

**Dorota A. Hałaburda**

Katedra Finansów i Rachunkowości  
Wyższa Szkoła Ekonomiczna w Białymstoku

## **Rynek obligacji Catalyst jako źródło pozyskiwania kapitału przez jednostki samorządu terytorialnego**

### **Wstęp**

Jednostki samorządu terytorialnego poszukują kapitałów głównie na realizację przedsięwzięć rozwojowych. W Polsce podstawową i tradycyjną formą finansowania zewnętrznego samorządu są kredyty bankowe. Jednak emisja obligacji komunalnych może być korzystniejszą formą finansowania ze względu na niższy koszt pozyskania kapitału, możliwość dopasowania spłat do sytuacji finansowej jednostki oraz wykup długu w dniu zapadalności.

Rynek obligacji komunalnych w Polsce stale się rozwija. Zwiększa się zarówno liczba emitentów, jak i wartość programów emisyjnych. Rynek Catalyst został utworzony w 2009 roku, w momencie ograniczenia akcji kredytowej przez banki w wyniku kryzysu finansowego i stał się atrakcyjnym miejscem pozyskiwania kapitału.

### **Cel i metody badań**

Celem artykułu jest analiza rynku obligacji Catalyst, który stwarza nowe warunki emisji i obrotu obligacjami, porównanie go z rynkami zagranicznymi oraz wykazanie atrakcyjności tej formy pozyskiwania kapitału przez jednostki samorządu terytorialnego.

Jednostki samorządu terytorialnego, decydując się na zaciągnięcie długu na rynku komercyjnym, mają do wyboru kredyt bankowy lub emisję papierów wartościowych. Głównym celem emitowania obligacji municypalnych przez samorząd terytorialny jest pozyskanie kapitału na zadania rozwojowe. Finansowa-

nie inwestycji lokalnych poprzez emisję obligacji może być tańszym od kredytu komercyjnego źródłem finansowania, dzięki dogodniejszym warunkom spłaty oraz niższym kosztom pozyskiwanych środków pieniężnych z uwagi na brak konieczności ponoszenia ryzyka kredytowego przez bank (w przypadku, gdy te papiery są sprzedawane inwestorom, a nie przetrzymywane w portfelach banków agentów emisji).

Obligacje komunalne są dłużnym instrumentem finansowym rynku kapitałowego i służą do pozyskania kapitału na średni bądź długi termin. Główną zaletą tej formy finansowania jest to, że w czasie trwania obligacji emitent opłaca na bieżąco odsetki, a kapitał podstawowy jest spłacany jednorazowo w momencie wykupu.

Obligacje są bardziej elastycznym źródłem finansowania niż kredyt. Standardem jest, że w przypadku emisji obligacji to jednostka samorządu terytorialnego ustala warunki spłaty. Oczywiście warunki te muszą być zgodne ze standardami rynkowymi, ale mimo to pozostają bardziej elastyczne niż w przypadku kredytu ograniczonego sztywnymi ramami umów bankowych. Elastyczność obligacji przejawia się przede wszystkim w swobodzie ustalenia terminu emisji, jak również w możliwości dopasowania terminów wykupu do możliwości budżetu [Guziejewska 2008, s. 142].

Rynek instrumentów dłużnych Catalyst istnieje już pięć lat i jest alternatywnym do rynku akcji źródłem pozyskiwania kapitału. W porównaniu do rynku akcji inwestycje na tym rynku charakteryzują się niższym ryzykiem.

W opracowaniu przeprowadzono kwerendę literatury i szczegółową analizę obowiązujących przepisów prawnych dotyczących emisji obligacji oraz obrotu papierami wartościowymi. W opracowaniu wykorzystano informacje z raportów rocznych dotyczących rynku Catalyst w latach 2009–2013, raportów Catalyst – podsumowanie i perspektywy rozwoju, statystyk giełdowych oraz informacji emitentów, przytaczane dane zaprezentowano zaś w formie tabel i rysunków.

## **Charakterystyka obligacji komunalnych**

Podstawą prawną emisji obligacji komunalnych w Polsce jest ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach [Dz.U. nr 83, poz. 420]. Zgodnie z art. 4 ustawy, obligacja to papier wartościowy emitowany w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Świadczenie to może mieć charakter pieniężny lub niepieniężny. Proces emisji obligacji komunalnych zależy od trybu emisji, jaki wybrała jednostka samorządu terytorialnego. Zgodnie z art. 9 ustawy o obligacjach emisja obligacji może nastąpić przez [Dz.U. nr 83, poz. 420]:

- publiczne proponowanie nabycia, do której stosuje się ustawę z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych [Dz.U. nr 184, poz. 1539],
- publiczne proponowanie nabycia, do której nie stosuje się przepisów ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu,
- proponowanie nabycia obligacji w inny sposób niż określony w pkt. 1 i 2.

Obligacje komunalne emitowane są zazwyczaj w ramach programu emisji. Parametry takiej emisji określa umowa programowa zawierana między agentem emisji oraz emitentem. Komunalne papiery wartościowe emitowane są przede wszystkim w oddzielnych, wcześniej określonych transzach. Samorządowe papiery wartościowe emitowane w Polsce są to papiery typu kuponowego. Inwestor posiadający papier typu kuponowego w trakcie posiadania papieru otrzymuje odsetki w umownych terminach, w dniu wykupu otrzymuje natomiast wartość nominalną oraz kupon odsetkowy.

Ustawa o obligacjach zawiera zapis określający, że dokument obligacji musi określać cel jej wyemitowania, dlatego jednostki samorządu terytorialnego określają cel lub cele, na które zostaną przeznaczone środki uzyskane z emisji [Dz.U. nr 83, poz. 420]. Ostatnia nowelizacja ustawy o obligacjach uchyliła ten zapis w stosunku do wszystkich innych podmiotów emitujących obligacje, które muszą przeznaczyć środki z emisji na konkretny cel, tylko jeśli go określiły, ale obowiązek określenia celu nie jest już warunkiem koniecznym emisji.

Obligacje służą pozyskiwaniu środków finansowych, których zwrot może nastąpić w długim okresie. Samorząd jako emitent jest podmiotem dającym nabywcom obligacji dużą pewność zwrotu pieniędzy.

Obligacje zaliczane są do papierów wartościowych o stałym dochodzie (nawet gdy są o zmiennym oprocentowaniu), gdyż zapewniają obligatariuszowi przyrzeczony dochód – inaczej niż akcje, bowiem dywidenda nie zawsze musi być wypłacana. Artykuł 8 ustawy o obligacjach określa, że emitent obligacji zwykłych odpowiada całym swoim majątkiem za zobowiązania wynikające z obligacji [Dz.U. nr 120, poz. 1300].

Obligacje komunalne można klasyfikować według różnych kryteriów. Głównym kryterium podziału jest źródło pochodzenia dochodów służących spłacie zobowiązań powstałych na skutek emisji papierów dłużnych. Ze względu na to kryterium obligacje dzielimy na ogólne i przychodowe. W obligacjach ogólnych zobowiązania z nich wynikające mogą być spłacane z każdego uzyskanego dochodu przez emitenta [Kozuń-Cieślak 2008, s. 57]. Obligacje przychodowe są emitowane w celu sfinansowania projektów inwestycyjnych lub przedsięwzięć, z których dochody mają stanowić źródło spłaty tych emisji.

