

Finansowanie działalności samorządów lokalnych przy użyciu obligacji komunalnych

Sylwester Kozak¹

Wstęp

Rozwój regionalny i podnoszenie konkurencyjności lokalnej gospodarki wymaga pozyskania dodatkowego finansowania. W Polsce kredyty bankowe są nadal najważniejszym źródłem zewnętrznego finansowania gmin. Jednak w ostatnich latach samorządy lokalne coraz częściej uzupełniają ten rodzaj finansowania emisją obligacji komunalnych [Szewczuk i in. 2011: 28]. Infrastruktura jest głównym obszarem, w którym gminy wykorzystują środki z emisji obligacji. Globalizacja gospodarki wymusza m.in. na samorządach stworzenie efektywnych dróg łączności między lokalnymi przedsiębiorstwami a gospodarką krajową i międzynarodową. Infrastruktura staje się zatem kluczowym czynnikiem rozwoju regionalnego [Leigland 1997: 57–59]. Z tego też względu gminy i przedsiębiorstwa komunalne wykorzystują obligacje komunalne do finansowania projektów pozwalających na ekspansywny rozwój lokalnej gospodarki. Obligacje wykorzystywane są przede wszystkim przez gminy zlokalizowane w obszarach zurbanizowanych. Zaletą takiego systemu finansowania jest to, że fundusze służące do prowadzenia inwestycji pochodzą głównie od inwestorów krajowych i nie generują ryzyka walutowego. Dodatkowo obligacje komunalne zapewniają elastyczność w spłacie tych długoterminowych zobowiązań.

Obligacje komunalne pomagają samorządom na zdecentralizowanie strategii regionalnego rozwoju gospodarczego. W szczególności taki system może być stosowany do rozwoju infrastruktury. Podobnie jak w innych przypadkach, znaczące inwestycje powinny spełniać zasady równowagi czasu realizacji, obszaru działania, grupy zainteresowanych osób i instytucji. Z powodu długotrwałego użytkowania rozwój infrastruktury powinien być finansowany przez długoterminowe obligacje. Z kolei fakt, że infrastruktura służy przede wszystkim lokalnym przedsiębiorcom i mieszkańcom oznacza, że emitentami tego rodzaju obligacji powinny być gminy. Lepiej jest również, gdy obligacje są emitowane w walucie krajowej i skierowane do inwestorów krajowych. Przyczynia się to do zmniejszenia ryzyka kursowego i ograniczenia negatywnego wpływu wahań zachodzących na światowych rynkach na lokalną gospodarkę. Pomimo takich racjonalnych uzasadnień Martell i Guess [2006] zauważają, że

¹ Dr hab. Sylwester Kozak, Katedra Polityki Europejskiej, Finansów Publicznych i Marketingu, Wydział Nauk Ekonomicznych, Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, e-mail: sylwester_kozak@sggw.pl

w krajach rozwijających się, w tym w Polsce, funkcjonuje stosunkowo niewiele zachęt dla rozwoju rynku obligacji komunalnych oraz inwestycji w te instrumenty (np. nadawanie ulg podatkowych).

Możliwości wykorzystania obligacji komunalnych w procesie finansowania rozwoju regionalnego były wielokrotnie dyskutowane w literaturze ekonomicznej. Z jednej strony analitycy wskazują na liczne korzyści dla emitentów obligacji, w tym elastyczność zarządzania długiem czy też możliwość ubiegania się o fundusze strukturalne UE. Z drugiej strony stwierdzono, że perspektywy rozwoju rynku obligacji komunalnych w Polsce są nadal bardzo ograniczone [Misterek 2009: 59].

