

Catalyst jako źródło finansowania działalności jednostek samorządu terytorialnego

Magdalena Mosionek-Schweda, Przemysław Panfil*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest analiza i ocena emisji obligacji komunalnych notowanych na rynku Catalyst w latach 2009–2013.

Metodologia badania – W artykule dokonano analizy parametrów wszystkich emisji obligacji samorządowych wprowadzonych do notowań na poszczególnych platformach tworzących Catalyst w okresie od momentu powstania tego rynku (30 września 2009 roku) do końca 2013 roku. W przeprowadzonych analizach wykorzystano dane z Biuletynów statystycznych Catalyst oraz dokumentów emitentów dostępnych w portalu: www.gpwcatalyst.pl. Dane o poszczególnych emisjach pozyskano również z portalu: cbonds.pl.

Wynik – W analizowanym okresie na wprowadzenie obligacji do obrotu na Catalyst zdecydowały się jedynie 23 jednostki samorządu terytorialnego. Niewielkie zainteresowanie JST tym rynkiem może zaskakiwać, szczególnie biorąc pod uwagę elastyczność obligacji jako źródła pozyskiwania kapitału oraz korzyści dla emitentów wynikające z obecności na zorganizowanym, publicznym rynku papierów wartościowych prowadzonym przez GPW SA wspólnie z BondSpot SA. Przeprowadzone analizy potwierdziły również, że Catalyst jest dostępny dla szerokiego grona emitentów i emisji o różnych parametrach – o wartości od kilkuset tysięcy do kilku miliardów złotych, terminie zapadalności od 2 do 22 lat, o stałym i zmiennym kuponie itd.

Oryginalność/wartość – W artykule wykorzystano wyniki badań własnych autorów obejmujące wszystkie przeprowadzone przez jednostki samorządu terytorialnego emisje obligacji notowane na rynku Catalyst od momentu jego powstania do końca 2013 roku. Opracowanie ma zatem dużą wartość poznawczą w zakresie aktywności samorządów na zorganizowanym rynku instrumentów dłużnych.

Słowa kluczowe: obligacje komunalne, Catalyst, rynek kapitałowy, jednostki samorządu terytorialnego

Wprowadzenie

We wrześniu 2009 roku w strukturze polskiego rynku kapitałowego pojawił się nowy system obrotu papierami wartościowymi zwany Catalyst. Jego szczegółna architektura (cztery subrynki) oraz przeznaczenie (obrotu dłużnymi instrumentami finansowanymi) umożliwiają pozyskiwanie funduszy szerokiemu gronu emitentów, również takim podmiotom, dla których rynek kapitałowy, w tym przede wszystkim parkiet warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych, był dotychczas niedostępny, tj. bankom spółdzielczym, spółkom z ograniczoną odpowiedzialnością, a także jednostkom samorządu terytorialnego (JST).

* dr Magdalena Mosionek-Schweda, Uniwersytet Gdański, Wydział Ekonomiczny, Instytut Handlu Zagranicznego, Zakład Międzynarodowych Rynków Finansowych, ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot, e-mail: magdams@ug.edu.pl; dr Przemysław Panfil, Uniwersytet Gdański, Wydział Prawa i Administracji, Katedra Prawa Finansowego, ul. Jana Bazyńskiego 6, 80-952 Gdańsk, e-mail: ppanfil@prawo.ug.edu.pl.

Celem niniejszego opracowania jest analiza i ocena emisji obligacji komunalnych notowanych na Catalyst od dnia jego uruchomienia do końca 2013 roku. Badaniem objęto wszystkie dłużne instrumenty finansowe wprowadzone w tym czasie przez JST do obrotu na każdym z subrynków Catalyst. Materiał badawczy stanowiły parametry poszczególnych emisji obligacji municypalnych pozyskane z Biuletynów statystycznych Catalyst oraz dokumentów informacyjnych i warunków emisji publikowanych w portalu dedykowanym temu rynkowi. Charakterystyki niektórych emisji obligacji pochodzą również z portalu Cbonds.pl.

1. Konstrukcja i prawne podstawy emisji obligacji komunalnych

Odwołując się do rozwiązań legislacyjnych, obligacje komunalne, zwane także obligacjami municypalnymi, można zdefiniować jako papiery wartościowe emitowane w serii, w których JST lub związek takich jednostek stwierdza, że jest dłużnikiem właścicieli obligacji (obligatariuszy) i zobowiązuje się wobec nich do spełnienia określonego świadczenia. Natomiast papierami wartościowymi emitowanymi w serii są takie instrumenty, które reprezentują prawa majątkowe podzielone na określoną liczbę równych jednostek. W przytoczonej definicji obligacji komunalnych główny nacisk położony został na stosunki ekonomiczne łączące emitenta z obligatariuszami. Pozwala ona zaklasyfikować papiery wartościowe emitowane przez samorządy do grupy dłużnych instrumentów finansowych, które stwierdzają istnienie prawa majątkowego przyjmującego postać wierzytelności (Kruczalak 1996).

Obligacje komunalne są emitowane na podstawie ustawy z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach (t.j. DzU 2001, nr 120, poz. 1300 z późn. zm.; dalej jako u.o.), która przypisuje im walor papieru wartościowego oraz określa ich prawną konstrukcję. Z punktu widzenia obrotu tymi instrumentami kluczową rolę pełnią natomiast: ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. DzU 2013, poz. 1382; dalej jako: u.o.p.) oraz uchwalona tego samego dnia ustawa o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. DzU 2014, poz. 94). W procesie emisji obligacji komunalnych istotne znaczenie mają także samorządowe ustawy ustrojowe oraz ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 roku o finansach publicznych (DzU, nr 157, poz. 1240 z późn. zm.; dalej jako: u.f.p.). Regulacje zawarte w tych aktach pozwalają określić kompetencje poszczególnych organów JST w procesie zaciągania zobowiązań finansowych. Dodatkowo, przepisy u.f.p. określają przeznaczenie środków pozyskanych w drodze emisji obligacji komunalnych oraz wprowadzają pewne obostrzenia dotyczące ich konstrukcji.

Emisja obligacji komunalnych wymaga aktywności prawotwórczej organu stanowiącego JST. Możliwe są przy tym dwa rozwiązania. Bazując na zapisach ustaw ustrojowych, rada lub sejmik może podjąć odrębną uchwałę w sprawie emisji obligacji komunalnych. Ewentualnie, na mocy art. 212 ust. 2 pkt 1 u.f.p., może umieścić w uchwale budżetowej upoważnienie dla organu wykonawczego JST do zaciągania zobowiązań finansowych, w tym

w drodze emisji obligacji komunalnych. W obu wypadkach wielkość emisji musi się jednak mieścić w określonym w uchwale budżetowej limicie zobowiązań, jakie mogą być zaciągnięte w danym roku budżetowym (art. 91 ust. 1 u.f.p.).