Miejsce emisji obligacji komunalnych pozwala z kolei wyróżnić obligacje krajowe i zagraniczne. Pierwsze, emitowane w kraju emitenta, wystawiane są w walucie krajowej i przeznaczone dla nabywców krajowych. Obligacje zagraniczne, określane także jako zewnętrzne ze względu na emisję poza granicami kraju emitenta, wystawiane są w walucie obcej z nastawieniem na nabywców zagranicznych [Jastrzębska 2012, s. 227].

W gospodarce samorządu terytorialnego obligacje mogą spełniać następujące funkcje [Al.-Kaber 2008, s.156]:

- 1) kredytową – emitent obligacji dzięki emisji pozyskuje od nabywcy określoną sumę pieniędzy na określony czas,
- 2) lokacyjną – z punktu widzenia nabywców obligacji komunalnych stanowią one alternatywną, w stosunku do innych form inwestowania, metodę lokowania środków pieniężnych,
- 3) obiegową – polega na możliwości dokonywania obrotu wtórnego tymi papierami wartościowymi, czyli przenoszenia praw inkorporowanych do obligacji przez jej właściciela na inną osobę,
- 4) promocyjną – wynika z popularyzacji wspólnoty samorządowej – emitenta i kształtowania jej wizerunku jako podmiotu innowacyjnego i aktywnie zarządzającego, co służyć może m.in. przyciąganiu zewnętrznego kapitału prywatnego.

Zgodnie z ustawą z dnia 27 sierpnia 2009 roku o finansach publicznych [Dz.U. nr 157, poz. 1240 i 1241], jednostka samorządu terytorialnego może emitować papiery wartościowe na:

- pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu,
- finansowanie planowanego deficytu,
- spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów.

Głównymi przesłankami, które przemawiają za emisją obligacji przez samorządy terytorialne są [www.gpwcatalyst.pl, data dostępu: 10.10.2014]:

- 1) możliwość pozyskania funduszy na inwestycje, które w całości nie mogą być sfinansowane ze środków budżetowych czy UE (środki z emisji obligacji mogą być także przeznaczone na zrównoważenie budżetu),
- 2) możliwość samodzielnego ustalania terminów i warunków wykupu obligacji oraz wysokości oprocentowania,
- 3) niższe, w porównaniu z kredytem bankowym, koszty pozyskania środków i obsługi zadłużenia wynikającego z emisji obligacji: jednostki samorządu terytorialnego, jako jeden z najbezpieczniejszych po Skarbie Państwa, emitentów może zaoferować nabywcom swoich papierów wartościowych stosunkowo niskie oprocentowanie, wykorzystując przy tym możliwość „dołączenia” do obligacji tzw. świadczeń dodatkowych (np. ulgi w opłatach lokalnych),

- ponadto koszt korzystania z usług biura maklerskiego może być znacznie niższy niż łączny koszt korzystania z usług banku jako kredytodawcy,
- 4) możliwość wprowadzenia do obligacji opcji wcześniejszego wykupu, co zabezpiecza emitenta przed niekorzystną zmianą stóp procentowych,
  - 5) możliwość wyboru potencjalnego kręgu nabywców obligacji, co może wpłynąć na pozyskanie nowych inwestycji prywatnych na terenie jednostki samorządu terytorialnego,
  - 6) akceptacja rynku – obligacje komunalne nabywane są przez wszystkie grupy inwestorów, gdyż stanowią najbezpieczniejszą formę udzielenia pożyczki,
  - 7) obligacje komunalne są powszechnie uważane za najbardziej sprawiedliwy sposób finansowania inwestycji, gdyż nabywcami publicznych emisji obligacji są z reguły sami mieszkańcy, którzy w przyszłości będą z tych inwestycji korzystać,
  - 8) w przeciwieństwie do kredytu bankowego brak konieczności zabezpieczania emisji obligacji np. przez wniesienie zapisu do hipoteki.

Ze względu na projekty inwestycyjne realizowane w ramach programów Unii Europejskiej, w których wymagany jest wkład własny, wzrasta zapotrzebowanie na kapitały przez jednostki samorządu terytorialnego. Jednostki samorządu terytorialnego poszukują więc alternatywnych źródeł finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych. Obligacje komunalne mogą być korzystnym instrumentem finansowania tych projektów inwestycyjnych, gdyż możliwa jest powtarzalność emisji i zmiana warunków emisji (np. konwersja jednej lub kilku emisji na nowe zobowiązanie). Jest więc to bardzo elastyczny instrument finansowania, ponieważ wartość emisji można dopasować do aktualnych potrzeb inwestycyjnych, a spłaty odsetek do przyszłych dochodów jednostki samorządowej. Spłaty odsetek mogą następować w okresach kwartalnych, półrocznych lub rocznych, natomiast kapitał jest spłacany w dniu zapadalności. Jednostka samorządu terytorialnego może pozyskać środki na dłuższy okres i ma do dyspozycji kapitał przez cały ten czas [Guziejewska 2008, s. 142–144].

Większość emitowanych w Polsce obligacji komunalnych jest przejmowana przez banki, które są jednocześnie agentami emisji i gwarantem jej powodzenia [Misterec 2008, s. 109]. Obligacje objęte przez bank pozostają poza obrotem do dnia ich umorzenia. Rozwiązanie takie jest niekorzystne dla inwestorów i utrudnia ich nabycie, mimo że istnieje duży popyt na instrumenty dłużne jednostek samorządu terytorialnego, ze względu na ich wysoką rentowność oraz ograniczone ryzyko.

Koszty emisji obligacji to spłata odsetek najczęściej oparta na stawce WIBOR trzymiesięcznej, półrocznej lub rocznej, prowizja pobierana przez bank oraz koszty związane z przygotowaniem i prowadzeniem emisji [Borowski 2013, s. 330]. Porównując koszt obsługi kredytu i emisji obligacji trzeba

pamiętać, że w przypadku obligacji odsetki płacone są zwykle raz do roku, co powoduje, że dla takiego samego oprocentowania nominalnego, efektywne koszty obsługi obligacji będą mniejsze niż w przypadku kredytu z odsetkami płaconymi np. co miesiąc lub co kwartał. Wynika to z uwzględnienia wartości pieniądza w czasie. Poza tym generalną prawidłowością jest również to, że nominalne oprocentowanie obligacji zwykle jest mniejsze lub porównywalne do oprocentowania kredytu komercyjnego.

## **Rynek Catalyst – system obrotu i autoryzacji instrumentów dłużnych**

Rynek Catalyst to system obrotu i autoryzacji instrumentów dłużnych, obejmujący zarówno rynki regulowane, jak i alternatywne systemy obrotu. Został stworzony dla emisji o różnych wielkościach i różnej charakterystyce, pozwala plasować emisje na rynku regulowanym i alternatywnym, w obszarze handlu detalicznego i hurtowego. Catalyst obejmuje dwa segmenty – handlu detalicznego oraz handlu hurtowego. Segment handlu detalicznego prowadzony jest przez GPW, natomiast segment handlu hurtowego prowadzi spółka BondSpot (dawniej MTS – CeTO S.A.). W ramach obu segmentów funkcjonuje rynek regulowany oraz alternatywny system obrotu (ASO). Z punktu widzenia emitenta różnice między segmentami Catalyst sprowadzają się przede wszystkim do różnic dotyczących kryteriów dopuszczenia (wprowadzenia) oraz zakresu obowiązków informacyjnych. Catalyst działa na zasadzie jednego „punktu dostępu”, co oznacza, że złożenie przez emitenta stosownego wniosku do GPW umożliwia wprowadzenie emisji na rynki prowadzone przez BondSpot i odwrotnie [www.gpw-catalyst.pl, data dostępu: 10.10.2014].