Celem tego artykułu jest przedstawienie wyników analizy wykorzystania obligacji do finansowania działalności samorządów lokalnych, w tym rozwoju gospodarczego własnego regionu. U podstaw badania postawiono tezę, że w Polsce obligacje stają się coraz częstszym instrumentem finansowania samorządów lokalnych, w tym w znacznej części działalności inwestycyjnej na rzecz rozwoju regionalnego. Na skalę ich wykorzystania istotny wpływ miał napływ funduszy strukturalnych UE i zmiana przepisów regulujących poziom zadłużenia samorządów lokalnych. W badaniach wykorzystano dane z Ministerstwa Finansów (MF), Głównego Urzędu Statystycznego (GUS), Europejskiego Banku Centralnego (EBC), platformy giełdowej CATALYST, okresowych raportów Narodowego Banku Polskiego (NBP) i literatury ekonomicznej.

Artykuł ma następującą strukturę. Następna część przedstawia ogólną charakterystykę obligacji komunalnych w Polsce, kolejna – strukturalne zmiany na rynku obligacji komunalnych w Polsce i UE, a dalsza – zmiany w sposobie wykorzystania obligacji komunalnych dla finansowania rozwoju regionalnego. Całość analizy jest podsumowana we wnioskach.

Obligacje komunalne w Polsce

Obligacje komunalne są emitowane w Polsce na podstawie ustawy z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach [Dz.U., 1995, nr 83, poz. 420, tekst jednolity: Dz.U., 2001, nr 120, poz. 1300]. Ustawa ta definiuje obligację jako papier wartościowy emitowany w seriach, w których emitent będący dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) zobowiązuje się wobec niego do określonej płatności. Ponadto wskazuje, że podmiotami, które posiadają prawo do emisji obligacji są m.in.: gminy, powiaty, województwa, stowarzyszenia tych jednostek oraz miasto stołeczne Warszawa. Zazwyczaj obligacje komunalne są zobowiązaniami długoterminowymi o terminach wymagalności od 1 do 15 lat, przy średniej między 5 i 10 lat.

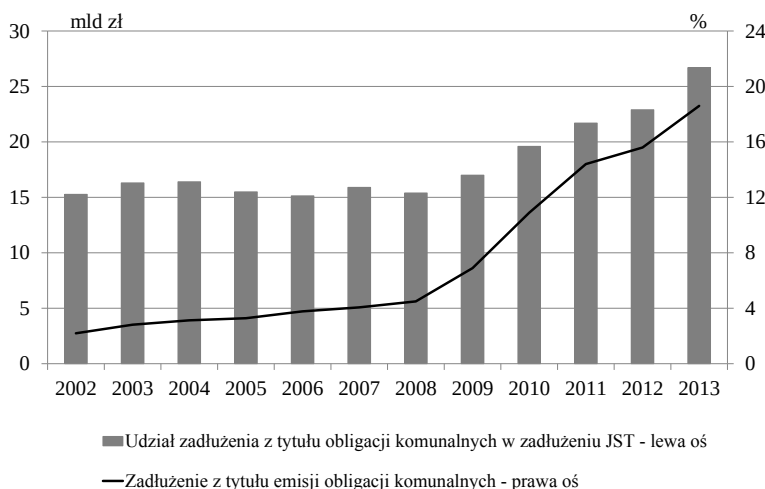
Całkowita spłata obligacji poprzedzona jest okresowymi płatnościami kuponowymi wyliczonymi na podstawie stopy procentowej zależnej od stawki pożyczek na rynku międzybankowym WIBOR 6M – w przypadku papierów wartościowych nominowanych w złotych lub LIBOR 6M dla obligacji nominowanych w walutach obcych. Stawki te są powiększane o marżę odsetkową w zależności od poziomu ryzyka kredytowego emitenta. Ważną cechą większości obligacji komunalnych w Polsce jest możliwość przesunięcia w czasie spłaty zobowiązania, tzw. okres karencji. Taki przywilej daje gminie dodatkową okazję do pełnego i skutecznego wykorzystania środków po-

