówno instytucjonalnych, jak i indywidualnych. Ograniczeniu ulegają także koszty zaistnienia na rynku oraz zmniejsza się czas związany z procedurą emisyjną. Korzyści wynikające z funkcjonowania systemu Catalyst świadczą o wzroście zainteresowania rynkiem publicznym przez jednostki samorządu terytorialnego. Do 2009 r. w obrocie funkcjonowały papiery trzech emitentów samorządowych, ale w ciągu roku liczba emitentów samorządowych wzrosła do dwunastu. Należy przypuszczać, iż przejrzystość i płynność rynku staną się bodźcem do wzrostu emisji publicznych jednostek samorządu terytorialnego.

Literatura

- Catalyst nowy rynek obligacji*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, www.gwp.pl.
Koszt wprowadzenia obligacji na Catalyst, www.gpwcatalyst.com.pl.
Łękawa Z., *Catalyst – zmiana jakościowa na polskim rynku obligacji komunalnych*, [w:] J. Sokołowski, M. Sosnowski, A. Żabiński (red.), *Finanse publiczne*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 112, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław 2010.

Mazurek J., *Czas na Catalyst*, „Europejski Doradca Samorządowy” 2010, nr 2.
Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, DzU 2001, nr 120, poz. 1300, ze zm.
Zasady działania Catalyst, www.gpwcatalyst.com.pl.

MUNICIPAL BONDS ON THE CATALYST REGULATED BOND MARKET

Summary: The quality of the Polish municipal bond market improved significantly in October 2009 with the establishment of a new bond market – Catalyst. This new secondary market for municipal bonds opens up opportunities for attracting larger numbers of investors and issuers. As regards the units of territorial self-government, it has become more likely for them to raise investment funds more cheaply, which should boost the number of issuers in the local government sector. After one year of the market being operational positive changes have been induced, contributing to issuer numbers growing in real terms.