Taka architektura rynku Catalyst ma na celu z jednej strony umożliwienie zawierania transakcji inwestorom indywidualnym i instytucjonalnym, z drugiej zaś danie emitentom możliwości wprowadzenia do obrotu instrumentów dłużnych o różnej wartości [Prewysz-Kwinto 2012, s. 700].

Segmentem operacyjnym rynku kapitałowego jest rynek wtórny, który pełni istotne funkcje w gospodarce, ułatwiając mobilizację kapitału w drodze emisji różnego rodzaju papierów wartościowych, jego transformację, wynikającą z szerokiego wachlarza możliwości inwestycyjnych oraz jego ocenę, która kształtuje się w wyniku dokonywania operacji giełdowych. Powszechnie uznaje się, że rynek wtórny jest sprawniejszy, jeżeli jest bardziej przejrzysty i płynny. Przejrzystość postrzega się jako łatwość dostępu do niezbędnych inwestorowi informacji o występujących na rynku walorach oraz ich emitentach [Włodarek 2012, s. 50].

Wprowadzenie emisji na rynek Catalyst wymaga złożenia wniosku o wprowadzenie instrumentów finansowych do obrotu oraz złożenie odpowiedniego dokumentu rejestrowego jak [[www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl), data dostępu: 10.10.2014]:

- dokument informacyjny przy wprowadzaniu emisji obligacji prywatnych na rynek alternatywny GPW i/lub BondSpot,
- nota informacyjna przy instrumentach finansowych danego emitenta, które są przedmiotem notowania na rynku regulowanym lub alternatywnym,
- prospekt emisyjny lub memorandum informacyjne przy wprowadzaniu emisji publicznych oraz instrumentów finansowych na rynek regulowany.

Emitenci mają też możliwość uzyskania autoryzacji emisji instrumentów finansowych. W wyniku autoryzacji dana seria obligacji, która nie musi posiadać formy zdematerializowanej, jest rejestrowana w publicznie dostępnym systemie Catalyst i jest dowodem spełnienia przez emitenta wymogów regulaminowych związanych z obowiązkami informacyjnymi. Procedura ta znacznie zwiększa transparentność emitenta [Prewysz-Kwinto 2012, s. 703].

Ponadto na rynku Catalyst działają animatorzy rynku, którzy mają za zadanie wspomaganie płynności obrotu instrumentami finansowymi danego emitenta, głównie poprzez zapewnienie wyznaczenia kursu instrumentu finansowego i stwarzanie możliwości zamknięcia pozycji przez inwestora w dowolnym momencie notowań.

Uchwałą nr 414/2009 Zarząd Giełdy wprowadził rekomendowany standard obligacji samorządowych i korporacyjnych na Catalyst. Określa on, że [[www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl), data dostępu: 10.10.2014]:

- wartość nominalna obligacji powinna wynosić 100 zł lub 1000 zł,
- obligacje powinny być oprocentowane według stałej stopy procentowej lub zmiennej, określonej jako stawka bazowa plus marża,
- w przypadku oprocentowania zmiennego, stawką bazową powinien być WIBOR 3M, WIBOR 6M albo WIBOR 12M, o okresie odpowiadającym okresowi odsetkowemu,
- data ustalenia stopy bazowej powinna przypadać przynajmniej na trzy dni robocze przed pierwszym dniem okresu odsetkowego, w którym obowiązywać ma stopa procentowa danego kuponu odsetkowego.

Rynek Catalyst powstał we wrześniu 2009 roku, a więc w czasie zawirowań na światowych rynkach finansowych. Banki zastrzyły wówczas wymagania dotyczące udzielania kredytów, pozyskiwanie ich było więc coraz trudniejsze. W wyniku tego przedsięwzięcia i jednostki samorządu terytorialnego poszukiwały innych dostępnych źródeł finansowania. Utworzenie rynku Catalyst nastąpiło więc w odpowiednim momencie, gdyż umożliwiło tym jednostkom pozyskiwanie kapitałów poprzez emisję obligacji. Ponadto otworzyło inwestorom in-

dywidualnym dostęp do inwestowania w inne niż skarbowe instrumenty dłużne, a tym samym zróżnicowanie portfela inwestycyjnego [Wypych 2013, s. 507].

Typową emisją obligacji komunalnych wprowadzanych na Catalyst jest emisja obligacji na okaziciela, niezabezpieczonych, o oprocentowaniu stałym lub zmiennym opartym na stawce WIBOR, bez powiązanych świadczeń niepieniężnych [www.gpwcatalyst.pl, data dostępu: 10.10.2014].

Obligacje są papierami wartościowymi emitowanymi w seriach, przy czym każda seria obejmuje papiery wartościowe dające takie same prawa, a zatem między innymi mające taki sam termin wykupu i wysokość oprocentowania. Każda seria obligacji ma nadany odrębny kod przez KDPW i jest odrębnie notowana na rynku Catalyst [www.gpwcatalyst.pl, data dostępu: 10.10.2014]. Z każdą serią wprowadzaną do obrotu wiążą się także opłaty. Dlatego emitenci planujący wprowadzenie obligacji na rynek Catalyst powinni starać się dzielić emisję na jak najmniejszą liczbę serii.

Należy podkreślić, że wprowadzenie emisji na rynek Catalyst może być atrakcyjną formą pozyskania kapitału przez jednostki samorządu terytorialnego. Notowanie obligacji komunalnych na rynku Catalyst pozwala stworzyć wizerunek jednostki samorządu terytorialnego (emitenta) jako podmiotu korzystającego z innowacyjnych instrumentów finansowych. Obecność rynku Catalyst w publicznym obszarze zainteresowania powoduje, że notowanie na nim obligacji postrzegane jest jako forma promocji emitenta. Jednocześnie umożliwia przejrzystą wycenę i możliwość stworzenia jednego, spójnego źródła informacji o jednostkach samorządu terytorialnego – uczestnikach rynku Catalyst oraz ich emisjach. Może więc stanowić ważny element strategii promocyjnej samorządu [Włodarek 2012, s. 51].

O atrakcyjności rynku Catalyst z punktu widzenia inwestora przesądza nie tylko aspekt mniejszego ryzyka niż w przypadku rynku akcji, ale również duża różnorodność notowanych na nim instrumentów [Wypych 2013, s. 507].

## **Analiza rynku Catalyst**

O atrakcyjności rynku kapitałowego dla emitentów świadczą dane dotyczące liczby emitentów i notowanych instrumentów oraz wartość emisji. Natomiast na zainteresowanie rynkiem inwestorów wskazuje liczba zawartych transakcji i wartość obrotów [Wypych 2013, s. 508–509]. Rynek Catalyst od momentu powstania w 2009 roku rozwija się dynamicznie. Wzrastają zarówno wartość obrotów, jak i liczba emitentów. W 2009 roku wartość obrotów sesyjnych wynosiła 169 mln zł, w 2011 roku już 1,2 mld zł, a 2013 roku ponad 2,7 mld zł, co świadczy o tym, że rynek ten jest coraz atrakcyjniejszym miejscem pozyskiwania kapita-



łu przez emitentów (tab. 1). Wskazuje na to również wzrost liczby debiutów – w 2009 roku było ich 35, a w 2013 roku już 196. Zauważalny jest również wzrost liczby zawartych transakcji sesyjnych. W 2009 roku zawarto 318 transakcji sesyjnych, a w 2013 roku 60 101. (tab. 1) Świadczy to o wzroście zainteresowania rynkiem Catalyst przez inwestorów indywidualnych. W 2013 roku przeprowadzono 395 transakcji pakietowych, co świadczy o wzroście zainteresowania rynkiem inwestorów instytucjonalnych w porównaniu z 2012 rokiem.