Emitując obligacje komunalne, JST pozyskują środki publiczne klasyfikowane jako przychody. Art. 89 ust. 1 u.f.p. określa przy tym ich przeznaczenie. Przychody te mogą być wykorzystane wyłącznie do:

- pokrycia występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu JST,
- finansowania planowanego deficytu budżetu JST,
- spłaty wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów,
- wyprzedzającego finansowania działań finansowanych ze środków pochodzących z budżetu Unii Europejskiej,

Powyższy katalog ma charakter zamknięty. Tym samym, za niedopuszczalną należy uznać emisję obligacji komunalnych bez wyraźnie określonej potrzeby, czyli niejako „na zapas”¹. Decydując się na wykorzystanie tego instrumentu, JST ma obowiązek określić cel, na jaki zostaną przeznaczone pozyskane w ten sposób przychody². Jednocześnie, o ile tylko celem tym nie jest pokrycie przejściowego deficytu, niezbędne jest uprzednie uzyskanie opinii regionalnej izby obrachunkowej o możliwości wykupu obligacji komunalnych (art. 91 ust. 2 u.f.p.).

Ustawodawca dodatkowo ogranicza możliwość emisji obligacji komunalnych poprzez wprowadzenie kolejnych wymogów odnoszących się do poszczególnych pozycji katalogu zawartego w art. 89 ust. 1 u.f.p. Przykładowo, zobowiązania zaciągnięte w celu pokrycia występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu JST muszą być spłacone w tym samym roku budżetowym, w którym zostały zaciągnięte (art. 89 ust. 2 u.f.p.). Tym samym zobowiązania te nabierają krótkoterminowego charakteru. Biorąc pod uwagę czasochłonny proces emisji obligacji komunalnych, wykorzystanie tych instrumentów do finansowania przejściowego deficytu staje się możliwością hipotetyczną. Należy także wspomnieć o złotej regule fiskalnej normowanej przez art. 242 ust. 1 u.f.p. Przepis ten wprowadza obowiązek zrównoważenia budżetu JST w zakresie dochodów i wydatków bieżących. Co do zasady, deficyt budżetowy może być kreowany wyłącznie przez wydatki majątkowe³ i tylko one mogą być finansowane przychodami pochodzącymi z emisji obligacji komunalnych.

Obligacje komunalne opiewające na świadczenia pieniężne należą do tytułów dłużnych, które uwzględnia się przy obliczaniu zadłużenia JST. Możliwość ich emisji jest więc uzależniona także od przestrzegania reguły fiskalnej zawartej w art. 243 ust. 1 u.f.p. Przepis ten ogranicza wielkość zadłużenia JST, określając między innymi maksymalny poziom

¹ Wyrok NSA z 20 grudnia 2002 r., SA/KR 1508/02, OSS 2003, z. 4, poz. 111.

² Uchwała RIO w Łodzi z dnia 16 kwietnia 2010 r., 12/70/2010, OSS 2010, z. 2, poz. 42.

³ Oprócz dochodów bieżących na finansowanie wydatków bieżących można także przeznaczyć nadwyżkę budżetową z lat ubiegłych oraz wolne środki, które są definiowane jako nadwyżka środków pieniężnych na rachunku bieżącym, wynikających z rozliczeń wyemitowanych papierów wartościowych, kredytów i pożyczek z lat ubiegłych (art. 242 ust. 1 u.f.p. w związku z art. 217 ust. 2 pkt 6 u.f.p.).

przypadających w danym roku budżetowym płatności związanych ze spłatą długu oraz jego obsługą.

Na przedmiot praw ucieleśnionych w obligacjach komunalnych składa się prawo do ich wykupu, które stanowi świadczenie główne emitenta oraz prawo do oprocentowania, będące świadczeniem ubocznym. Zgodnie z art. 4 ust. 2 u.o., świadczenia te mogą mieć charakter pieniężny lub niepieniężny⁴. Teoretycznie właściciele obligacji komunalnych mogą być uprawnieni do kilku świadczeń o zróżnicowanym charakterze. W praktyce uprawnienia obligatariuszy mają charakter jednolity i są realizowane w postaci pieniężnej.

Duży wpływ na konstrukcję obligacji komunalnych mają regulacje zawarte w art. 92 ust. 1 u.f.p. oraz art. 93 ust. 1 u.f.p. Zgodnie z tymi przepisami, JST może emitować tylko takie obligacje, w przypadku których:

- koszty obsługi ponoszone są co najmniej raz do roku,
- dyskonto nie przekracza 5% ich wartości nominalnej,
- nie przewiduje się kapitalizacji odsetek,
- wartość nominalna należna do zapłaty w dniu wymagalności, wyrażona w złotych, jest znana w dniu zawierania transakcji⁵.

Tym samym JST nie mogą emitować obligacji indeksowanych oraz dyskontowych. W połączeniu z zakazem kapitalizacji odsetek oznacza to, że należne obligatariuszowi świadczenie uboczne powinno być wypłacane cyklicznie, po upływie określonych z góry okresów odsetkowych. Samorządy nie mogą więc przerzucać kosztów obsługi zadłużenia w jego ciężar. Istotnie ograniczona została również możliwość odłożenia w czasie konieczności poniesienia tych kosztów. Sprawia to, że każde zobowiązanie zaciągnięte przez JST automatycznie wpływa na ich bieżącą sytuację finansową. Co do zasady niedopuszczalne jest także emitowanie przez samorządy obligacji nominowanych w walucie obcej. Wyjątki w tym zakresie wprowadza rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 17 grudnia 2010 roku w sprawie przypadków, w których nie stosuje się ograniczeń dotyczących zaciągania niektórych zobowiązań finansowych przez jednostki sektora finansów publicznych, z wyjątkiem Skarbu Państwa (DzU, nr 250, poz. 1678).

JST odpowiada całym swoim majątkiem za zobowiązania wynikające z wyemitowanych obligacji komunalnych (art. 8 ust. 1 u.o.). Od tej ogólnej zasady istnieje jeden wyjątek związany z tzw. obligacjami przychodowymi. Ich celem jest realizacja określonego zadania związanego z rozwojem infrastruktury komunalnej. W przypadku tego typu instrumentów odpowiedzialność emitenta ogranicza się do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia⁶, w stosunku do których obligatariuszowi przyznano prawo do zaspokojenia jego roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami. Najczęściej chodzi tutaj

⁴ Świadczenie niepieniężne mogłoby polegać na wydaniu obligatariuszom określonej liczby akcji należących do portfela aktywów JST.

