

## Warszawa na międzynarodowych rynkach

*Zgodnie z prognozą Banku Światowego w ciągu najbliższych 25 lat w krajach rozwijających się liczba ludności miast zwiększy się o około dwa miliardy, sięgając niemal 90 proc. światowego wzrostu populacji. Efektem tak dynamicznego wzrostu będzie potrzeba intensywnego dostosowywania istniejącej infrastruktury do dokonujących się przemian społeczno-gospodarczych. Wymaga to ogromnych nakładów finansowych. Szansą dla miast, zwłaszcza tych największych, jest otwarcie możliwości dostępu do rynków, na których inwestowane są największe środki finansowe.*

### **Założenia Projektu**

Konieczność poniesienia znaczących nakładów inwestycyjnych związanych z wyzwaniami cywilizacyjnymi i chęcią realizacji ambitnych zamierzeń inwestycyjnych, takich jak budowa drugiej linii metra czy modernizacji infrastruktury drogowej, spowodowała, że m.st. Warszawa przyjęło strategię bezpośredniego pozyskania środków z międzynarodowych rynków finansowych. Tym samym postawiło sobie za cel obniżenie kosztów finansowania prowadzonych inwestycji, przy zabezpieczeniu trwałego źródła finansowania.

Obecnie jednym z najgłębszych i zarazem najbardziej płynnych rynków instrumentów dłużnych w Europie jest rynek EMTN. Emisje na tym rynku dokonywane są w ramach rejestrowanych Programów EMTN (*Euro Medium Term Notes*). Program EMTN służy do emisji euroobligacji średnioterminowych. Forma ta jest wykorzystywana zarówno przez emitentów rządowych i jednostki samorządowe (szczególnie duże miasta w Europie), jak i banki oraz przedsiębiorstwa.

Przyjęta i podpisana przez emitenta dokumentacja Programu jest zbiorem wzorcowych regulacji dotyczących emitowanych papierów dłużnych. Innymi słowy, miasto posiadając zarejestrowany Program EMTN może w krótkim czasie przeprowadzać kolejne emisje w dowolnym momencie, wykorzystując istniejącą dokumentację. Program EMTN pozwala też dowolnie wybierać organizatorów kolejnych emisji oraz stanowi pewien standard papierów dłużnych, który jest znany oraz akceptowany przez inwestorów nabywających takie papiery na rynku europejskim. Program przewiduje różne warianty emitowanych papierów dłużnych, w formach uznanych przez uczestników rynku.



## Emisja obligacji w ramach programu EMTN



Należy podkreślić, że w momencie rejestracji Programu EMTN, miasto nie zaciąga żadnego zobowiązania. Pojawia się ono dopiero w momencie dokonania pierwszej oraz kolejnych emisji. W konsekwencji przeprowadzonej emisji miasto posiada zobowiązania trojakiemu rodzajowi. Po pierwsze wynikają one z bycia dłużnikiem z obligacji i konieczności spłaty tego długu. Po drugie, zobowiązania wynikają z zapewnień złożonych *dealerom* w stosownej umowie oraz po trzecie, z prawidłowości i kompletności informacji zawartych w Prospekcie. Jeśli Prospekt Programu zostanie zatwierdzony przez właściwy organ nadzorczy w kraju UE, każda kolejna emisja w ramach Programu podlega uproszczonej procedurze notyfikacji, oszczędzając czas oraz obniżając koszty przeprowadzenia emisji.

W celu przeprowadzenia emisji obligacji na rynkach międzynarodowych niezbędne jest posiadanie *ratingu* na poziomie inwestycyjnym, przyznanego przez wskazaną przez Ministra Finansów *agencję ratingową*. Obowiązek taki jest konsekwencją zapisów w ustawie o finansach publicznych. Równocześnie ustawodawca upoważnił Radę Ministrów do określenia w drodze rozporządzenia przypadków, w których nie stosuje się tego ograniczenia. Dzięki temu jednostki samorządowe mogą emitować obligacje na rynkach zagranicznych, w walucie obcej. Muszą jednak wcześniej uzyskać ocenę kredytową na poziomie inwestycyjnym, przyznaną przez co najmniej jedną ze wskazanych przez Ministra Finansów *instytucji ratingowych*.

### ***Myśl innowacyjna***

Miasto stołeczne Warszawa wykorzystuje nowatorski na polskim rynku Program EMTN, dzięki czemu ma dostęp do europejskiego rynku kapitałowego. Dostęp ten umożliwia miastu pozyskiwanie środków, głównie w takich walutach jak Euro czy USD.