**Tabela 1**  
Rynek Catalyst w latach 2009–2013

Wyszczególnienie	Lata				
	2009	2010	2011	2012	2013
Wartość obrotów sesyjnych [mln zł]	170	751	1 214	1 666	2 757
Liczba transakcji sesyjnych	318	4 300	29 978	42 323	60 101
Wartość obrotów w transakcjach pakietowych [mln zł]	4 979	255	1 280	1 356	1 574
Liczba transakcji pakietowych	73	43	215	213	395
Liczba emitentów w tym notowanych w tym autoryzowanych	–	–	106 100 7	163 156 8	182 176 7
Liczba serii w tym notowane w tym autoryzowane	47 35 12	109 97 12	268 246 22	384 361 23	476 442 24
Wartość emisji [mln zł] w tym notowane w tym autoryzowane	10 691 10 649 42	21 553 21 508 45	53 1652 53 1588 64	5 673 65 567 299 66	619 219 619 149 70
Liczba debiutów	35	69	146	173	196
Liczba sesji	64	253	251	249	247

Źródło: Opracowanie własne na podstawie rocznych raportów rynku Catalyst w latach 2009–2013, [http://www.gpwcatalyst.pl/statystyki\\_roczne](http://www.gpwcatalyst.pl/statystyki_roczne) (data dostępu: 10.10.2014).

W latach 2009–2013 stale rosła wartość emitowanych obligacji korporacyjnych. W 2009 roku było to ok. 10 mld zł, w 2010 roku – 19 mld zł, w 2011 roku – 37,1 mld zł, 2012 roku – 49,2 mld zł, a w 2013 roku – 55,6 mld zł (tab. 2) Ponad 90% wartości całego rynku stanowiły obligacje korporacyjne. Ponadto zauważalny jest również wzrost wartości emisji obligacji komunalnych – w 2009 roku było to 903 mln zł, a w 2013 roku już 3 mld zł, przy czym rynek obligacji komunalnych charakteryzuje się mniejszą płynnością (tab. 2) Płynność rynku to możliwość dokonania w każdym momencie transakcji kupna-sprzedaży aktywów finansowych, która zależy bezpośrednio od wielkości popytu i podaży na danym rynku [Flejterski, Świecka 2007, s. 315].

Spadek oprocentowania bankowych lokat sprawia, że emitowane przez samorządy papiery dłużne są jednym ze sposobów na osiągnięcie wyższego zysku przy zachowaniu ryzyka na wciąż niskim poziomie (jednostki samorządu terytorialnego nie mogą ogłaszać upadłości). Obligacje komunalne mogą więc być korzystniejszą inwestycją niż obligacje korporacyjne dla inwestorów indywidualnych. Jednak ich potencjał nie jest w pełni wykorzystywany po pierwsze ze względu na politykę w zakresie plasowania emisji obligacji gminnych, po drugie ze względu na wysokie ceny obligacji na rynku wtórnym.

Rynek Catalyst charakteryzował się stałym wzrostem wartości obrotu transakcji sesyjnych obligacji korporacyjnych (wyjątkiem był 2011 r.) i transakcji pakietowych, gdzie załamanie nastąpiło w 2010 roku, kiedy to dokonano tylko 33 transakcji wartości 123 mln zł (tab. 2). Ponadto do 2012 roku wartość transakcji pakietowych obligacji korporacyjnych była wyższa niż wartość transakcji sesyjnych. Tendencja ta odwróciła się w 2013 roku, gdzie wartość obrotów transakcji sesyjnych wynosiła 2198 mln zł, a transakcji pakietowych 1547 mln zł. Można to interpretować jako wzrost zainteresowania inwestorów indywidualnych. W latach 2009–2013 zauważalny jest spadek wartości obrotów sesyjnych obligacjami komunalnymi – w 2010 roku wartość obrotów sesyjnych obligacjami municypalnymi wynosiła 124,21 mln zł, a w 2013 roku 7,2 mln zł (tab. 2). Natomiast wartość obrotów pakietowych 2009 roku wynosiła 14 mln zł, znacznie wzrosła w 2010 roku – do 96 mln zł. Później nastąpił spadek – w 2012 roku było to tylko 1,59 mln zł, a w 2012 roku nie przeprowadzono żadnych transakcji (tab. 2). Do 2012 roku obligacje komunalne w przeciwieństwie do korporacyjnych były bardziej atrakcyjnym instrumentem dla inwestorów indywidualnych niż instytucjonalnych. Tendencja ta zmieniła się w 2013 roku, kiedy to po raz pierwszy wartość obrotów transakcji sesyjnych była wyższa niż transakcji pakietowych, co wskazuje na wzrost zainteresowania inwestorów instytucjonalnych.

Oprocentowanie papierów dłużnych miast i gmin notowanych na rynku Catalyst ustalane jest najczęściej na podstawie sześciomiesięcznej stawki WIBOR powiększonej o marżę. Wyjątkiem są stałokuponowe obligacje Warszawy oraz papiery wyemitowane przez gminę Ustronie Morskie, których oprocentowanie opiera się na stopie WIBOR 3M [[www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl), data dostępu: 10.10.2014].

W 2013 roku na rynku Catalyst, wliczając w to obligacje Skarbu Państwa, notowanych było 443 serii papierów wartościowych wyemitowanych przez 182 emitentów. Wartość całego rynku Catalyst na koniec września 2013 roku wyniosła niemal 624,3 mld zł. Bez emisji Skarbu Państwa na rynku znajdowało się 407 emisji o wartości ponad 59 mld zł. Ponadto 22 emisje zrealizowane przez 7 obecnych na rynku podmiotów uzyskały status instrumentów autoryzowanych,