zyskanych z emisji obligacji. Długość okresu karencji wynosi średnio od 2 do 3 lat. Emisja obligacji komunalnych daje samorządowi znacznie korzystniejsze warunki niż kredyt bankowy. Oprocentowanie obligacji jest zazwyczaj niższe niż kredytów bankowych. Obligacje zapewniają też emitentowi prawo do całkowitej spłaty zobowiązania w dogodnym czasie, na przykład w przypadku uzyskania dodatkowych nadzwyczajnych dochodów lub w przypadku znacznego spadku stóp procentowych na rynku. W uzasadnionych przypadkach gminy mogą spłacić aktualną emisję obligacji i zastąpić ją nową na lepszych warunkach.

Obligacje komunalne mogą mieć zdematerializowaną formę i być płatne na okaziciela. Takie cechy prawne pozwalają na ich publiczny obrót. Dzięki temu samorządy zwiększają liczbę potencjalnych inwestorów. Znaczna część obligacji oferowana jest za pośrednictwem platform elektronicznych prowadzonych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, m.in. platformę CATALYST. Mimo pewnych zalet tych dłużnych papierów wartościowych nie są one jednak zbyt często stosowane. Liczba gmin, które emitowały obligacje, nie przekracza 500 [NBP 2014: 261]. Porównanie tej liczby z 2478 gminami, 314 powiatami i 16 województwami funkcjonującymi w Polsce na początku 2015 roku wskazuje, że istnieje znaczna przestrzeń do dalszego rozwoju takiego sposobu finansowania działalności samorządów lokalnych.

Oprócz oferty publicznej samorządy emitują obligacje, wykorzystując metodę „private placement”. W takim przypadku oferta jest kierowana do maksymalnie 149 osób bez użycia środków komunikacji społecznej. Procedura ta jest znacznie prostsza od oferty publicznej. Jej główną zaletą są mniejsze koszty i krótszy okres realizacji emisji. Wadą jest ograniczenie liczby inwestorów, co zmniejsza potencjał inwestycyjny i utrudnia przyciągnięcie zewnętrznych funduszy inwestycyjnych.

Zmiany w strukturze rynku obligacji komunalnych w Polsce i UE



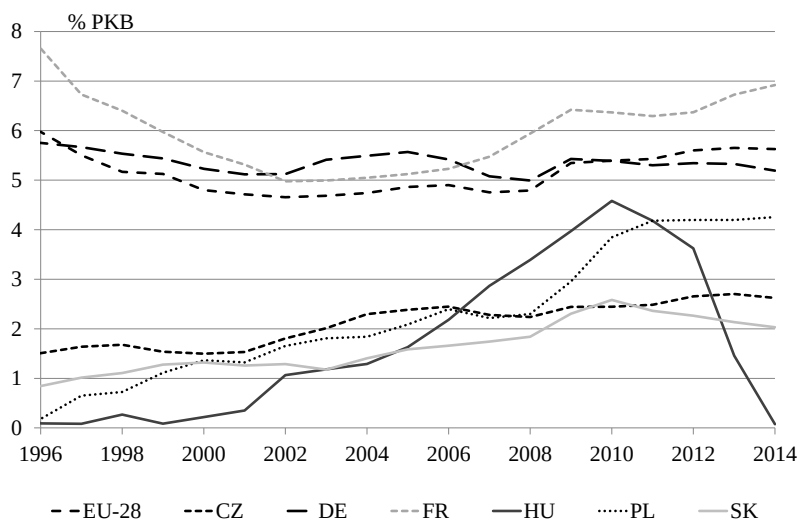
Rys. 1. Zadłużenie z tytułu emisji obligacji komunalnych i ich udział w długu ogółem w Polsce w latach 2002–2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z 2014 [NBP]

Transformacja polskiej gospodarki w 1989 roku pozwoliła na ponowne wykorzystanie obligacji w finansowaniu samorządów lokalnych. Na początku 1990 roku pierwsze obligacje wyemitowały takie miasta, jak: Braniewo, Międzyrzecz, Płock i Warszawa-Mokotów [Markowski 2002: 45–62]. Podstawą prawną tych emisji była ustawa z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie terytorialnym [Dz.U., 1990, nr 16, poz. 95]. Przyjęcie ustawy z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach znacznie przyspieszyło rozwój rynku obligacji komunalnych. Na początku 1996 roku pierwszymi miastami, które emitowane obligacje na podstawie nowych regulacji, były Gdynia i Ostrów Wielkopolski [Święcicki 2006].