⁵ Trzy pierwsze ograniczenia nie dotyczą jednak obligacji emitowanych w celu pokrycia przejściowego deficytu JST.

⁶ Najczęściej chodzi tutaj o przedsięwzięcie, które jest finansowane przychodami pozyskanymi w drodze emisji obligacji przychodowych.

o przedsięwzięcie, które jest finansowane przychodami pozyskanymi w drodze emisji obligacji przychodowych (Kozuń-Cieślak 2008).

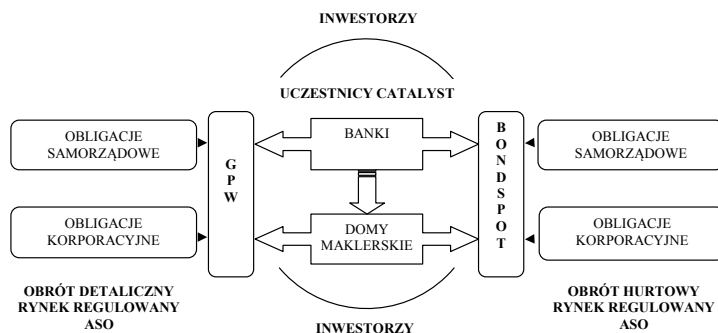
2. Istota i architektura rynku Catalyst

Catalyst jest systemem obrotu i autoryzacji dłużnych papierów wartościowych złożonym z rynków regulowanych oraz nieregulowanych alternatywnych platform obrotu. Został uruchomiony 30 września 2009 roku jako wspólne przedsięwzięcie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA oraz jej spółki zależnej – BondSpot SA (dawniej MTS-CeTO SA⁷). Intencją organizatorów Catalyst było stworzenie zorganizowanego rynku obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi, zapewniającego elastyczne reguły działania dla wszystkich jego uczestników – emitentów oraz inwestorów. Rynek ten ma za zadanie wypełnić lukę na polskim rynku kapitałowym, który wykorzystywany jest obecnie przede wszystkim jako miejsce obrotu udziałowymi papierami wartościowymi (Schweda 2010). Wszystkie platformy Catalyst przeznaczone są do obrotu obligacjami skarbowymi oraz nieskarbowymi instrumentami dłużnymi emitowanymi przez przedsiębiorstwa, banki spółdzielcze oraz JST. Architektura rynku została opracowana w taki sposób, by stał się on alternatywnym źródłem pozyskiwania kapitału przez szerokie grono emitentów mających różne oczekiwania pod względem wielkości i podstawowych parametrów emisji dłużnych papierów wartościowych. Z drugiej strony, Catalyst ma również być odpowiedzią na różnorodne potrzeby inwestorów – zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych, detalicznych oraz hurtowych.

Mając na uwadze powyższe założenia, organizatorzy Catalyst stworzyli rynek złożony z czterech platform obrotu (Zasady działania Catalyst 2010):

- dwóch rynków zorganizowanych przez GPW SA, tj. rynku regulowanego oraz alternatywnego systemu obrotu (ASO), skierowanych do inwestorów detalicznych,
- dwóch rynków prowadzonych przez BondSpot SA, tj. rynku regulowanego oraz ASO, przeznaczonych dla inwestorów hurtowych – wartość transakcji dokonywanych na tych rynkach musi wynosić co najmniej 100 000 PLN.
- Architektura Catalyst przedstawia rysunek 1.

⁷ Spółka BondSpot SA powstała z inicjatywy ponad 20 największych polskich banków i domów maklerskich w styczniu 1996 roku pod nazwą Centralna Tabela Ofert SA. Od listopada 2000 roku znajduje się w grupie kapitałowej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA. W maju 2004 roku weszła w alians strategiczny z grupą MTS, przyjmując wówczas nazwę MTS-CeTO SA. Począwszy od dnia 18 września 2009 roku funkcjonuje pod nazwą BondSpot SA. Spółka prowadzi hurtowy rynek obrotu obligacjami i bonami skarbowymi, zwany Treasury BondSpot Poland (dawniej MTS Poland) oraz regulowany rynek pozagiełdowy i alternatywny system obrotu przeznaczone do obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi, które od 30 września 2009 roku są notowane w ramach rynku Catalyst (BondSpot SA 2013b).



Rysunek 1. Struktura organizacyjna Catalist

Źródło: opracowanie własne na podstawie Puzyrewicz (2011).

Konsekwencją przyjętej struktury organizacyjnej Catalist, opartej zarówno na rynkach regulowanych, jak i na alternatywnych systemach obrotu, jest funkcjonowanie zbioru przepisów regulujących działanie poszczególnych segmentów (zob. tabela 1). Podstawowym dokumentem są *Zasady działania Catalist*, stanowiące regulację ramową w zakresie między innymi: ogólnych reguł funkcjonowania rynku, warunków i procedur dotyczących autoryzacji dłużnych papierów wartościowych, obowiązków informacyjnych emitentów, zasad wprowadzania obligacji do obrotu na wszystkich segmentach Catalist oraz praw i obowiązków uczestników tego rynku. Szczegółowe regulacje dotyczące funkcjonowania każdego z czterech subrynków Catalist zostały zawarte w odrębnych dokumentach przyjętych przez

Tabela 1

Akty prawne regulujące działanie platform obrotu tworzących rynek Catalist

Zasady działania Catalist przyjęte uchwałą Zarządu Giełdy z dnia 27 stycznia 2010 roku (według stanu na dzień 1 października 2012 roku)	
Rynki regulowane	Alternatywne Systemy Obrotu
Regulamin Giełdy w brzmieniu przyjętym Uchwałą nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 roku, z późn. zm.	Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu, wraz z 7 załącznikami, w brzmieniu przyjętym Uchwałą nr 147/2007 Zarządu Giełdy z dnia 1 marca 2007 roku, z późn. zm.
Regulamin obrotu regulowanego rynku pozagiełdowego w brzmieniu przyjętym Uchwałą nr 22/13 Rady Nadzorczej z dnia 9 maja 2013 roku, z późn. zm.	Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu w brzmieniu przyjętym Uchwałą nr 103/09 Zarządu BondSpot SA z dnia 4 listopada 2009 roku zatwierdzonego uchwałą nr 27/O/09 Rady Nadzorczej BondSpot SA z dnia 5 listopada 2009 roku, z późn. zm.
Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach	
Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych	
Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi	

Źródło: opracowanie własne.

ich organizatorów. Zastosowanie mają tu również ustawy obowiązujące na polskim rynku kapitałowym, w tym szczególnie ustawa o obligacjach, ustawa o ofercie publicznej oraz ustawa o obrocie instrumentami finansowymi.