**Tabela 2**  
Rynek Catalyst w podziale na instrumenty w latach 2009–2013

2009						
Rodzaj instrumentu	Transakcje sesyjne		Transakcje pakietowe		Liczba serii	Wartość emisji [mln zł]
	wartość obrotów [mln zł]	liczba transakcji	wartość obrotów [mln zł]	liczba transakcji		
Korporacyjne	107,29	137	4 964,79	72	26	9 719
w tym:						
obligacje	107,25	132	4 964,79	72	10	6 810
listy zastawne	0,04	5	–	–	16	2 900
Obligacje komunalne	62,68	181	14	1	9	930
2010						
Rodzaj instrumentu	Transakcje sesyjne		Transakcje pakietowe		Liczba serii	Wartość emisji [mln zł]
	wartość obrotów [mln zł]	liczba transakcji	wartość obrotów [mln zł]	liczba transakcji		
Korporacyjne	626,85	3 679	185,59	34	70	19 755
w tym:						
obligacje	587,54	3 661	123,13	33	53	17 345
listy zastawne	39,30	18	60,47	1	17	2 410
Obligacje komunalne	124,21	621	69,60	9	27	1 753
2011						
Rodzaj instrumentu	Transakcje sesyjne		Transakcje pakietowe		Liczba serii	Wartość emisji [mln zł]
	Wartość obrotów [mln zł]	Liczba transakcji	Wartość obrotów [mln zł]	Liczba transakcji		
Korporacyjne	444,72	13 281	1 234,34	174	184	37 749
w tym:						
obligacje	421,16	13 261	1 234,34	174	164	34 899
listy zastawne	23,56	20	–	–	20	2 850
Obligacje komunalne	41,76	432	1,59	2	24	2 222
2012						
Rodzaj instrumentu	Transakcje sesyjne		Transakcje pakietowe		Liczba serii	Wartość emisji [mln zł]
	wartość obrotów [mln zł]	liczba transakcji	wartość obrotów [mln zł]	liczba transakcji		
Korporacyjne	1 115,71	29 886	1 347,44	192	294	49 951
w tym:						
obligacje	967,53	29 870	1 247,27	186	270	46 870
listy zastawne	148,18	16	100,17	6	24	3 081
Obligacje komunalne	10,83	279	–	0	31	2 374
2013						
Rodzaj instrumentu	Transakcje sesyjne		Transakcje pakietowe		Liczba serii	Wartość emisji [mln zł]
	Wartość obrotów [mln zł]	Liczba transakcji	Wartość obrotów [mln zł]	Liczba transakcji		
Korporacyjne	2 198,66	5 1643	1 547,20	370	351	55 820
w tym:						
obligacje	2 086,93	5 1590	881,47	330	325	52 586
listy zastawne	111,73	53	665,73	40	26	3 234
Obligacje komunalne	7,23	169	12,33	13	57	3 088

Źródło: Opracowanie własne na podstawie rocznych raportów rynku Catalyst w latach 2009–2013, [http://www.gpwcatalyst.pl/statystyki\\_roczne](http://www.gpwcatalyst.pl/statystyki_roczne) (data dostępu: 10.10.2014).

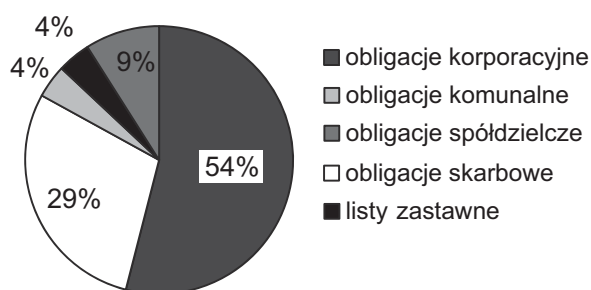
a więc takich, które nie są notowane, ale których emitenci muszą wypełniać określone obowiązki informacyjne [www.gpwcatalyst.pl, data dostępu: 10.10.2014].

Wartość obrotów sesyjnych w ciągu 4 lat istnienia Catalyst wyniosła prawie 5,9 mld zł, a w okresie ostatnich 12 miesięcy – 2,5 mld zł. Pomimo iż 89% wartości rynku Catalyst stanowią obligacje skarbowe, to jednak największe obroty generowały obligacje korporacyjne: 54% całkowitego obrotu (rys. 1). Łączna wartość ich obrotów do września 2013 roku wyniosła ponad 3,19 mld zł, co oznacza ponad dwukrotny wzrost w porównaniu z końcem września 2012 roku. Obligacje skarbowe stanowiły 29% obrotu, a łączna wartość obrotów wyniosła 1,72 mld zł. Stosunkowo duży udział w obrotach, na poziomie 9%, miały obligacje emitowane przez banki spółdzielcze – obrót nimi wyniósł 0,5 mld zł.

Łączna wartość obrotów w ramach transakcji pakietowych na koniec września 2013 roku wyniosła ponad 9,3 mld zł (rys. 2). W obrotach pakietowych zdecydowanie dominowały obligacje korporacyjne, stanowiąc 88% obrotu. Obroty pakietowe były też w 9% generowane przez listy zastawne, którymi handel do września 2012 roku wynosił blisko 60,5 mln zł, a do września 2013 roku – 826,4 mln zł. Pozostałe rodzaje instrumentów dłużnych generowały po 1% obrotów pakietowych.

Dalszy rozwój rynku Catalyst wymaga poprawy jego płynności. Stanie się on wtedy atrakcyjniejszym źródłem pozyskiwania kapitału dla przedsiębiorstw i instrumentem finansowania dla inwestorów.

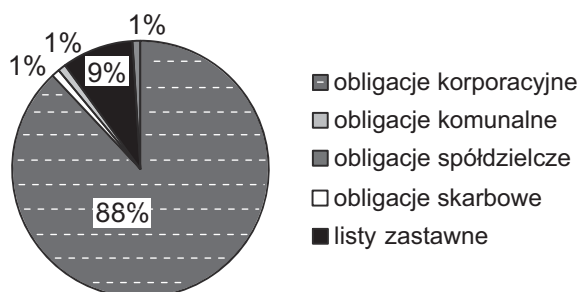
W latach 2009–2013 systematycznie zwiększała się ilość emitentów na rynku Catalyst. Najbardziej aktywnymi podmiotami wprowadzającymi instrumenty na rynek Catalyst byli emitenci obligacji korporacyjnych, których było 163, co



**Rysunek 1**

Struktura wartości obrotów sesyjnych obligacjami notowanymi na rynku Catalyst według rodzajów instrumentów (stan na dzień 30.09.2013)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Raport Catalyst – podsumowanie i perspektywy rozwoju 2013, Grant Horton, [http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy\\_do\\_pobraenia/Raport\\_CATALYST\\_12\\_2013.pdf](http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy_do_pobraenia/Raport_CATALYST_12_2013.pdf) (data dostępu: 11.10.2014).

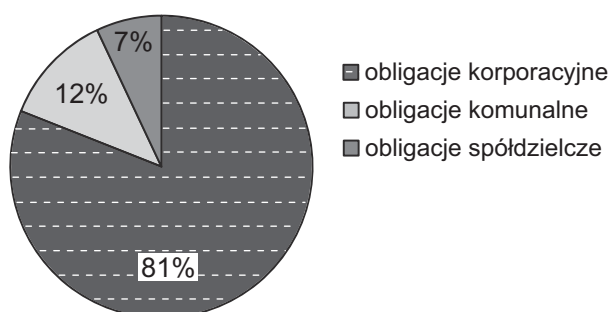


**Rysunek 2**

Struktura wartości obrotów pakietowych obligacjami notowanymi na rynku Catalyst według rodzaju instrumentu (stan na dzień 30.09.2013)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Raport Catalyst – podsumowanie i perspektywy rozwoju 2013, Grant Thornton, [http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy\\_do\\_pobrania/Raport\\_CATALYST\\_12\\_2013.pdf](http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy_do_pobrania/Raport_CATALYST_12_2013.pdf) (data dostępu: 11.10.2014).

