

**Grażyna Kozuń-Cieślak**

Politechnika Radomska

## **OBLIGACJE KOMUNALNE W OBROcie PUBLICZNYM – KOSZTY VS KORZYŚCI**

### **1. Wstęp**

Od 1995 r. obserwuje się w Polsce dynamiczny rozwój rynku obligacji komunalnych. Jednostki samorządowe coraz chętniej korzystają z tego instrumentu dłużnego, który jest konkurencyjny w stosunku do tradycyjnego źródła długu, jakim jest kredyt bankowy. Na koniec 2005 r. wartość rynku obligacji komunalnych wyniosła prawie 3,3 mld zł i stanowiła 20% całkowitej wartości rynku obligacji pozaskarbowych w Polsce. Niestety wśród 264 emisji tylko trzy wprowadzone zostały do obrotu publicznego na rynku CeTO (obligacje Ostrowa Wielkopolskiego, Poznania i Rybnika).

Sytuacja taka wydaje się niezrozumiała, gdyż zważywszy na korzyści, jakie nie-  
sie ze sobą wprowadzenie emisji tych obligacji do obrotu publicznego, koszty z  
tym związane nie są wysokie.

Celem niniejszego opracowania jest wskazanie, dla jakiej wielkości emisji obli-  
gacji komunalnych zasadne jest ich wprowadzenie do obrotu publicznego na rynku  
CeTO (według kryterium wysokości kosztów ponoszonych na rzecz KPWiG,  
KDPW oraz CeTO). W ramach opracowania zaprezentowano:

- syntetyczną charakterystykę sposobów emisji obligacji komunalnych,
- korzyści płynące z wprowadzenia obligacji do obrotu publicznego,
- kalkulacje kosztów wprowadzenia obligacji do obrotu na rynku CeTO.

### **2. Tryb emisji obligacji komunalnych**

Przepisy ustawy o obligacjach oraz ustawy „Prawo o publicznym obrocie papie-  
rami wartościowymi” wyodrębniają trzy rodzaje emisji obligacji komunalnych:

- w trybie subskrypcji prywatnej (niepublicznej) z przeznaczeniem do obrotu prywatnego,
- w trybie subskrypcji publicznej z przeznaczeniem do obrotu publicznego,
- w trybie subskrypcji publicznej z przeznaczeniem do obrotu prywatnego.

Każdy z wymienionych trybów emisji posiada liczne cechy wyróżniające go od pozostałych i jednocześnie przesądzające o jego atrakcyjności.

**Emisja w trybie subskrypcji niepublicznej** jest najmniej czasochłonną, najmniej skomplikowaną i najmniej kosztowną formą emisji obligacji, a kierowanie propozycji nabycia walorów do grona oznaczonych adresatów daje możliwość dobrania potencjalnych obligatariuszy, których decyzja o nabyciu obligacji może być szczególnie pożądana z punktu widzenia rozwoju gospodarczego danego emitenta – gminy, powiatu, województwa. Natomiast dużą wadą tego trybu emisji jest bardzo niska płynność obligacji, co z kolei odbija się niekorzystnie na wysokości oczekiwanego przez inwestorów oprocentowania oraz zawęża grono potencjalnych obligatariuszy.

**Publiczna subskrypcja obligacji z przeznaczeniem do obrotu prywatnego** umożliwia oferowanie papierów w sposób publiczny (nieograniczonej liczbie potencjalnych nabywców) bez konieczności spełnienia kosztownych i czasochłonnych czynności dopuszczenia obligacji do obrotu publicznego. Ze względu na dużą wartość nominalną obligacji ich nabywcami mogą być głównie kwalifikowani inwestorzy instytucjonalni, a zatem nie występuje tu konieczność chronienia interesów obligatariuszy. Ponadto możliwość kierowania oferty nabycia obligacji do nieograniczonego kręgu odbiorców pozwala na określenie wielkości emisji na poziomie znacznie wyższym niż mogłoby to mieć miejsce w przypadku emisji zamkniętej (prywatnej), przy jednoczesnym ograniczeniu kosztów w porównaniu z trybem subskrypcji publicznej.