Instrumenty dłużne mogą być obecne na rynku Catalyst poprzez (Mazurek 2013):

- otrzymanie autoryzacji dla danej emisji papierów wartościowych, ale bez ubiegania się o dopuszczenie/wprowadzenie do obrotu na żadnym z subrynków Catalyst,
- skierowanie emisji do zorganizowanego obrotu na wybranych segmentach Catalyst.

Pierwsza z wymienionych sytuacji, w której emitent poprzestaje jedynie na pozyskaniu autoryzacji dla papierów wartościowych bez dopuszczenia/wprowadzenia ich do zorganizowanego obrotu, jest nowością na polskim rynku kapitałowym. O autoryzację można ubiegać się zarówno w stosunku do nowej emisji obligacji, jak również dla papierów wartościowych wyemitowanych wcześniej i będących już przedmiotem obrotu wśród inwestorów. Nie jest również wymagana dematerializacja tych instrumentów (*Zasady działania Catalyst* 2010). W praktyce autoryzacja obligacji oznacza rejestrację papierów w publicznym systemie informacyjnym Catalyst oraz zobowiązanie emitenta do przekazywania informacji bieżących i okresowych zgodnie z regulacjami obowiązującymi na tym rynku. Nieprzestrzeganie tych zasad może skutkować pozbawieniem autoryzacji, a w przypadku instrumentów notowanych również wykluczeniem z obrotu.

O przyznanie autoryzacji Catalyst może ubiegać się każdy emitent dłużnych papierów wartościowych, o ile spełnia jeden warunek, tj. nie toczy się wobec niego postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne⁸. Procedura ubiegania się o autoryzację również została mocno uproszczona i obejmuje złożenie do Zarządu Giełdy wniosku o autoryzację wraz z załącznikami wskazanymi w *Zasadach działania Catalyst* (§ 36). Mimo wskazywanych przez organizatorów Catalyst korzyści z posiadania autoryzacji emisji (obecność na prestiżowym, zorganizowanym rynku, promocja emitenta, lepsze postrzeganie przez klientów i kontrahentów itd.), niewielu emitentów decyduje się na taką formę dołączenia do rynku. Według danych z 31 stycznia 2014 roku autoryzację posiadało 20 serii obligacji wyemitowanych przez pięciu emitentów, w tym przede wszystkim JST: powiat Jarosławski (3 serie), Oświęcim (1 seria), Tczew (3 serie), Turek (1 seria), Ząbki (3 serie) oraz 9 serii obligacji korporacyjnych przedsiębiorstwa Remedis SA (GPW SA 2014).

Decyzja emitenta o skierowaniu instrumentów dłużnych do zorganizowanego obrotu na Catalyst oznacza konieczność spełnienia wymogów formalnych określonych dla danego subryнку i w praktyce – ze względu na złożoność rynku Catalyst – oznacza jedną z poniższych sytuacji (*Zasady działania Catalyst* 2010):

- dopuszczenie instrumentów emitenta do obrotu na obydwu rynkach regulowanych – prowadzonych przez GPW SA oraz BondSpot SA,

⁸ Jest to obecnie jedyny wymóg stawiany emitentom chcącym uzyskać autoryzację Catalyst dla emisji dłużnych papierów wartościowych. W początkowym okresie funkcjonowania Catalyst emitenci musieli spełnić również warunek dotyczący wartości autoryzowanych instrumentów, tj. wartość emisji liczona według ceny nominalnej instrumentów finansowych musiała wynosić równowartość w złotych co najmniej 400 000 euro.

- dopuszczenie emisji do obrotu na rynku regulowanym GPW SA oraz wprowadzenie jej do ASO organizowanego przez BondSpot SA,
- wprowadzenie obligacji do ASO prowadzonego przez GPW SA i jednocześnie dopuszczenie do rynku regulowanego BondSpot SA,
- wprowadzenie instrumentów jednocześnie do ASO organizowanego przez GPW SA oraz ASO BondSpot SA.

Oprócz wymienionych powyżej czterech rozwiązań możliwe jest, w uzasadnionych przypadkach, na wniosek emitenta, uzyskanie zgody organizatorów rynku na dopuszczenie/wprowadzenie instrumentów na każdy z subrynków lub wyłącznie na jeden z nich (§ 10 pkt 2 *Zasady działania Catalyst* 2010). Wybór rynków, na które emitent planuje skierować swoje walory, uzależniony jest od możliwości spełnienia przez niego kryteriów dopuszczenia/wprowadzenia obowiązujących na danym rynku. W ramach Catalyst funkcjonują zarówno rynki regulowane, jak i bardziej liberalne alternatywne systemy obrotu. Wybór rynku regulowanego wiąże się z koniecznością dopełnienia wszystkich procedur związanych z przygotowaniem i przeprowadzeniem publicznej sprzedaży papierów wartościowych (w tym sporządzenie prospektu emisyjnego, który podlega zatwierdzeniu przez Komisję Nadzoru Finansowego⁹). Warunkiem dopuszczenia do obrotu na giełdowym rynku regulowanym jest również wartość nominalna wprowadzanych obligacji, która nie może być mniejsza niż 4 mln PLN (GPW SA 2006). W przypadku alternatywnych systemów obrotu sprzedaż obligacji może odbyć się w drodze tzw. oferty prywatnej, skierowanej do maksymalnie 149 inwestorów, która nie wymaga przygotowania prospektu emisyjnego, lecz znacznie prostszego tzw. dokumentu informacyjnego niepodlegającego zatwierdzeniu przez KNF. W sprzedaży prywatnej nie uczestniczy również firma inwestycyjna pełniąca rolę oferującego. Jest to zatem znacznie szybsza i tańsza, w porównaniu z ofertą publiczną, forma emisji instrumentów finansowych.

Kolejne istotne dla emitentów różnice dotyczą zakresu obowiązków informacyjnych. Najbardziej uproszczonym obowiązkom informacyjnym podlegają podmioty decydujące się jedynie na autoryzację swoich instrumentów w systemie Catalyst. W tym przypadku treść oraz terminy przekazywania informacji regulują przepisy zawarte w Rozdziale II *Zasad działania Catalyst*. Zakres informacji przekazywanych przez emitentów obligacji wprowadzonych do obrotu w alternatywnym systemie obrotu GPW SA lub BondSpot SA jest znacznie szerszy i bardziej doprecyzowany. Szczegółowe regulacje znajdują się w załącznikach do regulaminów ASO. JST zobowiązane są do publikowania w formie raportu bieżącej informacji m.in. o: ustanowieniu nowych istotnych źródeł dochodów lub zniesieniu dotychczasowego istotnego źródła dochodów, z określeniem wpływu tego zdarzenia na dochody budżetu jednostki; negatywnej opinii regionalnej izby obrachunkowej o sprawozdaniu z wykonania budżetu JST lub o półrocznym sprawozdaniu z przebiegu wykony-