Wzrost zainteresowania obligacjami komunalnymi odnotowano po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej w 2004 roku. W tym czasie znacznie wzrosła liczba emisji, a także wartość aktywnych obligacji komunalnych (rys. 1).

Rosnące w ostatnich latach zainteresowanie emisją obligacji komunalnych nie zmienia jednak faktu, że wciąż stanowią one niewielką część rynku kapitałowego w Polsce. Na koniec 2013 roku wyemitowane obligacje komunalne stanowiły mniej niż 3% całkowitej wartości długoterminowych dłużnych papierów wartościowych, co stanowi około 1,1% PKB Polski [NBP 2014: 261]. Wskazuje to, że wykorzystanie dłużnych papierów wartościowych przez polskie gminy jest jednym z najniższych w UE. W innych krajach UE rozwój rynku obligacji komunalnych jest dość zróżnicowany i w dużej mierze uzależniony od poziomu zadłużenia gmin (rys. 2).



Uwaga: oznaczenia: EU-28 – 28 krajów Unii Europejskiej, CZ – Czechy, DE – Niemcy, FR – Francja, HU – Węgry, PL – Polska, SK – Słowacja.

Rys. 2. Obligacje komunalne jako % PKB w niektórych krajach UE w latach 1996–2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC

W Polsce, podobnie jak w większości krajów UE, największy wzrost długu samorządów lokalnych przypada na lata 2008–2010. Przyczyniało się to m.in. do wzrostu udziału obligacji w całkowitym zadłużeniu samorządów (zob. rys. 2). Oznaczać to

może, że samorządy traktują obligacje jako efektywne i wygodne źródła finansowania swojej działalności. Tendencja ta jest związana z jednoczesnym spadkiem zobowiązań z tytułu kredytów i pożyczek w bilansach gmin. Dla przykładu w Polsce w latach 2012 i 2013 udział przychodów budżetowych z tytułu kredytów zmniejszył się z 47% do 36%, podczas gdy udział przychodów z tytułu obligacji komunalnych wzrósł z 9% do 19% [MF 2014].

Innymi ważnymi cechami rynku obligacji komunalnych są przepisy regulujące funkcjonowanie obligacji, tj. zasad ich emitowania i sprzedawania. Organizacja finansów publicznych istotnie wpływa na proces emisji obligacji komunalnych. Wynika to m.in. ze stopnia niezależności samorządów lokalnych w kształtowaniu ich budżetów. Korzystanie z obligacji komunalnych w finansowaniu projektów gospodarczych i infrastruktury zależy również od płynności tych papierów na publicznym rynku wtórnym. W Polsce wysokie zainteresowanie inwestorów obligacjami komunalnymi przypada na lata 2008–2010 (tab. 1). Okres ten charakteryzował się najwyższą liczbą transakcji i największymi obrotami na platformie CATALYST.

Stały trend wzrostowy wartości obligacji komunalnych nowych emisji wynikał ze wzrostu aktywności w tym obszarze dużych i największych miast Polski, w tym Białegostoku, Bydgoszczy, Lublina, Kielc, Krakowa, Poznania, Rzeszowa, Siedlec, Szczecina, Torunia, Wrocławia i przede wszystkim w Warszawy i Łodzi. Obligacje gmin na prawach powiatów stanowiły prawie 90% wyemitowanych obligacji komunalnych, a reszta została niemal równo podzielona na małe gminy powiaty i województwa [Świaniewicz, Łukomska 2014].