**Emisja obligacji w drodze subskrypcji publicznej, z przeznaczeniem do obrotu publicznego**, umożliwia pozyskanie nieograniczonej liczby potencjalnych nabywców obligacji, co jest szczególnie istotne w przypadku emisji o dużej wartości. Nie bez znaczenia jest również efekt marketingowy – wprowadzenie obligacji komunalnych do obrotu giełdowego lub pozagiełdowego świadczy o wysokiej jakości emitenta, co jest pozytywnym sygnałem dla potencjalnych inwestorów sektora prywatnego. Tryb ten jednak, ze względu na bardzo sformalizowany charakter, jest długotrwały i bardziej kosztowny niż pozostałe [5, s. 84-112].

Charakterystykę procesu emisyjnego obligacji w trybie subskrypcji publicznej z przeznaczeniem do obrotu publicznego na rynku OTC przedstawia tab. 1.

### 3. Zalety publicznego rynku kapitałowego

Zaletą publicznego rynku kapitałowego jest możliwość pozyskania za jego pośrednictwem kapitału o dużej wartości, co niejednokrotnie nie jest możliwe w przypadku emisji niepublicznej lub kredytu.

Tabela 1. Charakterystyka procesu emisji obligacji komunalnych w trybie subskrypcji publicznej z przeznaczeniem do obrotu na rynku CeTO

| Cechy procesu emisyjnego                | Emisja publiczna z zastosowaniem przepisów ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi – obrót publiczny                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|-----------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Umowa z agentem emisji                  | Emitent ma prawo decyzji, czy czynności procesu emisyjnego wykona samodzielnie, czy powierzy ich wykonanie agentowi emisji, którym zazwyczaj jest wyłoniony w drodze przetargu bank (konsorcjum banków) – organizator emisji. Ze względu na złożoność procedur emisyjnych zaangażowanie wyspecjalizowanego agenta znacząco zwiększa szansę powodzenia emisji, która zależy nie tylko od atrakcyjności samych obligacji, ale również od profesjonalnego przygotowania, promocji i przebiegu procesu emisyjnego                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Umowa z bankiem reprezentantem          | Emitent może, a w przypadku zabezpieczenia emisji przez Skarb Państwa musi, zawrzeć z bankiem umowę o reprezentację obligatariuszy wobec emitenta. Celem tej umowy jest zapewnienie instytucjonalnej ochrony interesów obligatariuszy poprzez wprowadzenie pośrednictwa podmiotu mającego określone uprawnienia kontrolne w stosunku do emitenta, pozwalające na zapewnienie bezpieczeństwa zainwestowanych przez obligatariuszy środków pieniężnych                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Rating                                  | Ocena wiarygodności kredytowej jest nieobligatoryjna w przypadku emisji obligacji na rynku krajowym. Natomiast emisja obligacji na rynkach zagranicznych obligacji denominowanych w walutach obcych wymaga posiadania ratingu na poziomie inwestycyjnym                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Umowa underwritingu (gwarancji objęcia) | Możliwe jest zawarcie umowy, której przedmiot stanowi zobowiązanie gwaranta do:<br>– wykupienia całego wolumenu emisji i odsprzedania go następnie osobom trzecim (gwarancja zupełna),<br>– wykupienia jedynie tych walorów, które nie znalazły nabywców.