⁹ W odróżnieniu od przedsiębiorstw, JST kierujące emisję instrumentów dłużnych do obrotu zorganizowanego nie muszą sporządzać prospektu emisyjnego, a jedynie dokument informacyjny, nawet w sytuacji ubiegania się o wprowadzenie obligacji do obrotu na rynku regulowanym (art. 7 pkt 2 u.o.p.).

wania budżetu; stwierdzeniu przez regionalną izbę obrachunkową nieważności uchwały budżetowej w całości lub w części, z określeniem skutków tego zdarzenia dla JST; wszczęciu postępowania zmierzającego do ustanowienia zarządu komisarycznego lub komisarza rządowego oraz o ustanowieniu zarządcy komisarycznego lub komisarza rządowego (§ 7 Załącznik nr 4, GPW 2007). W przypadku raportów okresowych, samorządy są zobligowane do przekazywania jedynie rocznego sprawozdania z wykonania budżetu wraz z opinią regionalnej izby obrachunkowej. Raport ten należy przekazać do końca kwietnia każdego roku (§ 16 Załącznik nr 4, GPW 2007). Najbardziej rygorystyczne wymogi dotyczące obowiązków informacyjnych zostały określone dla emitentów obecnych na rynkach regulowanych Catalyst, którzy zgodnie z przepisami ustawy o obrocie instrumentami finansowymi są zobowiązani do równoczesnego przekazywania KNF, spółce prowadzącej dany rynek regulowany (GPW SA lub BondSpot SA) oraz do publicznej wiadomości zarówno informacji bieżących i okresowych, jak i informacji poufnych w rozumieniu art. 154 teże ustawy. Zakres, rodzaj, formę, częstotliwość oraz terminy przekazywania raportów bieżących i okresowych reguluje rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 roku w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (DzU, nr 33, poz. 259 z późn. zm.). W przypadku informacji bieżących wyszczególnione w tym rozporządzeniu sytuacje, o których emitent będący JST musi poinformować w formie raportu bieżącego, są tożsame z obowiązującymi w ASO. Istotna różnica dotyczy raportów okresowych. Na rynku regulowanym JST również przekazują jedynie roczne raporty, jednak ich zakres jest ściśle określony przez wspomniane rozporządzenie (§ 91 ust. 1–5 oraz ust. 12).

Emisja obligacji na Catalyst może być dla JST bardziej elastycznym źródłem pozyskiwania kapitału niż kredyt bankowy. W przypadku obligacji to emitent decyduje o wielkości emisji, warunkach spłaty i terminach wykupu. Ponadto, skierowanie emisji obligacji do zorganizowanego obrotu wymusza na samorządzie prowadzenie przejrzystej polityki informacyjnej, co z kolei wpływa na jego wiarygodność na rynku finansowym i umożliwia dalsze pozyskiwanie kapitału na bardziej korzystnych warunkach. Większa płynność instrumentów finansowych notowanych na Catalyst może również zachęcić do nabywania obligacji komunalnych inwestorów, którzy dotychczas nie angażowali swoich funduszy w ten rodzaj papierów wartościowych.

3. Rozwój rynku Catalyst

30 września 2009 roku wraz z rynkiem Catalyst zadebiutowało dziesięciu emitentów, wprowadzając łącznie 31 serii, w tym (Schweda 2010):

- nowe emisje obligacji wyemitowane przez trzech emitentów: miasto stołeczne Warszawa (jedna seria dopuszczona do obrotu na rynkach regulowanych GPW SA oraz

BondSpot SA), miasto Radlin oraz Electus SA (każdy podmiot wyemitował po dwie serie dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym GPW SA),

- instrumenty dłużne siedmiu emitentów notowane wcześniej na rynku publicznym: Europejski Bank Inwestycyjny (trzy serie, rynek regulowany GPW), BRE Bank Hipoteczny SA (12 serii dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym BondSpot), Europejski Fundusz Hipoteczny SA (jedna seria, rynek regulowany BondSpot), Ostrów Wielkopolski (jedna seria, rynek regulowany BondSpot), Poznań (dwie serie, rynek regulowany BondSpot), Rybnik (trzy serie, rynek regulowany BondSpot) oraz Pekao Bank Hipoteczny SA (cztery serie dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym BondSpot).

Do końca 2009 roku do notowań na Catalyst dołączyło tylko trzech emitentów, wprowadzając łącznie cztery serie obligacji korporacyjnych: Bank Gospodarstwa Krajowego SA (dwie serie) oraz ONICO Trade Sp. z o.o. i MCI Management SA (po jednej serii). W sumie na Catalyst odbywał się wówczas obrót 35 seriami instrumentów dłużnych wyemitowanych przez 13 podmiotów (Schweda 2010).

Z możliwości autoryzacji obligacji, bez wprowadzenia do zorganizowanego obrotu, skończyła w dniu uruchomienia Catalyst pięciu emitentów dla łącznie 12 serii instrumentów dłużnych, w tym: Tczew (cztery serie), Ząbki oraz Połczyn-Zdrój (po trzy serie), Turek oraz Kórnik (po jednej serii) (GPW SA 2009). Do końca 2009 roku lista autoryzowanych instrumentów dłużnych nie uległa zmianie. Poniżej przedstawione zostały podstawowe statystyki Catalyst w latach 2009–2013 (dane na koniec roku).

Tabela 2

Podstawowe statystyki rynku Catalyst w latach 2009–2013

Parametr	2009 r.	2010 r.	2011 r.	2012 r.	2013 r.
Wartość obrotów sesyjnych (mln PLN)	169,97	751,06	1 214,31	1 665,95	2 757,18
Liczba transakcji sesyjnych	318	4 300	29 978	42 323	60 101
Wartość obrotów w transakcjach pakietowych (mln PLN)	4 978,79	255,20	1 279,90	1 355,77	1 573,21
Liczba transakcji pakietowych	73	43	215	213	395
Liczba serii, w tym:	47	109	268	384	467
Notowane	35	97	246	361	442
Autoryzowane	12	12	22	23	25
Wartość emisji (mln PLN), w tym:	10 690,79	21 552,76	531 651,77	567 364,66	619 218,93
Notowane	10 649,29	21 508,10	531 587,51	567 299,10	619 148,63
Autoryzowane	41,50	44,67	64,26	65,56	70,31
Liczba debiutów (serii)	35	69	146	173	196
Liczba emitentów (notowanych)	13	48	100	156	176

Źródło: opracowanie własne na podstawie GPW SA (2014).