Tabela 1. Obligacje komunalne na platformie GPW CATALYST w latach 2009–2014

Wskaźniki	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Wartość emisji (mln zł)	930	1 753	2 222	2 374	3 088	3 187
Liczba emisji	9	27	24	31	57	60
Liczba emitentów	---	---	11	12	18	20
Liczba transakcji	182	630	434	279	182	205
Obrót obligacjami (mln zł)	76,7	193,8	43,4	10,8	19,6	18,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z platformy CATALYST

Czynniki wpływające na stopień wykorzystania obligacji komunalnych w finansowaniu samorządów lokalnych

Rozwój gospodarczy samorządów uzależniony jest m.in. od budowania trwałych przewag konkurencyjnych we własnym regionie lub kraju. W sytuacji stałego niedoboru kapitału inwestycyjnego obligacje komunalne wydają się być najtańszymi i bardzo wygodnymi źródłami kapitału zewnętrznego finansowania działalności samorządów. Są one szczególnie cenne w przypadku, gdy wartość niezbędnego kapitału znacznie przekracza poziom zdolności gminy do zaciągania kredytu bankowego [Janeta 2012].

Optymalny poziom zadłużenia, które gminy powinny podjąć, zależy od czynników związanych z samymi samorządami, jak i z ich otoczeniem makroekonomicznym

i regulacyjnym. Pierwsza grupa czynników to m.in. lokalizacja, wielkości gminy, struktura demograficzna ludności, dostępne zasoby naturalne, potencjał produkcyjny oraz atrakcyjność inwestycyjna, poziom dochodów mieszkańców, a także zdolność do gromadzenia środków finansowych i jakość zarządzania istniejącym zadłużeniem samorządu [Jastrzębska 2009].

Do innych czynników mających charakter niezależnych od władz lokalnych należy zaliczyć: aktualne i przewidywane zmiany społeczno-gospodarcze kraju, poziom rozwoju mechanizmów rynkowych i prywatyzacji gospodarki, tempo wzrostu PKB, poziom inflacji i bezrobocia, rynkowe stopy procentowe, kursy walutowe, stan finansów publicznych w kraju i limity zadłużenia gminy, regulacje dotyczące instrumentów dłużnych dostępnych dla gmin na krajowym rynku finansowym, zmiany krajowych i globalnych warunków ekonomicznych oraz poziom awersji do ryzyka wśród inwestorów międzynarodowych i ich stosunek do krajów rozwijających się na rynkach.

Fakt, że obligacje są znacznie tańszym, w porównaniu do kredytów bankowych, źródłem finansowania działalności samorządów jest jedną z najczęściej podkreślanych korzyści oferowanych przez obligacje komunalne [Kopańska 2004 i 2005]. Koszt finansowania może być nawet zmniejszony przez zakup gwarancji spłaty obligacji. Z jednej strony wymaga ona poniesienia pewnych opłat, lecz z drugiej podnosi zdolność kredytową emitenta i obniża poziom oprocentowania obligacji. Inną pozytywną cechą obligacji jest elastyczność wyboru terminów spłaty, w tym harmonogramu płatności kuponowych, okres spłaty kapitału lub rolowania emisji obligacji. Możliwość podziału zadłużenia na wiele transz o różnej wartości i terminach zapadalności daje gminom możliwość dopasowania przychodzących przepływów pieniężnych do indywidualnych potrzeb inwestycji.

Ponadto przy okazji emisji obligacji samorządom nadawany jest rating od agencji ratingowych, dzięki czemu wśród inwestorów uzyskują opinię bardziej transparentnych i stabilnych. Zwiększa to ich wiarygodność, jak również szanse na udział w projektach współfinansowanych z funduszy strukturalnych UE [Bitner 2006].