<br>Underwriting ma szczególne znaczenie z punktu widzenia zabezpieczenia emitenta przed niedojściem do skutku emisji obligacji w sytuacji, gdy emitent ustanowił określony próg emisji, wskazując ilość walorów, których subskrybowanie jest wymagane dla dojścia emisji do skutku                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Umowa z przedsiębiorstwem maklerskim    | Wymóg zawarcia umowy z przedsiębiorstwem maklerskim związany jest z obowiązującą w publicznym obrocie papierami wartościowymi zasadą przymusu maklerskiego, zgodnie z którą podejmowanie zarówno jakichkolwiek działań faktycznych, jak i czynności prawnych w ramach publicznego obrotu wymaga pośrednictwa podmiotu prowadzącego działalność maklerską na podstawie zezwolenia KPWiG                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Prospekt emisyjny                       | Wymagana jest publikacja prospektu emisyjnego i jego skrótu (zgodnie z wymogami Rozporządzenia Rady Ministrów DzU 2001 nr 139, poz. 1568 ze zm.)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Rola KPWiG                              | Jeżeli obrót warty obligacjami ma być dokonywany na regulowanym rynku nieurzędowym (CeTO) – zgoda KPWiG nie jest konieczna, ale konieczne jest powiadomienie KPWiG o emisji, nie później niż 30 dni przed rozpoczęciem subskrypcji, sprzedaży lub obrotu obligacjami (wymagane dokumenty regulują przepisy ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi; DzU 2002 nr 49, poz. 447). Jeśli zawiadomienie nie spełnia wymogów co do treści lub formy, to KPWiG może zgłosić sprzeciw wobec wprowadzenia papierów do obrotu publicznego i wtedy decyzja taka skutkuje koniecznością uzyskania zgody na warunkach ogólnych. Pozytywna decyzja KPWiG kończy się wpisem do ewidencji papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu                                                                                                        |
| Umowa z KDPW                            | Emitent zawiera umowę z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych (KDPW), której przedmiotem jest rejestracja w depozycie obligacji dopuszczonych do obrotu publicznego, co wynika z zasady dematerializacji publicznego obrotu papierami wartościowymi i samych papierów. Zarejestrowanym obligacjom nadaje się odrębne kody                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| Propozycja nabycia                      | Emitent zobowiązany jest do opublikowania skrótu prospektu emisyjnego w dwóch dziennikach o zasięgu ogólnopolskim oraz udostępnienie do publicznej wiadomości prospektu emisyjnego. W prospekcie sprecyzowany jest termin rozpoczęcia przyjmowania zapisów na obligacje. Termin otwarcia publicznej subskrypcji należy traktować jako propozycję nabycia obligacji skierowaną do potencjalnych obligatariuszy (spełnione są warunki: propozycja nabycia skierowana do ponad 300 osób, nieoznaczonych adresatów, z wykorzystaniem środków masowego przekazu)                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Subskrypcja obligacji                   | Publiczna subskrypcja obligacji rozpoczyna się nie wcześniej niż 7 dni po udostępnieniu do publicznej wiadomości prospektu emisyjnego (i jego skrótu). Dokonane przez potencjalnego obligatariusza jednostronne oświadczenie woli nabycia obligacji (w formie zapisu na obligacje) jest jednoznaczne z przyjęciem tej oferty i zawarciem z emitentem umowy przedemisyjnej. Umowa ta stwarza stosunek zobowiązaniowy, stanowiący podstawę nabycia obligacji, jeśli emisja dojdzie do skutku. Termin zapisywania się na obligacje nie może być dłuższy niż 3 miesiące od dnia otwarcia subskrypcji. Następnie zaczyna się dwutygodniowy okres przydziału obligacji. Po dokonaniu przydziału realizowany jest obowiązek emitenta do dokonania stosownych zapisów na rachunkach papierów wartościowych subskrybentów, co jest równoważne z przekazaniem obligacji |
| Forma waloru                            | Obowiązkowa dematerializacja obligacji                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [5, s. 84-112].

