

Tomasz Baran, Krzysztof Smardzewski, Janusz Zawiła-Niedźwiecki

# Obligacje komunalne w USA

Rynek kapitałowy w USA rozpatrywany pod kątem obecności obligacji municypalnych jest bardzo interesujący, a doświadczenie organizatorów emisji oraz świadomość samych emitentów są godne naśladownictwa.

W USA obligacje emitowane są przez władze lokalne wszystkich szczebli, dlatego dla ułatwienia będziemy używali w celu określenia tego typu emitentów terminu *municipality*. Pod względem prawnym termin ten obejmuje stany USA wraz z ich politycznymi podziałami na miasta, okręgi miejskie, okręgi administracyjne, okręgi szkolne, wsie oraz władze rządowe i okręgi powołane zgodnie z prawem stanowym z wyłączeniem agencji czy jednostek federalnych. Terminy „obligacje komunalne” lub „obligacje municypalne” obejmują obligacje, weksle lub inne potwierdzenia zadłużenia wystawiane przez *municipalities*.

Obligacje komunalne są dominującą formą uzyskiwania funduszy przez władze lokalne w USA. Ta forma finansowania ma już 100-letnią tradycję.

W ostatnim dwudziestolecu popularność obligacji municypalnych zdecydowanie wzrosła. Wartość zrealizowanych emisji przewyższyła dwukrotnie emisję papierów dłużnych wyemitowanych przez przedsiębiorstwa. Według „The Bond Buyer”, gazety amerykańskiej zajmującej się problemami emisji dokonywanych przez *municipalities*, w samym tylko 1993 roku wyemitowano obligacje komunalne na łączną kwotę 290 miliardów dolarów USA. W okresie do 1993 roku wierzyciele długów municypalnych, tacy jak: osoby fizyczne, fundusze powiernicze, fundusze pieniężne, trusty, banki komercyjne i spółki ubezpieczeniowe, nabyli obligacje municypalne za ponad 1,2 trylionu dolarów.

## Motywy emisji

**P**odstawową przyczyną, która powoduje, iż *municipalities* decydują się na zaciąganie pożyczek i emisje obligacji, jest brak funduszy na pokrycie wszystkich kosztów działalności lokalnej. *Municipalities* zazwyczaj zaciągają pożyczki na realizację dwóch podstawowych celów: sfinansowanie dużych inwestycji, takich jak np. budowa sieci wodociągów, systemu kanalizacji, budowa nowych, często płatnych autostrad, tuneli, polepszenie stanu dróg, budowa i utrzymanie szkół, szczególnie wyższych, utrzymanie budynków miejskich i inne inwestycje o charakterze użyteczności publicznej (opieka zdrowotna, energetyka i gazownictwo, budownictwo mieszkaniowe) oraz na po-

krycie bieżących wydatków, na które brak środków w budżecie.

Z praktycznego punktu widzenia, emisja obligacji na sfinansowanie dużych inwestycji służy rozłożeniu kosztów tych inwestycji. Bywa bowiem często tak, iż władza lokalna nie dysponuje wystarczającymi zasobami budżetowymi, by jednorazowo pokryć całość kosztów dużych inwestycji, ale jest w stanie spłacić te inwestycje w ciągu pewnego czasu, czerpiąc środki ze stałych wpływów podatkowych lub ze zwiększenia się wpływów na skutek wzrostu wartości podstawy opodatkowania w wyniku inwestycji. Stąd też obligacje miejskie emitowane w celu sfinansowania dużych inwestycji są spłacane w stosunkowo długim czasie, od 5 do 30 lat. W wielu przypadkach termin spłaty obligacji rozciąga się na cały czas faktycznego trwania inwestycji.

Jeżeli chodzi o drugą kategorię wydatków *municipality*, tj. o wydatki bieżące *cash flow borrowing* (pożyczka związana z płynnością finansową), emisje na ich pokrycie charakteryzują się zazwyczaj krótkim terminem wykupu – spłata następuje w ciągu roku.

## Przywileje podatkowe obligacji komunalnych

**O** istotnej przewadze *municipality* jako emitenta obligacji, nad emitentami prywatnymi decyduje pomoc budżetu federalnego, znajdująca swe odbicie w przywilejach przyznanych przez przepisy prawa podatkowego USA.