Po nieco ponad czterech latach funkcjonowania Catalyst, na koniec 2013 roku, notowano (łącznie z obligacjami skarbowymi) 442 serie papierów wartościowych wyemitowanych przez 176 emitentów. Ponadto 25 emisji zrealizowanych przez 7 obecnych na rynku podmiotów uzyskało status instrumentów autoryzowanych. Wartość całego rynku wyniosła na koniec 2013 roku prawie 620 mld PLN. Catalyst jest jednak zdominowany przez obligacje skarbowe. Bez uwzględniania emisji Skarbu Państwa wartość rynku zmniejsza się do kwoty niespełna 59 mld PLN, z czego około 56 mld PLN stanowią obligacje korporacyjne, a zaledwie 3 mld PLN obligacje municypalne.

Wartość obrotów sesyjnych od początku istnienia Catalyst wyniosła ponad 6,5 mld PLN, z czego ponad 42% przypadło w roku 2013. Mimo iż 90% wartości rynku Catalyst stanowią obligacje skarbowe, to jednak największe obroty generowały obligacje korporacyjne – łączna wartość ich obrotów w 2013 roku wyniosła prawie 2,2 mld PLN (79,7% ogółu obrotów). Na kolejnym miejscu były obligacje skarbowe, stanowiące 20% obrotu (łączna wartość obrotów 551 mln PLN). Udział obligacji komunalnych w obrotach wyniósł w analizowanym czasie jedynie 0,3% (obrotów o wartości 7,23 mln PLN).

Mimo rosnącego zainteresowania emitentów emisją obligacji na Catalyst, jak również inwestorów lokowaniem w instrumenty dłużne, podstawowe statystyki tego rynku osiągają wartości dalekie od pozostałych europejskich giełdowych rynków obligacji. Szczególnie w zakresie wartości obrotów. Przykładowo: rynki obligacji prowadzone przez giełdę szwajcarską, norweską czy niemiecką generują obrót na poziomie 10–35 mld euro (FESE 2013).

4. Catalyst jako źródło finansowania samorządów

Obligacje komunalne są obecne na Catalyst od pierwszego dnia funkcjonowania tego rynku. I chociaż w kolejnych latach obserwuje się wzrost zainteresowania samorządów możliwością notowania instrumentów dłużnych na zorganizowanym rynku, to obligacje municypalne osiągają najmniejszy udział w łącznej wartości emisji na Catalyst oraz generują najmniejsze obroty sesyjne i pakietowe. W okresie nieco ponad czterech lat działania Catalyst do notowań na poszczególnych platformach tego rynku dołączyły w sumie 23 JST. Na koniec 2013 roku notowano 57 serii obligacji komunalnych wyemitowanych przez 18 samorządów o łącznej wartości niespełna 3,1 mld PLN, co stanowiło 0,5% wartości całego rynku.

W tabeli 3 przedstawiono podstawowe charakterystyki wszystkich notowanych dotychczas obligacji JST. Najwięcej serii wprowadziły w analizowanym czasie: Siedlce (11), Elbląg (8) oraz Przemyśl (6). Z kolei pod względem wartości wprowadzonych instrumentów liderami są: Warszawa (2100 mln PLN), Kraków (520 mln PLN) oraz Poznań (218 mln PLN, emisja została wykupiona w latach 2010–2011). Połowa notowanych emisji nie przekraczała jednak 20 mln PLN. Obligacje o najmniejszej wartości zostały wprowadzone przez Polczyn Zdrój (600–800 tys. PLN) oraz Radlin (1 mln PLN).

Tabela 3

Parametry emisji obligacji komunalnych na rynku Catalyst w latach 2009–2013

JST	Segment rynku	Data emisji	Emisja (mln PLN)	Oprocentowanie	Okres odsetkowy	Data wykupu	Cel emisji
Brodnica	GPW RR, BS RR	04.12.2012	12,7	WIBOR6M+1,70	Półroczny	10.2020-10.2023	Finansowanie deficytu, refinansowanie zadłużenia
	GPW ASO, BS RR,	22.10.2010	3,5	WIBOR6M+2,00	Półroczny	19.10.2016	Refinansowanie zadłużenia, inwestycje infrastrukturalne
	GPW RR	10.12.2012	6,4	WIBOR6M+1,70	Półroczny	11.2023–11.2026	
Elbląg	GPW RR, BS RR	10.01.2013	22,0	WIBOR6M+1,60	Półroczny	10.01.2026	Finansowanie deficytu, refinansowanie zadłużenia
		28.06.2012	18,0	WIBOR6M+1,50	Półroczny	29.06.2025	
		25.05.2012	15,5	WIBOR6M+1,30	Półroczny	25.05.2023	
		25.05.2012	16,5	WIBOR6M+1,40	Półroczny	25.05.2024	
		30.03.2012	9,0	WIBOR6M+1,15	Półroczny	30.03.2021	
		30.03.2012	15,5	WIBOR6M+1,25	Półroczny	30.03.2022	
Gołdap	GPW RR, BS RR	8.03.2012	5,0	WIBOR6M+0,85	Półroczny	08.03.2019	
		7.03.2012	5,5	WIBOR6M+0,95	Półroczny	08.03.2020	
Konopiska	GPW RR, BS RR	11.10.2013	10,0	WIBOR6M+1,40	Półroczny	11.2021–11.2025	Finansowanie deficytu, refinansowanie zadłużenia
	GPW ASO	5.11.2010	5,9	WIBOR6M+2,00	Półroczny	07.2015-09.2016	Inwestycje sportowe (budowa gminnej hali sportowej)
Kraków	GPW RR, BS RR	7.05.2013	120,0	WIBOR6M+0,90	Półroczny	07.05.2028	Refinansowanie zadłużenia
		30.04.2013	100,0	WIBOR6M+0,80	Półroczny	30.04.2023	
		1.10.2012	120,0	WIBOR6M+1,60	Półroczny	01.10.2027	
		27.04.2012	180,0	WIBOR6M+1,60	Półroczny	27.10.2024	
P. Goleniowski	GPW RR, BS RR	27.05.2013	20,0	WIBOR6M+1,25	Półroczny	11.2018–11.2027	Refinansowanie zadłużenia
Piła	GPW RR, BS RR	10.09.2013	20,0	WIBOR6M+1,25	Półroczny	09.2018-09.2022	Finansowanie deficytu, refinansowanie zadłużenia
	GPW ASO	7.09.2009	0,6	WIBOR6M+3,00	Półroczny	07.09.2015	Refinansowanie zadłużenia
		7.09.2009	0,7	WIBOR6M+3,00	Półroczny	07.09.2016	
Przemysł	GPW RR	7.09.2009	0,8	WIBOR6M+3,00	Półroczny	07.09.2017	
		20.12.2012	16,0	WIBOR6M+1,85	Półroczny	12.2026–12.2029	Inwestycje w infrastrukturę drogową
		16.10.2012	4,0	WIBOR6M+1,85	Półroczny	16.10.2025	
	10.09.2012	4,0	WIBOR6M+1,85	Półroczny	10.09.2024		