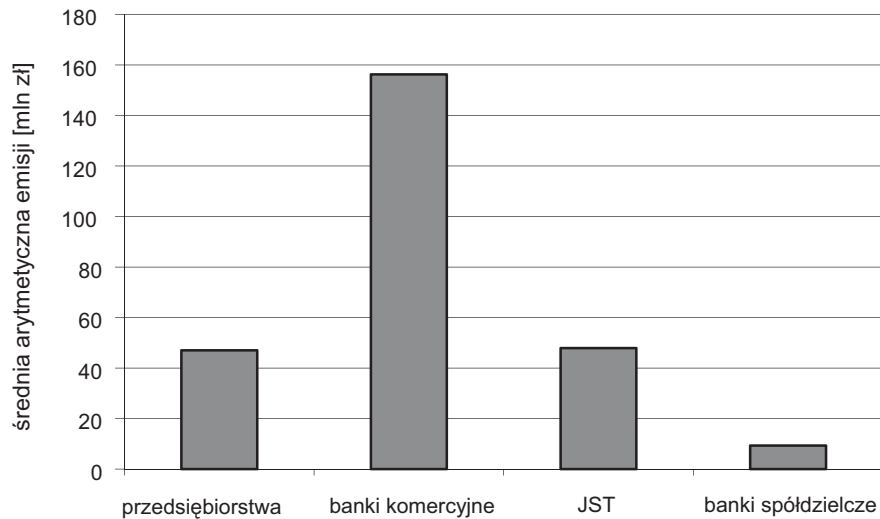
stanowiło 81% wszystkich emitentów (rys. 3). Emitenci obligacji komunalnych i spółdzielczych korzystali w znacznie mniejszym stopniu z finansowania poprzez emisję obligacji. Emitenci obligacji komunalnych stanowili 12% wszystkich emitentów. Od 2009 roku na rynek weszło 21 emitentów – jednostek samorządu terytorialnego, w tym w 2013 roku 7 nowych samorządów. Ponadto notowanych było 21 banków spółdzielczych [www.gpwcatalyst.pl, data dostępu: 10.10.2014].



**Rysunek 3**

Struktura emisji obligacji na rynku Catalyst w ujęciu ilościowym (stan na dzień 30.09.2013)

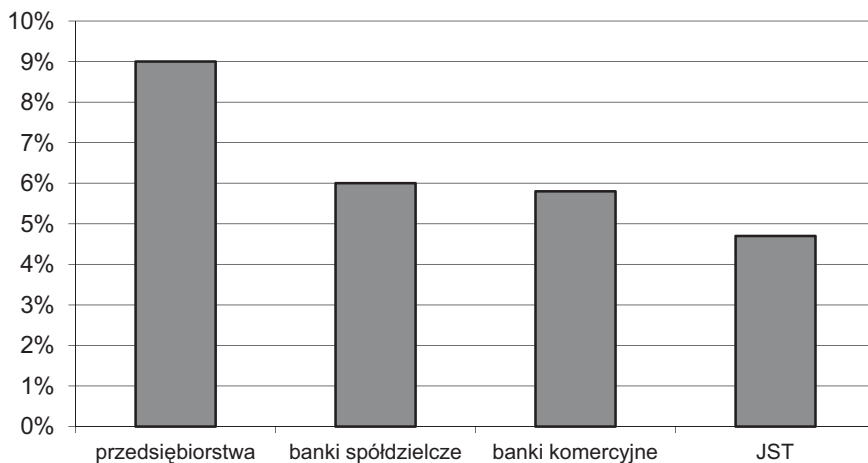
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Raport Catalyst – podsumowanie i perspektywy rozwoju 2013, Grant Horton, [http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy\\_do\\_pobrania/Raport\\_CATALYST\\_12\\_2013.pdf](http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy_do_pobrania/Raport_CATALYST_12_2013.pdf) (data dostępu: 11.10.2014).



**Rysunek 4**

Średnia wartość emisji obligacji na rynku Catalyst według typów emitentów (stan na dzień 30.09.2013)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Raport Catalyst – podsumowanie i perspektywy rozwoju 2013, Grant Horton, [http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy\\_do\\_pobrania/Raport\\_CATALYST\\_12\\_2013.pdf](http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy_do_pobrania/Raport_CATALYST_12_2013.pdf) (data dostępu: 11.10.2014).



**Rysunek 5**

Średnie oprocentowanie obligacji ze względu na typ emitenta (stan na 30.09.2013) [%]

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Raport Catalyst – podsumowanie i perspektywy rozwoju 2013, Grant Thorton, [http://www.gpwcatalyst.pl/materialy\\_informacyjne](http://www.gpwcatalyst.pl/materialy_informacyjne) (data dostępu: 11.10.2014).

W latach 2009–2013 na rynek Catalyst wprowadzano emisje obligacji o różnej wartości. Z uwagi na skalę prowadzonej działalności średnio największe emisje przeprowadzały banki komercyjne – średnio 155,3 mln zł w przeliczeniu na jedną emisję, co oznacza wzrost średniej wartości o 22,1% od października 2012 roku (rys. 4). Przeciętna oferta przeprowadzona przez przedsiębiorstwa wyniosła blisko 47 mln zł (wzrost o 3 mln zł w porównaniu do ubiegłego roku), o niecały milion mniej niż przeciętna emisja jednostek samorządu terytorialnego – 47,9 mln zł. Z 35 serii wyemitowanych przez banki spółdzielcze średnia wartość emisji wyniosła 9,3 mln zł (3 mln zł mniej niż we wrześniu 2012 r.).

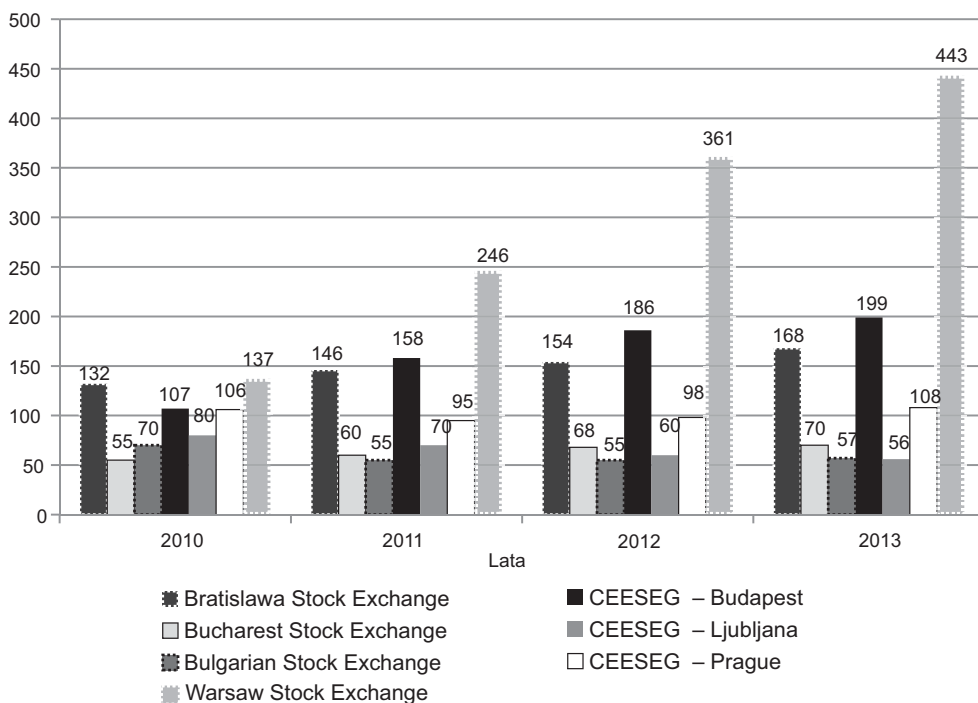
Oprocentowanie obligacji na rynku Catalyst jest zróżnicowane. Od początku działalności rynku Catalyst średnio najniższe oprocentowanie obligacji oferowane było przez jednostki samorządu terytorialnego i wynosiło 4,7% (rys. 5). Inwestycje w obligacje samorządów są uznawane za bezpieczne, porównywalne z obligacjami Skarbu Państwa, stąd mogą one zadłużać się po znacznie niższym koszcie niż pozostałe podmioty na rynku Catalyst. Ponadto samorzady nie podlegają procedurze upadłościowej. Banki spółdzielcze i komercyjne oferowały odpowiednio 6 i 5,8%, a przedsiębiorstwa 9% (2 p.p. mniej niż przed rokiem).