Internal Revenue Code z 1986 roku, z późniejszymi poprawkami, zwalnia z opodatkowania federalnym podatkiem dochodowym dochody z odsetek od obligacji komunalnych, pod warunkiem, że obligacje spełniają następujące wymogi:

- Zobowiązania finansowe związane z emisją obligacji muszą powstać w wyniku korzystania przez *municipality* z jego uprawnień do zaciągania zadłużenia, ponadto emitent musi być głównym wierzycielem, a nie gwarantem.
- Obligacje muszą być imienne, a nie na okaziciela.
- Obligacje nie mogą być gwarantowane lub spłacane z funduszy federalnych.
- Emitent musi formalnie poinformować Federalny Urząd Podatkowy (IRS).

Pewne obligacje prywatne mogą podlegać zwolnieniu podatkowemu, jeśli są emitowane w celu finansowania projektów w następujących obszarach:

- budownictwo mieszkaniowe wielorodzinne,
- transport publiczny,



- lokalna dystrybucja energii elektrycznej i ciepłej oraz gazu,
- gospodarka niebezpiecznymi odpadami,
- pożyczki dla studentów,
- porty lotnicze, porty morskie i nabrzeża portowe,
- szybkie koleje,
- restrukturyzacja regionalna.

Dodatkowo, konieczne jest spełnienie warunków finansowych:

- koszt emisji (rabat dla gwarantów + koszty bezpośrednie) musi być mniejszy niż 2% całkowitych przychodów z emisji;
- średni termin wykupu nie może przekroczyć 120% przewidywanego okresu eksploatacji urządzeń/budowli.

Obligacje komunalne są najczęściej zwolnione również z podatków stanowych i lokalnych, co w rezultacie daje emitentowi możliwość oferowania niższego oprocentowania. Należy także zwrócić uwagę na fakt, że w większości stanów zwolnienie podatkowe (stanowy podatek dochodowy to stawki 1–11%) dotyczy obligacji wyemitowanych w danym stanie. Federalne, stanowe, i lokalne przywileje podatkowe związane z obligacjami komunalnymi są głównym powodem popularności takiej właśnie formy pozyskiwania kapitału w USA.

Z drugiej jednak strony koszty zwolnień podatkowych ponoszą wszyscy podatnicy. Mają one też wpływ na ograniczenie kręgu inwestorów. Obligacjami municypalnymi nie są zainteresowane, np. fundusze emerytalne, które i tak korzystają ze zwolnień podatkowych. Nie inwestują w nie również inwestorzy zagraniczni.

### Uprawnienie do emisji i jej ograniczenia

**U**poważnienie do zaciągania pożyczek i emisji obligacji przez *municipality* wynika z obowiązujących praw stanowych.

Podstawowym ograniczeniem możliwości emisji, mającym istotny wpływ zwłaszcza na możliwość uzyskania zwolnień podatkowych, jest konieczność powiązania celu emisji z zaspokajaniem potrzeb społeczności lokalnej. Najogólniej mówiąc, oznacza to, że dochody z emisji obligacji należy przeznaczyć wyłącznie na cele publiczne (*public purposes*). Wymogi te są bezsprzecznie spełnione w przypadku takich inwestycji, jak: biblioteki miejskie czy budynki administracyjne itp.

Wątpliwości natomiast powstają przy wykorzystywaniu wpływów z emisji na finansowanie przedsięwzięć o charakterze mieszanym: prywatno-publicznym. Na przykład, wiele *municipalities* emituje obligacje na cele budownictwa przemysłowego, a następnie wpływy z tych obligacji pożyczają przedsiębiorstwom prywatnym argumentując, iż wymogi

Tab. 1. Struktura celów wg wykorzystania wpływów z emisji

WARTOŚCI W MILIARDACH USD					
Rok	1990	1991	1992	1993	1994
Razem	128	174	235	292	164
Z tego wykorzystano na:					
Rozwój gospodarczy	4,5	6,3	7,9	8,4	7,2
Edukacja	21,5	27,7	39,8	47,8	29,7
Energetyka	5,1	8,9	15,8	28,1	6,5
Ogólne	30,7	45,3	59,4	66,6	42,3
Opieka zdrowotna	14,2	18,3	23,5	31,9	16,1
Mieszkalnictwo	15,9	15,1	15,1	14,7	15,7
Ochrona środowiska	5,5	7,0	9,0	12,1	9,2
Obiekty użyteczności publicznej	6,5	9,2	9,2	16,6	8,2
Transport	13,4	16,4	26,6	28,4	14,4
Zaopatrzenie w wodę, gaz i inne media	10,6	19,5	28,4	37,1	15,3

Źródło: „The Bond Buyer”, 14 lipca 1995 r.

celu publicznego są spełnione poprzez stworzenie nowych miejsc pracy w tych przedsiębiorstwach oraz dzięki wzrostowi liczby płatników podatków lokalnych.