Rybnik	BS RR	13.11.2007	40,5	52TygBS+0,35	Roczny	13.11.2017	Finansowanie pomostowe inwestycji infrastrukturalnych
		30.12.2002	39,0	52TygBS+1,70	Roczny	30.12.2013	
		23.12.2003	18,5	52TygBS+1,70	Roczny	23.12.2014	
Siedlce	GPW RR	2.07.2012	25,1	WIBOR6M+1,85	Półroczny	11.2025-11.2034	Finansowanie deficytu, refinansowanie zadłużenia
		25.08.2010	2,0	WIBOR6M+0,79	Półroczny	25.08.2017	
Tczew	GPW ASO	03.2010	3,1	WIBOR3M+2,00	Kwartalny	02.2011-03.2015	Budowa centrum sportowo-rekreacyjnego
		1.10.2013	20,0	WIBOR6M+1,70	Półroczny	10.2022-10.2027	
Wałbrzych	GPW RR, BS RR	2.09.2013	20,0	WIBOR6M+1,70	Półroczny	09.2021-09.2025	Refinansowanie zadłużenia
		22.10.2012	27,0	WIBOR6M+2,20	Półroczny	10.2025-10.2027	
		29.03.2011	300,0	6,48	Roczny	29.03.2018	
Warszawa	GPW RR, BS RR	18.03.2011	300,0	6,64	Roczny	18.03.2021	Finansowanie deficytu
		6.05.2010	300,0	5,35	Roczny	25.10.2017	
		15.04.2010	600,0	6,45	Roczny	23.09.2022	
		30.07.2009	600,0	6,70	Roczny	25.10.2019	
		20.12.2011	30,0	WIBOR6M+2,85	Półroczny	12.2021-12.2025	
Wrocławek	GPW RR, BS RR	20.12.2012	50,0	WIBOR6M+2,00	Półroczny	12.2017-12.2020	Finansowanie deficytu
		29.03.2010	4,0	WIBOR6M+2,00	Półroczny	03.2013-03.2014	
Wodzisław Śląski							
Emisje wykupione							
Kórnik	GPW ASO	22.12.2009	3,5	WIBOR6M+2,25	Półroczny	22.12.2012	Refinansowanie zadłużenia, inwestycje infrastrukturalne
		10.11.2000	12,0	WIBOR1Y+1,2	Roczny	11.10.2011	
Ostrów Wilk.	BS RR	23.06.2005	101,5	WIBOR6M+0,30	Półroczny	23.06.2010	Refinansowanie zadłużenia, inwestycje infrastrukturalne
		9.10.2006	116,5	WIBOR6M+0,15	Półroczny	09.10.2011	
Poznań	GPW RR	28.09.2009	1,0	WIBOR6M+2,00	Półroczny	28.09.2011	Finansowanie deficytu
		28.09.2009	1,0	WIBOR6M+2,00	Półroczny	28.09.2012	
Zamość	GPW ASO	16.12.2009	4,0	WIBOR6M+2,00	Półroczny	12.2011-12.2012	Finansowanie deficytu, refinansowanie zadłużenia

GPW RR – rynek regulowany prowadzony przez GPW SA; GPW ASO – alternatywny system obrotu prowadzony przez GPW SA; BS RR – rynek regulowany prowadzony przez BondSpot SA; BS ASO – alternatywny system obrotu prowadzony przez BondSpot SA.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: GPW SA (2014); Chonds (2014).

W większości przypadków cel emisji był określany bardzo ogólnie i dotyczył finansowania deficytu oraz spłaty wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu kredytów, pożyczek czy emisji papierów wartościowych. Niektóre samorządy wskazywały jednak bardziej precyzyjnie sposób wykorzystania środków pozyskanych z emisji obligacji. Przykładowo: gmina Konopiska oraz gmina Ustronie Morskie wyemitowały obligacje celem sfinansowania budowy obiektów sportowych, zaś fundusze pozyskane przez Poznań zostały przeznaczone na budowę i modernizację dróg, inwestycje oświatowe i z zakresu ochrony środowiska. Na odrębną uwagę zasługuje natomiast Rybnik, który wykorzystał obligacje jako finansowanie pomostowe w związku z realizacją inwestycji infrastrukturalnych (rozbudowa kanalizacji sanitarnej, budowa dróg). Oznacza to, że JST postrzegają Catalyst nie tylko jako sposób finansowania deficytu i refinansowania zadłużenia, lecz również jako alternatywne źródło pozyskania funduszy na inwestycje rozwojowe.

Analizując pozostałe parametry obligacji komunalnych warto zwrócić uwagę na oprocentowanie tych instrumentów oraz okres zapadalności. Wykluczając skarbowe papiery wartościowe, rozkład oprocentowania instrumentów dłużnych notowanych na Catalyst jest bardzo szeroki i kształtuje się od około 3% (Bank Gospodarstwa Krajowego SA) do 17% (East Pictures SA). Inwestycje w obligacje municypalne są uznawane za bezpieczne, porównywalne z obligacjami skarbowymi, w efekcie czego JST mogą oferować znacznie niższe oprocentowanie niż pozostałe podmioty na rynku Catalyst. W 2013 roku oprocentowanie instrumentów samorządowych kształtowało się na poziomie od 3,5% (Kraków) do 6,7% (Warszawa). Instrumenty dłużne wyemitowane przez Warszawę nie tylko charakteryzują się najwyższym kuponem, lecz są również jedynymi dotychczas obligacjami municypalnymi o stałym oprocentowaniu. Warto zauważyć, iż wszystkie analizowane emisje były niezabezpieczone.

Kolejnym parametrem odróżniającym obligacje municypalne od pozostałych dłużnych instrumentów notowanych na Catalyst jest okres zapadalności. Czas od momentu emisji do dnia wykupu wynosił na tym rynku w okresie badawczym średnio 4–6 lat. W przypadku JST okres ten wydłużył się do ponad 10 lat. Ponadto termin zapadalności emisji przeprowadzanych przez samorządy przed 2012 rokiem nie przekraczał 10 lat i wynosił średnio 3–8 lat. Począwszy od 2012 roku można zaobserwować wydłużenie średniego terminu wykupu obligacji komunalnych do 15 lat. Najdłuższy termin zapadalności mają obecnie obligacje miasta Siedlce wyemitowane w 2012 roku, które zostaną wykupione dopiero w 2034 roku.