Jednak wykorzystanie obligacji wymaga od samorządów utrzymywania pewnej samodyscypliny. Korolewska i Marchewka-Bartkowiak [2011] wskazują na możliwość pojawienia się realnego niebezpieczeństwa nadmiernego zadłużenia sektora samorządowego. To może w skrajnych przypadkach doprowadzić do utraty płynności bardziej zadłużonych podmiotów, zwłaszcza w sytuacji pojawienia się szoków makroekonomicznych.

Perspektywy rozwoju wykorzystania obligacji komunalnych dla finansowania rozwoju regionalnego w dużej mierze zostały ukształtowane przez skutki światowego kryzysu finansowego [Adamiak i in. 2012]. Z jednej strony ograniczenie aktywności kredytowej banków zmusiło samorządy do większego wykorzystania obligacji na finansowanie ich bieżącej i inwestycyjnej działalności. Obligacje stały się narzędziem do równoważenia budżetu i zapewnienie krótko- i długoterminowej płynności. Pozytywne skutki pozwalają na utrzymanie i rozwój infrastruktury, chociaż efektywność ich stosowania uzależniona jest m.in. od kosztów emisji, poziomu rozwoju gospodarczego gminy, systemu gwarancji i zabezpieczeń dla inwestorów, konkurencyjnego

oprocentowania, a także posiadanego doświadczenia w wykorzystaniu obligacji komunalnych w finansowaniu działalności [Adamiak 2010].

Z drugiej strony w latach 2012–2014 gminy zmniejszyły zadłużenie dla wdrożenia programów oszczędnościowych, a także dostosowania się do ustawowych limitów zadłużenia. W pierwszym przypadku, oprócz rezygnacji z emitowania nowych serii obligacji, samorządy przesunęły część ciężaru finansowania swej działalności do spółek komunalnych [NBP 2014: 261]. Zmiany w obliczaniu limitów zadłużenia gmin opierają się na ustawie z dnia 27 sierpnia 2009 roku o finansach publicznych [Dz.U., 2009, nr 157, poz. 1240]. Do końca 2013 r. dług jednostki samorządu terytorialnego nie mógł przekroczyć 60% jej dochodów, a stosunek całkowitej kwoty planowanej spłaty kredytów i wykupu obligacji wraz z odsetkami i dyskontem w roku budżetowym do dochodów planowanych na rok budżetowy nie mógł przekroczyć 15%.

Począwszy od 2014 roku zgodnie z artykułem 243 ustawy stosunek rocznej wartości płatności związanych z obsługą długu do planowanych dochodów ogółem nie może przekraczać relacji stawki odpowiadającej średniej arytmetycznej z obliczonych dla ostatnich trzech lat. Dodatkowo wskaźnik ten jest obliczany indywidualnie dla każdej gminy. Między innymi Dylewski [2014] uważa, że wysokość długu jednostek samorządu terytorialnego powinna być określona dokładnie i nie należy dopuścić do przekroczenia jej optymalnego poziomu.

Jedną z form racjonalizacji długu gminy jest wykorzystanie obligacji przychodowych. Ich ważną cechą jest to, że płatności z tytułu odsetek i spłaty kapitału są finansowane wyłącznie z dochodów z inwestycji, na które zostały wyemitowane. Z tego powodu wyróżnia się wiele rodzajów obligacji, m.in.: elektryczne, sportowo-rekreacyjne, wodno-kanalizacyjne, drogowe, przemysłowe, lotniskowe, szpitalne itp.