Władze stanowe zazwyczaj narzucają *municipality* limity zadłużenia. Limit może być wyrażony jako łączna wartość nieruchomości (co jest dokładnie szacowane w związku z pobieranym podatkiem od nieruchomości) na terenie podlegającym jurysdykcji stanu/gminy albo jako % przychodów osiąganych w określonym czasie, lub też jako stała kwota. Przedostatnia opcja jest przyjęta w stanie Mississippi: maksymalne zadłużenie stanu może wynieść 150% przychodów w dowolnym czasie z czterech poprzednich lat. Ograniczenia te przeważnie dotyczą obligacji ogólnych, spłacanych z budżetu *municipality*. Nie mają one natomiast zastosowania do obligacji, których spłata jest związana i zabezpieczona przez wpływy z konkretnego przedsięwzięcia, oraz do obligacji nie związanych z wypłacalnością *municipality*.

W niektórych stanach decyzja *municipality* o emisji obligacji jest zawsze uzależniona od zaakceptowania jej przez wyborców w drodze referendum. W innych, referendum w tej sprawie nie jest obligatoryjne, niemniej jednak wyborcy mają prawo domagać się jego przeprowadzenia. Emisja obligacji może także zależeć od wcześniejszej zgody agencji stanowych.

Zdarza się również, iż prawo stanowe reguluje proces emisji obligacji, nakazując przeprowadzenie debaty publicznej, dokonanie ogłoszenia itp. Regulacje stanowe mogą dotyczyć także działalności brokerów i dealerów oraz innych aspektów prawa o obrocie papierami wartościowymi.

## Struktura nabywców obligacji

**Po** stronie nabywców rynek ten jest zdominowany przez osoby fizyczne (są w posiadaniu ok. 32% długu), fundusze powiernicze (18%), towarzystwa ubezpieczeniowe (18%, bez towarzystw działających w sektorze ubezpieczeń na życie) i banki komercyjne (8%). Wiele małych emisji kierowanych jest tylko do lokalnych nabywców. Większe emisje są często sprzedawane z udziałem gwarantów i konsorcjów nabywców, podobnie jak w przypadku emisji akcji. Dokładną strukturę nabywców przedstawia tabela 2.

### Etapy emisji

- Zatwierdzenie projektu emisji przez agendy Kongresu Stanowego.
- Przyjęcie odpowiedniego rozporządzenia przez Stanową Komisję ds. Obligacji.
- Przygotowanie projektu prospektu emisyjnego obligacji przez Stanowy Departament Finansów i Administracji.
- Publikacja ogłoszenia prasowego o sprzedaży obligacji.
- Publikacja ogłoszenia w specjalistycznym dzienniku „The Bond Buyer”, poświęconym wyłącznie obligacjom komunalnym.
- Przyjmowanie ofert na zakup obligacji, składanych na znormalizowanych formularzach zawierających

jęcych puste rubryki do wstawienia kwoty nadwyżki ceny emisyjnej ponad cenę nominalną oraz stóp procentowych dla kuponów w każdym roku aż do dnia wykupu. Oferty muszą być zabezpieczone kaucją (czek potwierdzony lub weksel) wysokości 2% wartości emisji. Wyboru nabywcy, na podstawie porównania realnego kosztu odsetkowego, dokonuje Komisja ds. Obligacji.

- Dystrybucja prospektu emisyjnego, zawierającego szczegółowy opis emisji, warunki sprzedaży i wykupu, informacje o emitencie (ekonomiczne, demograficzne, finansowe – w tym budżetu i zadłużenia), informacje na temat celu emisji, studium wykonalności finansowanego projektu inwestycyjnego.
- Druk obligacji.
- Potwierdzenie prawidłowości emisji.
- Zamknięcie sprzedaży.

### Podmioty uczestniczące w emisji obligacji

- **Stanowa Komisja ds. Obligacji** – w przypadku emisji przez stan w jej skład wchodzi: gubernator, prokurator i skarbnik stanu.
- **Doradca obligacyjny** (*Bond counsel*) – osoba zapewniająca usługi doradztwa prawnego:
  - ▲ przygotowanie rozporządzenia w sprawie emisji,
  - ▲ przygotowanie formularza do składania ofert,
  - ▲ potwierdzenie ważności emisji,
  - ▲ udział w negocjacjach z nabywcami,

▲ przygotowanie wzoru obligacji, jeśli jest w formie materialnej.