## **Rynek Catalyst w porównaniu do innych rynków obligacji**

Warszawski parkiet charakteryzuje się największą dynamiką wzrostu wśród rynków instrumentów dłużnych krajów Europy Środkowo-Wschodniej, w których skład wchodzi Słowacja, Rumunia, Bułgaria, Węgry, Słowenia, Czechy i Polska. Według danych FESE, od 2010 roku ilość notowanych instrumentów na rynku Catalyst rosła średnio o 49,7% rok do roku, wykazując ponad dwukrotnie wyższy wzrost niż drugi w kolejności parkiet węgierski, który rósł średnio o 24,1% [www.gpwcatalyst.pl, data dostępu 10.10.2014].

Porównując ilość notowanych obligacji na warszawskim parkiecie, od 2010 do trzeciego kwartału 2013 roku zanotowano wzrost liczby instrumentów o 223,4%. Druga pod tym względem giełda w Budapeszcie notowała wzrost liczby instrumentów o 86% (rys. 6). Ponadto jeszcze tylko na rynku Bratislava Stock Exchange zanotowano stały wzrost liczby instrumentów. Wskazuje to na duży potencjał rynku Catalyst i handlu obligacjami w Polsce oraz lepsze perspektywy rozwoju w porównaniu do innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

Porównanie z giełdami obligacji krajów rozwiniętych pokazuje, że rynek Catalyst jest we wczesnym stadium rozwoju. Zarówno pod względem wprowadzonych do notowań instrumentów, jak i przede wszystkim wielkości obrotów



**Rysunek 6**

Liczba notowanych obligacji na giełdach państw Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2010–2013

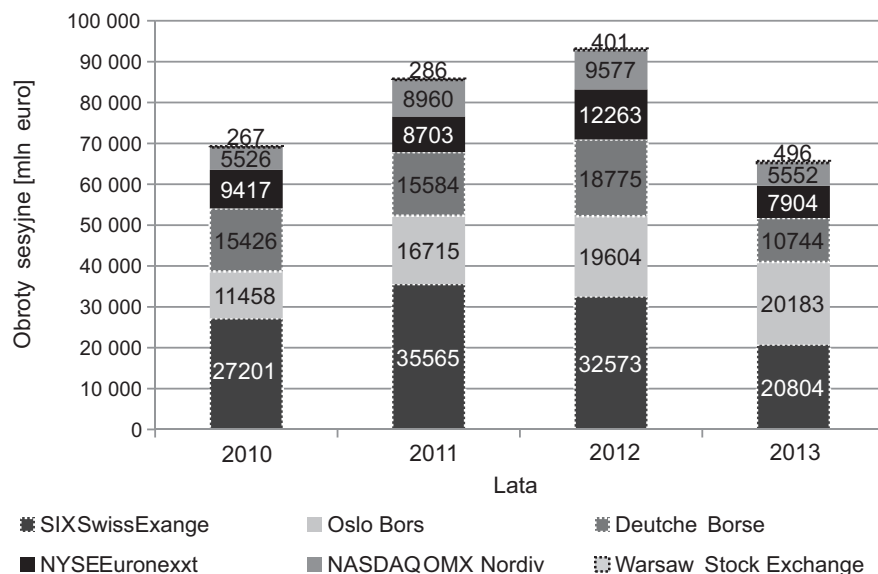
Źródło: Raport Catalyst – podsumowanie i perspektywy rozwoju 2013, [http://www.gpw-catalyst.pl/pub/files/materialy\\_do\\_pobrania/Raport\\_CATALYST\\_12\\_2013.pdf](http://www.gpw-catalyst.pl/pub/files/materialy_do_pobrania/Raport_CATALYST_12_2013.pdf) [data do-  
stępu 10.10.2014]

sesyjnych w latach 2010–2013. Giełda w Warszawie ma jeszcze sporo do nadrobienia. Największe europejskie giełdy obligacji generowały obrót kilkudziesięciokrotnie większy niż giełda warszawska (rys. 7).

Po czterech latach funkcjonowania GPW Catalyst można stwierdzić, że rynek ten wyrasta na lidera regionu, jednak nie może jeszcze konkurować z pozostałymi rynkami europejskimi. Dynamicznie rosnąca ilość notowanych instrumentów oraz wartość obrotów wskazuje na duże możliwości rozwoju tego rynku w przyszłości.

Płynność rynku Catalyst jest jednym z istotnych problemów polskiego rynku obligacji od początku jego istnienia. Jedną z głównych przyczyn takiego stanu jest początkowa faza istnienia rynku. W przeciwieństwie do rynków Europy Zachodniej w Polsce dominują obligacje o zmiennym oprocentowaniu, które zabezpieczają inwestorów przed zmianami stóp procentowych i sprzyjają





### Rysunek 7

Wartość obrotów sesyjnych na wybranych europejskich giełdach obligacji w latach 2010–2013

Źródło: Raport Catalyst – podsumowanie i perspektywy rozwoju, 2013, [http://www.gpw-catalyst.pl/pub/files/materialy\\_do\\_pobrania/Raport\\_CATALYST\\_12\\_2013.pdf](http://www.gpw-catalyst.pl/pub/files/materialy_do_pobrania/Raport_CATALYST_12_2013.pdf) (data dostępu 10.10.2014).

długoterminowym strategiom inwestycyjnym, co znacznie ogranicza skłonność do handlu obligacjami. Niezależnie od tego wartość obrotów na Catalyst stale rośnie, co pozwala pozytywnie oceniać perspektywy płynności tego rynku w kolejnych latach.

## Wnioski

Emisja obligacji komunalnych przez jednostki samorządu terytorialnego umożliwia pozyskanie kapitału na realizację przedsięwzięć rozwojowych. Korzyści z takiej formy finansowania to niższy koszt pozyskania kapitału, możliwość dopasowania spłat do sytuacji finansowej emitenta, możliwość samodzielnego ustalania terminów i warunków wykupu obligacji oraz wysokości oprocentowania długu. Ponadto ta forma pozyskania kapitału umożliwia powtarzalność emisji i zmianę warunków (np. konwersja jednej lub kilku emisji na nowe zobowiązanie). Jest więc to bardzo elastyczny instrument finansowania,

ponieważ wartość emisji można dopasować do aktualnych potrzeb inwestycyjnych, a spłaty odsetek do przyszłych dochodów jednostki samorządowej. Spłaty odsetek mogą następować w okresach kwartalnych, półrocznych lub rocznych, natomiast kapitał jest spłacany w dniu zapadalności. Jednostka samorządu terytorialnego może pozyskać środki na dłuższy okres niż w przypadku kredytu i ma przez cały ten czas kapitał do dyspozycji.

Dodatkową zaletą wprowadzenia emisji obligacji na rynek Catalyst są możliwość promocji jednostki samorządu terytorialnego jako podmiotu korzystającego z innowacyjnych instrumentów finansowych oraz przejrzystej wyceny.

W latach 2009–2013 nastąpił dynamiczny rozwój rynku Catalyst. Rynek ten jest coraz atrakcyjniejszym miejscem pozyskiwania kapitału przez emitentów, gdyż wzrasta zarówno wartość obrotów, jak i liczba emitentów. W 2009 roku wartość obrotów sesyjnych wynosiła 169 mln zł, a w 2013 roku ponad 2,7 mld zł. Na wzrost zainteresowania rynkiem Catalyst przez inwestorów wskazuje wzrost liczby zawartych transakcji.