Podobne koncepcje obligacji korporacyjnych emitowanych przez spółki komunalne w celu finansowania projektów rozwoju regionalnego istnieją w niektórych gospodarkach rozwiniętych i rozwijających się. Celem większości projektów jest szeroko rozumiana infrastruktura. Takie obligacje infrastrukturalne emitowane są głównie w Stanach Zjednoczonych i Kanadzie. W USA zwolnione z podatku obligacje infrastrukturalne są głównym źródłem projektów infrastrukturalnych, a roczna wartość nowych emisji wynosi około 400 mld USD. W Europie Zachodniej wykorzystanie takich obligacji jest znacznie słabsze, a łączna wartość rynku obligacji infrastrukturalnych w 2012 roku wyniosła około 190 mld GBP. W krajach rozwijających się rynek obligacji infrastrukturalnych jest znacznie mniejszy. W 15 analizowanych krajach, w tym w Chile, Meksyku, Peru, RPA, ich łączna wartość nie przekracza 1,5% PKB [Inderst 2013].

Jednym z pierwszych emitentów obligacji przychodowych w Polsce jest Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Bydgoszczy. W grudniu 2005 roku przedsiębiorstwo wyemitowało pierwsze dwie transze obligacji przychodowych o wartości 100 mln zł, planując, że przyniosą one przychody 600 mln zł. Te obligacje przychodowe zostały przeznaczone na sfinansowanie projektu „Bydgoszcz Wodociągów i Kanalizacji II”. W 2006 roku obligacje przychodowe o wartości 166 mln zł zostały wyemitowane na finansowanie projektów spółki MPK w Łodzi. Ich wykup zaplanowano na 2020 r. Ponadto w 2010 roku miasto Gdańsk wyemitowało obligacje

przychodowe o wartości 340 mln zł [Lipszyc 2012]. Istotną cechą obligacji przychodowych w Polsce jest fakt, że wszelkie koszty związane z ich obsługą nie są wliczane do limitów zadłużenia gmin nałożonych przez ustawę o finansach publicznych.

Wnioski

Obligacje komunalne stały się dla gmin wygodną formą finansowania działalności, szczególnie działalności inwestycyjnej. Koszty tego rodzaju finansowania są znacznie niższe niż koszty związane z zaciągnięciem kredytu bankowego. Dają one większą elastyczność w kształtowaniu harmonogramu spłat. Samorządy mogą optymalnie dostosować plan spłaty obligacji do własnych możliwości budżetowych.

Obligacje komunalne są stosowane głównie w USA i Kanadzie. Wyposażenie ich w zwolnienia i przywileje podatkowe pomaga skutecznie pozyskać środki na finansowanie budowy infrastruktury i projektów rozwoju regionalnego prowadzonych przez gminy.

Od 1990 roku obligacje komunalne w Polsce pozwalają na finansowanie działalności bieżącej samorządów i długoterminowych inwestycji. Zainteresowanie nimi szczególnie wzrosło po przystąpieniu Polski do UE. Jednak wartość wyemitowanych obligacji komunalnych jest nadal niewielka. Duże i największe miasta są liderami w emisji obligacji komunalnych.

Perspektywa współfinansowania regionalnych projektów gospodarczych i infrastrukturalnych z funduszy strukturalnych UE wpłynęła na wzrost zadłużenia z tytułu nowych emisji obligacji komunalnych. Dla ograniczenia poziomu zadłużenia i powiązania zewnętrznego kapitału z zyskami z realizacji projektów gospodarczych samorządy lokalne organizują emisje obligacji przychodowych. Podobnie jak w krajach rozwiniętych takie obligacje mogą pomóc w finansowaniu infrastrukturalnych projektów w dużych polskich miastach.