Doradca taki jest zwykle wybierany w drodze przetargu.

● **Gwarant** (*Underwriter*) – bank inwestycyjny, komercyjny lub inna instytucja finansowa, która nabywa całą emisję obligacji lub jej część po określonej cenie – ustalonej w drodze przetargu lub negocjacji, a następnie odsprzedaje obligacje innym nabywcom. Przy emisjach większych niż 25 mln USD występuje zwykle kilku gwarantów. W wielu stanach prawo o zakupach publicznych wymaga, aby obligacje były sprzedawane w drodze przetargu. Oferty

Tab. 2. Struktura nabywców obligacji komunalnych

ROK	1990	1991	1992	1993	1994
NABYWCA	wartość posiadanych obligacji komunalnych w mld \$*				
gospodarstwa domowe	448,5	483,3	448,6	428,8	387,6
fundusze powiernicze	109,1	137,1	173,4	219,1	211,2
banki powiernicze	80,8	89,9	96,0	108,9	114,2
fundusze inwestujące na rynku pieniężnym	83,6	89,9	94,8	103,4	110,6
banki komercyjne	117,4	103,2	97,5	99,2	97,6
towarzystwa ubezpieczeń na życie	12,3	10,2	11,4	14,7	16,5
pozostałe towarzystwa ubezpieczeniowe	136,9	126,8	134,3	146,1	153,4
fundusze zamknięte	13,9	26,9	40,6	44,0	45,1
spółki niefinansowe	10,1	11,7	12,3	14,4	13,3
brokerzy i dealerzy	7,9	9,4	11,3	17,1	15,5
stany i władze lokalne	14,5	15,9	15,3	14,8	12,0
kasy oszczędnościowe	3,0	2,4	2,1	2,1	2,0
prywatne fundusze emerytalne	1,4	1,6	1,7	1,8	1,7
fundusze emerytalne administracji stanowej i lokalnej	0,4	0,2	0,4	0,6	0,3

\* Obejmuje także obligacje wypuszczone przez organizacje nie nastawione na zysk (135,7 mld \$ w połowie 1995 r.) oraz przez spółki niefinansowe (110,3 mld \$).

Źródło: „The Bond Buyer”, 14 lipca 1995.

przetargowe są składane przez pojedynczych nabywców lub przez konsorcja. Wynagrodzenie gwarancji obejmuje: opłatę za zarządzanie emisją (*management fee*), opłatę za nabycie emisji (*takedown*), prowizję za przejęcie i sprzedaż obligacji, opłatę gwarancyjną (*underwriting fee*) mającą pokryć ryzyko związane z możliwością niesprzedania części emisji do momentu podpisania umowy o nabyciu obligacji. Czołowi gwaranci na rynku amerykańskim to: Merrill Lynch & Co, Goldman Sachs & Co, Lehman Brothers, Smith Barney Inc., Paine Webber Inc. Niektóre z wymienionych firm są już obecne w Polsce.

● **Agencja Oceniająca** (*Rating Agency*) – zapewnia tzw. rating czyli ocenę ryzyka nabywcy danych obligacji. Ocena taka jest o tyle istotna, że wpływa na powodzenie sprzedaży i koszt netto emitenta. Wyższej ocenie może towarzyszyć niższa stopa procentowa oraz ewentualna rezygnacja z ubezpieczenia emisji. Największe agencje ratingowe to: Moody's, Standard and Poor's, Duff and Phelps, Fitch and White's.

● **Ubezpieczyciel** (*Insurer*) – gwarantuje terminową spłatę kapitału i odsetek, co zmniejsza ryzyko związane z obligacjami. Ubezpieczenie jest zawierane za opłatą i zapewnia zwiększenie oceny samego ubezpieczyciela zadłużenia. Składka jest proporcjonalna do kwoty obsługi zadłużenia. Czołowi ubezpieczyciele wyspecjalizowani w tego typu umowach to: American Assurance Corporation AMBAC, Municipal Bond Insurance Association MBIA, Industrial Development Bond Insurance IDBI, Financial Guarantee Insurance Company FGIC i Bond Investors Guarantee BIG. Sposób, w jaki postrzegają danego ubezpieczyciela inwestorzy, wpływa także na ocenę ubezpieczanych obligacji.