Uwagi końcowe

Na polskim rynku kapitałowym zdecydowanie dominują udziałowe instrumenty finansowe, natomiast w zakresie papierów dłużnych walory emitowane przez Skarb Państwa. Zorganizowany system obrotu dłużnymi instrumentami finansowymi Catalyst powstał między innymi w celu wzmocnienia pozycji obligacji nieskarbowych, przekonania emitentów

do korzystania z emisji dłużnych instrumentów jako alternatywnego źródła finansowania działalności, jak również zachęcenia inwestorów do dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych poprzez nabywanie obligacji korporacyjnych i komunalnych. Jednak po czterech latach funkcjonowania tego rynku w jego strukturze wartościowej przeważają obligacje skarbowe, a najliczniejszą grupą emitentów są przedsiębiorstwa. Obligacje emitowane przez te podmioty generują także największe obroty. Jak wykazała powyższa analiza, JST coraz częściej korzystają z możliwości emisji obligacji komunalnych na Catalyst, pozyskując w ten sposób nie tylko środki na spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań, lecz również na finansowanie inwestycji rozwojowych. Obecność w notowaniach na publicznym, zorganizowanym rynku kapitałowym daje również dodatkowe korzyści emitentom (promocja JST, większa wiarygodność), a w efekcie ułatwia dalsze pozyskiwanie kapitału. Niektóre samorządy postrzegają Catalyst jako sposób na szerzenie idei społeczności lokalnej, dzięki możliwości nabycia przez mieszkańców obligacji danej JST i inwestowania w ten sposób w rozwój swojego regionu. Biorąc pod uwagę korzyści wynikające z wykorzystania obligacji jako źródła finansowania oraz pozytywne aspekty obecności na Catalyst, dziwić może niewielka liczba samorządów, które wybrały taki sposób pozyskania funduszy. Szczególnie, że, jak wykazano w niniejszym opracowaniu, struktura oraz zasady działania Catalyst są dopasowane do szerokiego grona emitentów i emisji o różnych parametrach.

Literatura

- BondSpot SA (2009), *Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu w brzmieniu przyjętym Uchwałą nr 103/09 Zarządu BondSpot SA z dnia 4 listopada 2009 roku zatwierdzonego uchwałą nr 27/O/09 Rady Nadzorczej BondSpot SA z dnia 5 listopada 2009 roku*, z późn. zm.
- BondSpot SA (2013a), *Regulamin obrotu regulowanego rynku pozagieldowego w brzmieniu przyjętym Uchwałą nr 22/13 Rady Nadzorczej z dnia 9 maja 2013 roku*, z późn. zm.
- BondSpot SA (2013b), *Najlepsze miejsce do obrotu obligacjami w Polsce*, Warszawa, s. 2.
- Cbonds (2014), www.cbonds.pl.
- FESE (2013), *European Securities Exchange Statistics*, December 2013, www.fese.eu.
- GPW SA (2006), *Regulamin Giełdy w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 roku*, z późn. zm., § 40.
- GPW SA (2007), *Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 147/2007 Zarządu Giełdy z dnia 1 marca 2007 roku*, z późn. zm.
- GPW SA (2009), *Biuletyn statystyczny Catalyst*, wrzesień, Warszawa, s. 3.
- GPW SA (2010), *Zasady działania Catalyst*, §4 Struktura Catalyst, Rozdział IX Autoryzacja dłużnych instrumentów finansowych przy Catalyst, § 10 Skierowanie do obrotu zorganizowanego.
- GPW SA (2014), www.gpwcatalyst.pl.
- Kozuń-Cieślak G. (2008), *Obligacje komunalne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 67.
- Kruczalak K. (1996), *Prawo handlowe*, Wydawnictwo Prawnicze PWN, Warszawa, s. 456.
- Mazurek J. (2013), *Obligacje korporacyjne na Catalyst. Przewodnik dla potencjalnych emitentów*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Warszawa, s. 12.
- Puzyrewicz T. (2011), *Przewodnik dla inwestorów. Obligacje na rynku Catalyst*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Warszawa, s. 8–9.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, DzU, nr 33, poz. 259 z późn. zm.

- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 17 grudnia 2010 r. w sprawie przypadków, w których nie stosuje się ograniczeń dotyczących zaciągania niektórych zobowiązań finansowych przez jednostki sektora finansów publicznych, z wyjątkiem Skarbu Państwa, DzU, nr 250, poz. 1678.
- Schweda M. (2010), *Catalyst jako zorganizowana platforma obrotu papierami dłużnymi w Polsce*, w: *Rynki Finansowe i Ubezpieczenia, Nowe perspektywy instytucji i instrumentów*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, J. Handschke, Zeszyty Naukowe, nr 143, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań, s. 158–159, 166.
- Uchwała RIO w Łodzi z dnia 16 kwietnia 2010 roku, 12/70/2010, OSS 2010, z. 2, poz. 42.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach, t.j. DzU 2001, nr 120, poz. 1300 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, t.j. DzU 2013, poz. 1382.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, t.j. DzU 2014, poz. 94.
- Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, DzU, nr 157, poz. 1240 z późn. zm.
- Wyrok NSA z 20 grudnia 2002 r., SA/KR 1508/02, OSS 2003, z. 4, poz. 111.

CATALYST AS A SOURCE OF FINANCING FOR LOCAL SELF-GOVERNMENT UNITS

Abstract: *Purpose* – The aim of this paper is to analyze and evaluate all issues of municipal bonds listed on the Catalyst market in 2009–2013.

Design/methodology/approach – This paper analyzes characteristics and performance of all municipal bonds introduced to trading on the various platforms of the Catalyst market since its inception (30 September 2009) to the end of 2013. Analyses are based on data derived from Catalyst statistical bulletins and documents of issuers available on the website: www.gpwcatalyst.pl. Data on individual bond issues were also obtained on the website: cbonds.pl.

Findings – There were only 23 local self-government units which decided to be quoted on the Catalyst market during analyzed period. Such a little interest of local governments may be surprising, especially considering the flexibility of bonds as a source of raising capital as well as benefits for issuers resulting from presence on public securities market operated by the Warsaw Stock Exchange together with BondSpot SA. The analyses also confirmed that Catalyst is available for a wide range of issuers as well as bonds issues of various parameters i.e. the value of several hundred thousand zlotys to several billion zlotys, maturity date from 2 to 22 years, fixed and floating coupon, etc.

Originality/value – The results of the authors researches covering all municipal bond issues listed on the Catalyst market from its inception to the end of 2013 were presented in this paper. These studies are therefore of great cognitive value in terms of participation of local self-government units in the organized debt instruments market.

Keywords: municipal bonds, Catalyst, capital market, local self-government

Cytowanie

- Mosionek-Schweda M., Panfil P. (2014), *Catalyst jako źródło finansowania działalności jednostek samorządu terytorialnego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 802, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 65, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 1–16; www.wneiz.pl/frfu.