Głównymi atrybutami publicznego obrotu obligacjami są [2]:

1. **Możliwość pozyskania inwestorów instytucjonalnych.** Publiczny rynek kapitałowy, dzięki wyższemu stopniowi bezpieczeństwa inwestycji w papiery wartościowe, pozwala inwestorom instytucjonalnym (np. OFE, TFI, TU) na zdecydowanie większe zaangażowanie środków. Na rynku niepublicznym nie mogą oni swobodnie inwestować w papiery wartościowe ze względu na niższe limity określone przez ustawodawcę.

2. **Większa płynność obrotu w porównaniu z rynkiem niepublicznym.** Platforma obrotu rynku publicznego skupia stronę zarówno podażową, jak i popytową, co generuje odpowiednią głębokość rynku, a dzięki temu zwiększa płynność papierów. Płynność ta jest szczególnie istotna w przypadku wcześniejszego od zaplanowanego wyjścia inwestora z inwestycji – długi termin zamrażania środków przez inwestorów powoduje, że organizator emisji może mieć problemy ze znalezieniem chętnych na nabycie długoterminowych obligacji poza rynkiem publicznym.

3. **Możliwość skonstruowania tzw. programu emisji.** Emitent może wprowadzać do obrotu kolejne emisje obligacji na podstawie jednego prospektu emisyjnego. W prospekcie tym zamieszcza się podstawowe informacje o planowanym programie emisji. Dla poszczególnych emisji przygotowuje się tzw. prospekty serii, których zawartość jest ograniczona do informacji o danej emisji i postępach przedsięwzięcia finansowanego przez program. Termin ważności głównego prospektu to 5 lat.

4. **Stałe parametry emisji.** Warunki realizacji świadczeń z obligacji ustalane są przez emitenta w momencie ich emisji i pozostają niezmienione do momentu ich wykupu. Powoduje to, że posiadacz obligacji, inaczej niż w przypadku kredytu bankowego, nie ma prawa żądać wcześniejszej spłaty wierzytelności wynikającej z obligacji ani ustanowienia dodatkowych zabezpieczeń, o ile emitent nie przyzna takiego prawa w warunkach emisji.

5. **Elastyczność konstrukcji świadczeń z obligacji.** Emitent posiada możliwość elastycznego konstruowania świadczeń wynikających z obligacji. Od jego decyzji zależeć będzie sposób naliczania odsetek, termin wykupu obligacji czy też terminy płatności oprocentowania. Obligacje mogą również uprawniać do świadczeń niepieniężnych (np. do udziału w zyskach z przedsięwzięcia), co może stanowić dodatkową zachętę dla potencjalnych inwestorów.

6. **Brak zależności od jednego podmiotu finansującego.** W związku z faktem, że obligacje obejmowane są z reguły przez pewną grupę inwestorów, nie występuje zjawisko uzależnienia się od jednego inwestora, który może chcieć wywierać wpływ na działalność emitenta.

7. **Brak konieczności zabezpieczenia obligacji.** Inaczej niż to z reguły ma miejsce w przypadku finansowania kredytem, emitent obligacji nie jest zobowiązany do tworzenia zabezpieczeń prawnych lub majątkowych.

8. **Stworzenie dodatkowych możliwości finansowania z innych źródeł.** Środki pochodzące z emisji obligacji mogą zostać wykorzystane w celu refinanso-

wania zadłużenia z innego źródła (np. kredytu bankowego), a tym samym pozwolić na uwolnienie limitów koncentracji zadłużenia kredytowego.

9. **Niższy koszt pozyskanego kapitału.** Niejednokrotnie zwiększona płynność papierów traktowana jest przez inwestorów jako pewna premia, dzięki czemu są oni w stanie zaakceptować niższe oprocentowanie papierów na rynku publicznym. Korzyścią dla emitenta może być więc mniejszy koszt pozyskanego kapitału.

10. **Bieżąca wycena.** Ważnym aspektem rynku publicznego jest rynkowa wycena papierów, ogromnie istotna dla inwestorów instytucjonalnych mających obowiązek dokonywania codziennej wyceny posiadanych aktywów.

11. **Zwiększenie wiarygodności emitenta.** Przezroczystość rynku publicznego daje emitentowi większą wiarygodność w oczach inwestorów, kontrahentów oraz kredytodawców. Przezroczystość ta jest wynikiem nałożonych na emitenta obowiązków informacyjnych. Istnienie obowiązków informacyjnych mogłoby wydawać się pewnym utrudnieniem, gdyby nie fakt, że są one w znacznym stopniu ograniczone dla emitentów papierów dłużnych wprowadzających je na rynek nieurzędowy CeTO, w szczególności zaś dla emitentów obligacji komunalnych. Zaletą przekazywania informacji o emitencie jest to, że wymusza ono uporządkowanie wielu wewnętrznych spraw, a tym samym ułatwia zarządzanie i poprawia wizerunek emitenta.

12. **Efekt marketingowy.** Emitent staje się rozpoznawalny wśród potencjalnych inwestorów, głównie dzięki obecności w mediach. Wprowadzenie obligacji na rynek publiczny świadczy o przejrzystej polityce ekonomicznej emitenta i stosowaniu przez niego wysokich standardów zarządzania finansami.