● **Doradca finansowy** (*Financial Adviser*) – zapewnia doradztwo finansowe emitentowi, w tym sporządza plan finansowy i harmonogram obsługi długu, a także pomaga wyznaczyć cenę sprzedaży. Znane firmy tego typu to: Public Resources Advisory Group, Public Financial Management, Even-son Dodge, Prudential Securities, Lazard Freres.

● **Agent emisji** (*Paying and Transfer Agent*) – sprawdza obligacje, wydaje świadectwa posiadania oraz dokonuje wypłaty odsetek (najczęściej dwa razy w roku).

● **Notariusz** – potwierdza, że ogłoszenie o sprzedaży zostało rzeczywiście opublikowane w prasie.

● **Doradca emitenta** (*Issuers Counsel*) – może uzupełniać doradcę obligacyjnego w przygotowywaniu niezbędnych dokumentów finansowych.

Ponadto w procesie emisji mogą wziąć udział: doradca gwaranta (*Underwriters Counsel*) oraz doradca ubezpieczyciela (*Issuers Counsel*).

## Ocena ryzyka inwestycyjnego



ie wszystkie wemitowane papiery wartościowe są jednakowo bezpieczne i opłacalne. W USA opracowano ich klasyfikację. Stwo-

rzona jest ona przez amerykańskie firmy ratingowe również wobec papierów i emitentów zagranicznych. Jak już wcześniej pisaliśmy, najbardziej znanymi firmami zajmującymi się segregowaniem obligacji są Standard & Poor's Corporation oraz Moody's Investors Services. Do miana najlepszych kategorii AAA czy Aaa (kolejność oznaczeń jest analogiczna do nazw wymienionych firm, które je opracowały) zalicza się papiery o najwyższej jakości i minimalnym ryzyku inwestycyjnym. Obligacje typu AAA/Aaa charakteryzują się wysoką zdolnością spłaty oprocentowania i spłaty kwoty nominalnej. Każde ucięcie A oznacza obniżenie tej zdolności. Kategorie B informują inwestorów o średniej jakości oferowanego instrumentu i niedokładnie określonych warunkach inwestycyjnych. Nadanie kategorii C (kilka c lub Caa) uprzedza, że oprocentowanie tej obligacji jest traktowane jako spekulacyjne w stosunku do zdolności spłaty oprocentowania i kwoty głównej. Obie firmy oznaczenie C przypisują obligacjom, których oprocentowanie nie jest wypłacane. Moody's nadaje także kategorię D wtedy, gdy zobowiązania nie są dotrzymywane. Zanim firmy oceniają wiarygodność emitenta, najpierw analizują zdolność kredytową danego kraju, zwłaszcza oceniają jego wysokość zadłużenia zarówno w walutach krajowych, jak i obcych. Następnie rozpatrywane są stosunki pomiędzy władzą lokalną a władzą centralną. Jest to ważna kwestia, bowiem niejednokrotnie *municipalities* wywierają wpływ na wielkość dotacji z budżetu centralnego. Stabilność subwencji podnosi wiarygodność emitenta. Istotne jest także to, czy *municipalities* mają prawo nakładać podatki. Bada się także to, czy poziom istniejących dochodów wystarcza na sfinansowanie zobowiązań mieszkańców. Im większa samodzielność *municipality*, tym wyższa ocena. Liczba prowadzonych inwestycji, bogactwa naturalne, dochód na jednego mieszkańca, sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstw są kolejnymi czynnikami, które mogą poprawić lub pogorszyć notowania obligacji.

Tomasz Baran, Krzysztof Smardzewski,  
Janusz Zawita-Niedźwiecki

## BIBLIOGRAFIA

[1] BARAN T., SMARDZEWSKI K., *Emisja obligacji komunalnych* Instytut Organizacji Systemów Produkcyjnych Warszawa 1997.

[2] FAERBER ESME, *Wszystko o obligacjach*, WIG-Press Warszawa 1996.

[3] *Prawne aspekty emisji obligacji komunalnych*, praca zbiorowa, Biuro Prawne Dickinson, Wright, Moon, Van Dusen & Freeman, Fundusz współpracy Warszawa 1995.

Mgr inż. Tomasz Baran i mgr inż. Krzysztof Smardzewski są absolwentami Instytutu Organizacji Systemów Produkcyjnych Politechniki Warszawskiej, dr Janusz Zawita-Niedźwiecki jest pracownikiem Instytutu Organizacji Systemów Produkcyjnych Politechniki Warszawskiej i dyrektorem Działu Informatyki Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.