W latach 2009–2013 stale rosła wartość emitowanych obligacji zarówno korporacyjnych, jak i komunalnych, przy czym ponad 90% wartości całego rynku stanowiły obligacje korporacyjne. Jednak rynek obligacji komunalnych charakteryzuje się mniejszą płynnością.

Do 2012 roku wartość transakcji pakietowych obligacji korporacyjnych była wyższa niż wartość transakcji sesyjnych. Tendencja ta odwróciła się w 2013 roku, kiedy wartość obrotów transakcji sesyjnych wynosiła 2198 mln zł, a transakcji pakietowych 1547 mln zł. Wskazuje to na wzrost zainteresowania tym instrumentem dłużnym inwestorów indywidualnych. Odwrotna tendencja występuje w odniesieniu do obligacji komunalnych, które to były bardziej atrakcyjnym instrumentem dla inwestorów indywidualnych niż instytucjonalnych. Tendencja ta zmieniła się w 2013 roku, gdy po raz pierwszy wartość obrotów transakcji sesyjnych była wyższa niż transakcji pakietowych, co wskazuje na wzrost zainteresowania inwestorów instytucjonalnych.

Wartość obrotów sesyjnych w ciągu 4 lat istnienia Catalyst wyniosła prawie 5,9 mld zł, a w okresie ostatnich 12 miesięcy – 2,5 mld zł. Z kolei wartość obrotów w ramach transakcji pakietowych na koniec września 2013 roku wyniosła ponad 9,3 mld zł.

W strukturze emitentów dominują przedsiębiorstwa, emisje obligacji komunalnych stanowią 12% wszystkich emisji, ale zauważalna jest większa wartość poszczególnych emisji wprowadzanych na rynek Catalyst przez samorządy niż przez przedsiębiorstwa.

Jednym z głównych problemów rynku Catalyst jest jego niska płynność, wynikająca głównie z tego, że istnieje on dopiero 5 lat, jest więc w początko-

wej fazie rozwoju oraz ze względu na zmienne oprocentowanie jest instrumentem traktowanym przez inwestorów jako inwestycja średnio- i długoterminowa. Niska płynność rynku obligacji komunalnych wynika głównie z tego, że nadal większość emisji przejmowana jest przez bank agenta emisji lub tylko część emisji jest wprowadzana do obrotu.

Rynek Catalyst wykazuje największą dynamikę wzrostu rynków instrumentów dłużnych krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Porównanie z giełdami obligacji krajów rozwiniętych pokazuje, że rynek Catalyst jest we wczesnym stadium rozwoju. Jednak zarówno stały wzrost obrotów, jak i liczby emisji wprowadzanych na rynek wskazują na przyszły rozwój rynku. Zarówno przedsiębiorstwa, jak i jednostki samorządu terytorialnego będą coraz częściej sięgały po te źródło pozyskiwania kapitału na cele rozwojowe i stanie się on atrakcyjniejszy dla inwestorów.

## Literatura

- AL.-KABER M., 2008: *Rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce*, [w:] *Finansowanie gminnego samorządu terytorialnego*, (red.) D.A. Hałaburda, Wydawnictwo WSE w Białymstoku, Białystok.
- BOROWSKI K., 2013: *Emisja i oprocentowanie obligacji korporacyjnych jako forma pozyskiwania kapitału na rynku Catalyst*, Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach. Studia Ekonomiczne. Innowacje w Bankowości i Finansach 174.
- FLEJTERSKI S., ŚWIECKA B., 2007: *Elementy finansów i bankowości*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.
- GUZIEJEWSKA B., 2008: *Zewnętrzne źródła finansowania samorządu terytorialnego – teoria a praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- JASTRZĘBSKA M., 2012: *Finanse jednostek samorządu terytorialnego*, Lex a Wolters Kluwer, Warszawa.
- KOZUŃ-CIEŚLAK G., 2008: *Obligacje komunalne instrument dłużny dla jednostek samorządu terytorialnego*, PWN, Warszawa.
- MISTEREK W., 2008: *Zewnętrzne źródła finansowania działalności inwestycyjnej jednostek samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Difin, Warszawa.
- PREWYSZ-KWINTO P., 2012: *Catalyst – rynek obligacji GPW w 2,5 roku od otwarcia*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, vol. 46, sectio H Oeconomica.
- WŁODAREK J., 2012: *Finansowanie inwestycji komunalnych jednostek samorządu terytorialnego na rynku obligacji komunalnych Catalyst*, Zeszyty Naukowe ZPSB Firma i Rynek 1.
- WYPYCH M., 2013: *Analiza strukturalna rynku Catalyst*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 768, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia 63.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. nr 83, poz. 420).

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. nr 184 poz. 1539).

Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz.U. nr 157, poz. 1240).

Uchwała Zarządu Giełdy nr 414/2009 wprowadzająca rekomendowany standard obligacji samorządowych i korporacyjnych na Catalyst, [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl) (data dostępu: 10.10.2014).

Uchwała Zarządu Giełdy z dnia 27 stycznia 2010 r. dotycząca zasad działania rynku Catalyst, [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl) (data dostępu: 10.10.2014).

Uchwała Zarządu BondSpot SA z dnia 2 lipca 2010 wprowadzająca szczegółowe zasady obrotu na regulowanym rynku pozagiełdowym, [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl) (data dostępu: 11.10.2014).

Materiały informacyjne rynku Catalyst, [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl) (data dostępu: 9.10.2014).

Dokumenty emitentów i tabele odsetkowe rynku Catalyst, [www.gpwcatalyst.pl](http://www.gpwcatalyst.pl) (data dostępu: 11.10.2014).

Raport Catalyst – podsumowanie i perspektywy rozwoju 2013, Grant Horton, [http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy\\_do\\_pobrania/Raport\\_CATALYST\\_12\\_2013.pdf](http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy_do_pobrania/Raport_CATALYST_12_2013.pdf) (data dostępu: 11.10.2014).

Raporty roczne rynku Catalyst, [http://www.gpwcatalyst.pl/statystyki\\_roczne](http://www.gpwcatalyst.pl/statystyki_roczne) (data dostępu: 10.10.2014).

## **Abstrakt**

Artykuł prezentuje możliwość pozyskania środków na finansowanie rozwoju lokalnego poprzez emisję obligacji komunalnych na rynku Catalyst. Przedstawiono charakterystykę obligacji, rodzaje obligacji emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego oraz podstawy prawne dotyczące emisji. Na rynku Catalyst dominują obligacje korporacyjne, ale w ostatnich latach wzrasta wartość emisji obligacji komunalnych. Dokonano również analizy rynku obligacji Catalyst, w tym wartości obrotu obligacjami, liczby emitentów czy liczby debiutów.

**Słowa kluczowe:** obligacje komunalne, samorząd terytorialny, rynek Catalyst

## **The Catalyst bonds market as a source of obtaining capital by local governments**

### **Abstract**

This article presents the possibility of acquiring financial resources for local development by means of issuing municipal bonds on the Catalyst market. It presents characteristics and types of bonds issued by local governments and the

legal aspects of issuing them. The corporate bonds dominate on the Catalyst market, but municipal bonds gradually become more important. Moreover, in the paper the turnover value, number of issues and number of new listings on the Catalyst market are presented.

**Key words:** municipal bonds, local government, Catalyst market