#### 4. Koszty wprowadzania obligacji na regulowany rynek pozagiełdowy CeTO

23 stycznia 2006 r. Rada Nadzorcza MTS – CeTO SA podjęła uchwałę o ustanowieniu nowych opłat oraz zasad ustalania ich wysokości na Rynku Papierów Wartościowych CeTO [3]. Nowe regulacje weszły w życie 6 lutego 2006 r., stając się korzystniejsze z punktu widzenia potencjalnego emitenta obligacji komunalnych. Różnice, które odnoszą się do emitentów samorządowych, dotyczą opłat za wprowadzenie obligacji do obrotu:

- w przypadku emitenta, którego papiery wartościowe są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym (na dzień złożenia wniosku), obniżony został próg wartości emisji, od którego nalicza się niższą opłatę z 300 mln do 100 mln zł,
- w przypadku emitenta, którego papiery wartościowe nie są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, oprócz obniżenia progu emisji, obniżona została również wysokość opłaty z 0,015 do 0,0125% wartości nominalnej emisji do kwoty 100 mln zł.

Tabela 2. Koszty ponoszone przy wprowadzaniu obligacji na regulowany rynek pozagiełdowy OTC

| Specyfikacja opłat                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | Wartość emisji w mln zł |                |                |                |                |                |                 |                 |                 |       |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------|
|                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 5                       | 10             | 20             | 30             | 40             | 50             | 100             | 200             | 500             |       |
| Koszty wprowadzenia obligacji na rynek publiczny – opłaty jednorazowe                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                         |                |                |                |                |                |                 |                 |                 |       |
| 1. Opłaty na rzecz KPW i G:                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                         |                |                |                |                |                |                 |                 |                 |       |
| z tytułu wpisu papierów do ewidencji                                                         | 0,06% (nie więcej niż 25 tys. euro)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | 3000                    | 6000           | 12 000         | 18 000         | 24 000         | 30 000         | 60 000          | 100 000         | 100 000         |       |
| 2. Opłaty na rzecz KDPW:                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                         |                |                |                |                |                |                 |                 |                 |       |
| opłata za nadanie kodu ISIN                                                                  | 1 000 zł                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 1 000                   | 1 000          | 1 000          | 1 000          | 1 000          | 1 000          | 1 000           | 1 000           | 1 000           | 1 000 |
| opłata za rejestrację w depozycie                                                            | 0,01% wartości emisji (nie mniej niż 2 000 i nie więcej niż 150 000 zł)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 2 000                   | 2 000          | 2 000          | 3 000          | 4 000          | 5 000          | 10 000          | 20 000          | 50 000          |       |
| 3. Opłaty na rzecz CeTO:                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                         |                |                |                |                |                |                 |                 |                 |       |
| opłata za wprowadzenie do obrotu instrumentów dłużnych emitenta, którego papiery wartościowe | a) są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym (w rozumieniu art. 15 ust. 1 pkt 1 i 2 Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 29.07.2005, DzU nr 1538)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 350<br>1 500            | 700<br>1 500   | 1 400<br>1 500 | 2 100<br>1 500 | 2 800<br>1 500 | 3 500<br>1 500 | 7 000<br>1 500  | 11 500<br>1 500 | 25 000<br>1 500 |       |
|                                                                                              | – płatna jednorazowo w wysokości 0,0075% wartości nominalnej danej emisji (serii) do kwoty 100 mln zł wartości nominalnej danej emisji (serii), a od części przekraczającej kwotę 100 mln zł 0,005% wartości nominalnej danej emisji (serii) oraz 250 zł za każdy planowany rok terminu realizacji praw z instrumentów dłużnych danej emisji (serii), nie mniej jednak niż 1 500 zł (łącznie).<br>Opłaty te obniża się o 0,0005% w przypadku, gdy:<br>– wartość emisji (serii) instrumentów dłużnych przekracza 300 mln zł,<br>– instrumenty dłużne posiadają organizatora,<br>– emitent instrumentów dłużnych posiada autoryzowanego doradcę |                         |                |                |                |                |                |                 |                 |                 |       |
| opłata za wprowadzenie do obrotu instrumentów dłużnych emitenta, którego papiery wartościowe | b) nie są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | 600<br>3 000            | 1 200<br>3 000 | 2 400<br>3 000 | 3 600<br>3 000 | 4 800<br>3 000 | 6 000<br>3 000 | 12 000<br>3 000 | 21 500<br>3 000 | 50 000<br>3 000 |       |
|                                                                                              | – płatna jednorazowo w wysokości 0,0125% wartości nominalnej danej emisji (serii) do kwoty 100 mln zł wartości nominalnej danej emisji (serii), a od części przekraczającej kwotę 100 mln zł 0,01% wartości nominalnej danej emisji (serii) oraz 500 zł za każdy planowany rok terminu realizacji praw z instrumentów dłużnych danej emisji (serii), nie mniej jednak niż 3 000 zł (łącznie).<br>Opłaty te obniża się o 0,0005% w przypadku, gdy:<br>– wartość emisji (serii) instrumentów dłużnych przekracza 300 mln zł,<br>– instrumenty dłużne posiadają organizatora,<br>– emitent instrumentów dłużnych posiada autoryzowanego doradcę  |                         |                |                |                |                |                |                 |                 |                 |       |
| Koszty uczestnictwa w rynku publicznym – opłaty cykliczne                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                         |                |                |                |                |                |                 |                 |                 |       |
| 4. Opłaty na rzecz KDPW i uczestników KDPW:                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                         |                |                |                |                |                |                 |                 |                 |       |
| opłata z tytułu obsługi wypłaty odsetek                                                      | 0,075% od wartości przekazywanych kwot (nie mniej niż 500 zł i nie więcej niż 15 000 zł)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 2 500                   | 2 500          | 3 750          | 5 625          | 7 500          | 9 375          | 15 000          | 15 000          | 15 000          |       |
| opłata roczna za uczestnictwo emitenta w KDPW                                                | 6 000 zł                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 30 000                  | 30 000         | 30 000         | 30 000         | 30 000         | 30 000         | 30 000          | 30 000          | 30 000          |       |