Bibliografia

- Adamiak J., 2010, *Rynek obligacji komunalnych w okresie spowolnienia gospodarczego w Polsce* [w:] *Finanse przedsiębiorstw i finanse publiczne. Wybrane aspekty*, red. A. Uziębło, M. Kalinowski, M. Pronobis, „Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku”, Gdańsk.
- Adamiak J., Kołosowska B., Voss G., 2012, *Obligacje komunalne na rynku Catalyst jako źródło finansowania działalności jednostek samorządu terytorialnego*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, vol. XLVI, Sectio H, s. 101–109, Lublin–Polonia.
- Bitner M., 2006, *Finansowanie strukturalne w jednostkach samorządu terytorialnego – skąd przyszło, dokąd zmierza? Obligacje komunalne w Polsce*, „Zeszyty BRE Bank – CASE”, nr 84, s. 29–36.
- Dylewski M., 2014, *Zadłużenie JST – problemy nowej perspektywy finansowej UE*, „Studia Ekonomiczne”, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach: Finanse – problemy – decyzje, nr 198, cz. 1, s. 125–134.
- Inderst G., 2013, *Private Infrastructure Finance and Investment in Europe*, „European Investment Bank Working Papers”, no. 02.
- Janeta A., 2012, *Obligacje komunalne jako instrument finansowania rozwoju lokalnego i regionalnego*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 271, s. 236–246.

- Jastrzębska M., 2009, Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
- Kopańska A., 2004, *Rynek obligacji komunalnych w Polsce – czynniki jego obecnego kształtu oraz perspektywy rozwoju*, „Ekonomia”, nr 16, s. 75–94.
- Kopańska A., 2005, *Wykorzystanie zjawiska exit & voice do poprawy funkcjonowania lokalnego sektora publicznego*, „Samorząd Terytorialny”, nr 9, s. 50–59.
- Korolewska M., Marchewka-Bartkowiak K., 2011, *Zadłużenie samorządów terytorialnych w Polsce*, „Studia Biura Analiz Sejmowych (BAS)”, nr 4(28), s. 99–128.
- Leigland J., 1997, *Accelerating Municipal Bond Market Development in Emerging Economies: An Assessment of Strategies and Progress*, „Public Budgeting and Finance”, Summer, s. 57–79.
- Lipszyc J., 2012, *Pieniądze na inwestycje z przyszłych przychodów*. NBP, Obserwatorfinansowy.pl: [http://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/rotator/pieniadze-na-inwestycje-z-przyszlych-przychodow].
- Markowski K., 2002, *Rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce [w:] Problemy zarządzania na rynku kapitałowym*, red. K. Ciepa-Znamirowski, Wyd. KUL, Lublin.
- Martell Ch., Guess G., 2006, *Development of Local Government Debt Financing Markets: Application of a Market-Based Framework*, „Public Budgeting and Finance”, Spring, s. 88–119.
- Misterek W., *Zewnętrzne źródła finansowania działalności inwestycyjnej jednostek samorządu terytorialnego*, Difin, Warszawa.
- Szewczuk A., Kogut-Jaworska M., Ziolo M., 2011, *Rozwój lokalny i regionalny. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Świaniewicz P., Łukomska J., 2014, *Kto tonie w długach. Ranking – zadłużenie samorządów*, „Pismo Samorządu Terytorialnego WSPÓLNOTA”, nr 19: [http://www.myslowice.pl/data/newsFiles/nr_19_ranking_-_zadluzenie_samorzadow.pdf].
- Święcicki M., 2006, *Rynek obligacji komunalnych z perspektywy organizatora emisji*, „Obligacje Komunalne w Polsce – Zeszyty BRE Bank – CASE”, nr 84, s. 25–28.

Financing of local governments using municipal bonds

Summary

The paper examines the use of municipal bonds in funding activities of local governments in Poland. The research is based on the data from Ministry of Finance, ECB, Central Statistical Office and the platform CATALYST. The analysis indicates that in Poland the level of usage of bonds by municipalities is lower than the EU average. Poland's entrance to the EU and the EU structural funds significantly increased the interest of municipalities in funding investments with bonds, especially in 2008–2010. A significant portion of municipal bonds was dedicated to the regional development projects, mostly in infrastructure. In the years 2011–2014 the advantageous features of bonds caused an increase in the value of outstanding municipal bonds, as well as their share in the total municipal debt. Revenue bonds issued by the municipal enterprises have become a new option for funding infrastructure regional projects.

Key words: financing local governments, municipal bonds, debt securities