Posiadając program emisyjny miasto może przeprowadzać kolejne emisje w znacznie krótszym czasie, nawet do dwóch tygodni od daty decyzji o przeprowadzeniu emisji. Pozwala to na bardziej elastyczne dostosowywanie emisji do korzystnych warunków rynkowych czy stanu środków własnych miasta. Kolejnym plusem jest to, że następne emisje mogą być przeprowadzane po niższym koszcie organizacyjnym. Ponadto wystandaryzowana dokumentacja emisyjna nie wymaga każdorazowo tak szerokiej analizy prawnej, gdyż miasto korzysta z tych samych wzorów dokumentacji. Modyfikacji ulegają jedynie jej niektóre elementy, wcześniej zaakceptowanej przez odpowiednie władze miasta.

### ***Osiągnięte efekty***

M.st. Warszawa pozyskując środki w ramach ustanowionego Programu Emisji Obligacji - EMTN osiągnęło następujące rezultaty:

- Otrzymało międzynarodową ocenę zdolności kredytowej od *agencji ratingowej Moody's Investors Service* na poziomie równym Skarbowi Państwa. W ten sposób zdolność do obsługi przez m.st. Warszawy planowanego zadłużenia na najbliższe lata została potwierdzona przez międzynarodową instytucję.
- Uzyskało bezpośredni dostęp do międzynarodowego rynku kapitałowego. Oferta pierwszej *benchmarkowej* emisji euroobligacji m.st. Warszawy spotkała się z dużym zainteresowaniem. Popyt inwestorów znacznie przewyższał zaoferowane przez miasto obligacje.
- Zapewniło finansowanie długoterminowych potrzeb pożyczkowych i elastyczne powiązanie ich z dochodami miasta. Środki pochodzące z przeprowadzonej emisji obligacji w ramach Programu EMTN nie są w żaden sposób powiązane z indywidualnymi projektami inwestycyjnymi. Dlatego pozwalają one na bardzo elastyczne zarządzanie płynnością finansową Miasta. Eliminuje to również konieczność monitoringu stanu realizacji prowadzonych inwestycji dla celów sprawozdawczych, wymaganych przy kredytach inwestycyjnych, co w przypadku miast posiadających dobrze rozwiniętą strukturę nadzoru inwestorskiego stanowi uproszczenie organizacyjne. Program umożliwia również wcześniejszy skup obligacji, co z kolei pozwala dostosowywać wysokość zadłużenia miasta do realizowanych dochodów.
- Uzyskało lepszą płynność finansową oraz stworzyło podstawę do utrzymywania mniejszej rezerwy środków własnych. Rozdzielenie przepływów finansowych od stanu realizacji indywidualnych projektów inwestycyjnych pozwala na efektywniejsze

wykorzystanie własnych zasobów finansowych i zaciąganie dodatkowego zadłużenia dopiero wtedy, gdy następuje obniżenie rezerwy płynnościowej. Postępowanie takie jest tym bardziej efektywne, im krótszy jest czas pozyskiwania dodatkowego zadłużenia.

- Dziesięcioletnie obligacje o stałej stopie procentowej, które są podstawowym standardem dokonywanych emisji w ramach Programu EMTN, wydłużają okres zapadalności nowo-powstających zobowiązań oraz pozwalają na poprawę charakterystyki całego ich portfela.
- Ustabilizowana została znaczna część kosztów obsługi długu przy założonych parametrach ryzyka, głównie stopy procentowej i ryzyka refinansowania długu. Obligacje o stałej stopie procentowej emitowane w ramach Programu EMTN pozwalają ograniczyć ryzyko stopy procentowej oraz poprzez znaną stopę kuponową w dniu emisji ułatwiają planowanie przyszłych kosztów obsługi zadłużenia.

Program EMTN jest cennym narzędziem pozwalającym na szybsze i mniej kosztowne wchodzenie na europejski rynek kapitałowy. Miasto, przed każdą kolejną emisją, musi jednak dokonać samodzielnej analizy kosztu pozyskania środków na europejskim rynku kapitałowym oraz oszacować wszystkie związane z tym ryzyka, np. ryzyko walutowe, stopy procentowej czy ryzyko refinansowania.

*Program EMTN służy do emisji euroobligacji średnioterminowych. Przyjęta i podpisana przez emitenta dokumentacja Programu jest zbiorem wzorcowych regulacji dotyczących emitowanych papierów dłużnych. Innymi słowy, miasto posiadając zarejestrowany Program EMTN może w krótkim czasie i w dowolnym momencie przeprowadzać kolejne emisje, wykorzystując istniejącą dokumentację.*

Opracowanie: Biuro Polityki Długu i Zarządzania  
Płynnością Urzędu m.st. Warszawy