| Opłaty jednorazowe ponoszone w ostatnim roku trwania emisji papierów |                                                                                          |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |        |        |
|----------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 5. Opłaty na rzecz KDPW i uczestników KDPW:                          |                                                                                          |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |        |        |
| opłata za obsługę wypłaty świadczeń z tytułu wykupu                  | 0,075% od wartości przekazywanych kwot (nie mniej niż 500 zł i nie więcej niż 15 000 zł) |        |        |        |        |        |         |         |         |        |        |        |        |
|                                                                      | 3 750                                                                                    | 7 500  | 15 000 | 15 000 | 15 000 | 15 000 | 15 000  | 15 000  | 15 000  | 15 000 | 15 000 | 15 000 | 15 000 |
| Razem w zł (3a)                                                      | 44 100                                                                                   | 51 200 | 66 650 | 76 225 | 85 800 | 95 375 | 139 500 | 194 000 | 237 500 |        |        |        |        |
| Razem w zł (3b)                                                      | 45 850                                                                                   | 53 200 | 69 150 | 79 225 | 89 300 | 99 375 | 146 000 | 205 500 | 264 000 |        |        |        |        |
| Jako % wartości emisji (3a)                                          | 0,88                                                                                     | 0,51   | 0,33   | 0,25   | 0,22   | 0,19   | 0,14    | 0,10    | 0,05    |        |        |        |        |
| Jako % wartości emisji (3b)                                          | 0,92                                                                                     | 0,53   | 0,35   | 0,26   | 0,22   | 0,20   | 0,15    | 0,10    | 0,05    |        |        |        |        |

\* Emitent może też wybrać ratalne uiszczenie tej opłaty według zasad zawartych w § 1, pkt 2c i 2d Uchwały Nr 5/06 Rady Nadzorczej MTS-CeTO SA z dn. 23.01.2006.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [1; 3; 4].

Ponadto wprowadzona została możliwość rozłożenia opłaty za wprowadzenie obligacji do obrotu na roczne raty. Wówczas:

- w przypadku emitenta, którego papiery wartościowe są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, opłata w wysokości 0,01% wartości nominalnej emisji dzielona jest przez liczbę lat realizacji praw z instrumentu – do kwoty 100 mln zł, a od części przekraczającej tę kwotę opłata wynosi 0,0075%,
- w przypadku emitenta, którego papiery wartościowe nie są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, opłata w wysokości 0,015% wartości nominalnej emisji dzielona jest przez liczbę lat realizacji praw z instrumentu – do kwoty 100 mln zł, a od części przekraczającej tę kwotę opłata wynosi 0,0125%.

Dodatkowo opłaty te ulegają obniżeniu o 0,0005% w przypadku, gdy:

- wartość emisji (serii) instrumentów dłużnych przekracza 300 mln zł,
- instrumenty dłużne posiadają organizatora,
- emitent posiada autoryzowanego doradcę.

Zaprezentowane zmiany powinny być zachętą do wprowadzania obligacji komunalnych do obrotu publicznego na rynku CeTO, skutkują bowiem obniżeniem opłat, zwiększają elastyczność zobowiązania poprzez możliwość rozłożenia opłaty na raty, premiuje emitentów korzystających z profesjonalnych usług specjalistów gwarantujących poprawny formalnoprawny przebieg organizacji emisji.

Tabela 2 przedstawia opłaty ponoszone przez jednostkę samorządu terytorialnego przy wprowadzaniu obligacji do obrotu publicznego na rynku pozagiełdowym CeTO oraz kalkulacje opłat dla przykładowych emisji o wartości nominalnej: 5, 10, 20, 30, 40, 50, 100, 200, 500 mln zł. Kalkulacje dokonane zostały przy następujących założeniach:

- zapadalność obligacji: 5 lat,
- oprocentowanie: 5%,
- wypłata odsetek raz w roku,
- opłaty nie są regulowane w ratach,
- emisje kwalifikują się na obniżenie opłaty za wprowadzenie do obrotu na CeTO,
- nie uwzględniono zmiany wartości pieniądza w czasie,
- 1 euro = 4 zł.

Przeprowadzone kalkulacje wskazują, iż koszty związane z wprowadzeniem obligacji do obrotu publicznego na rynku CeTO nie przekraczają 1% wartości nominalnej emisji i znacząco zmniejszają się wraz ze wzrostem wielkości zadłużenia. Już w przypadku emisji wynoszącej 10 mln zł opłaty kształtują się na poziomie ok. 0,5% wartości emisji, a dla obligacji o wartości – od 30 mln do 50 mln zł – opłaty wynoszą od 0,25 do 0,2%. Dalsze zwiększanie zadłużenia to dalszy relatywny spadek kosztów, zwłaszcza gdy wartość emisji przekracza 100 mln zł.

## 5. Podsumowanie

Biorąc pod uwagę zaprezentowane korzyści wynikające z publicznego obrotu papierami wartościowymi oraz kalkulacje kosztów z tym związanych, zasadne

wydaje się rekomendowanie trybu emisji publicznej przeznaczonej do obrotu publicznego na rynku pozagiełdowym już dla długu na poziomie ok. 20-30 mln zł – jest to bowiem wielkość emisji, dla której koszty wprowadzenia do obrotu publicznego kształtują się na poziomie porównywalnym z prowizją za emisję w trybie niepublicznym. Należy przy tym podkreślić, że opłaty związane z wprowadzeniem obligacji na rynek publiczny w dużym stopniu zrekompensowane zostaną niższą marżą inwestorską, a tym samym niższymi kosztami obsługi zadłużenia.

## **Literatura**

- [1] KDPW (<http://www.kdpw.com.pl/oplaty1.jsp>).
- [2] MTS- CeTO SA (<http://www.mts-ceto.pl>).
- [3] Uchwała 5/06 Rady Nadzorczej MTS – CeTO SA.
- [4] Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (DzU 2005 nr 111, poz. 937 ze zm.).
- [5] Wacławczyk A., *Obligacje komunalne*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Zakamycze 2003.

## **MUNICIPAL BONDS PUBLIC PLACEMENT – BENEFITS vs COSTS**

### **Summary**

At the end of 2005 the value of the municipal bond market was almost 3,3 bn zł and it constituted 20% of the total non – government bond debt market in Poland. Unfortunately among 264 issues only three there were introduced into public trading on the CeTO (*the regulated off-exchange market*). Such a situation is appearing incomprehensible because of benefits going from public market turnover and quite low expenses of public placement on the CeTO market.

The paper presents:

- methods of municipal bonds issuing,
- benefits going from public market turnover,
- cost of introducing municipal bonds to CeTO market turnover.