

Grażyna Kozuń-Cieślak

Politechnika Radomska

DZIESIĘĆ LAT RYNKU OBLIGACJI KOMUNALNYCH W POLSCE - DOŚWIADCZENIA I PERSPEKTYWY

1. Wybór źródła finansowania długiem - wprowadzenie

Polityka finansowa jednostki samorządu terytorialnego (JST) rozumiana jest jako celowe i świadome działanie władz samorządowych zmierzające do osiągnięcia w danych warunkach określonych celów z wykorzystaniem finansowych metod i instrumentów osiągania tych celów, a te wynikają z celów polityki socjalnej i gospodarczej JST. Nie oznacza to, że polityka finansowa jest jedynie ich odbiciem, ale przeciwnie — w gospodarce rynkowej polityka finansowa również kształtuje założenia polityki społecznej i ekonomicznej. Polityka długu jest elementem polityki finansowej, obok polityki dochodowej (w tym np. polityki podatkowej), polityki wydatkowej (w tym np. polityki wydatków na inwestycje komunalne), polityki równoważenia budżetu. Polityka długu JST określa cele i zasady działania w zakresie pozyskania środków ze zwrotnych źródeł finansowania oraz cele i zasady zarządzania długiem tak, aby skoordynować długoterminowe potrzeby JST z dostępnością źródeł dochodów [2, s. li.

Znajomość nowoczesnych metod zarządzania finansami i wiedza na temat źródeł pozyskiwania zwrotnych środków pieniężnych na finansowanie działalności inwestycyjnej JST wydaje się być szczególnie ważna w obliczu potrzeby nadrobienia wieloletnich zaległości rozwojowych wynikłych z niedoinwestowania gospodarki i konieczności jednoczesnego odciążania finansów publicznych na korzyść rynkowych mechanizmów redystrybucji dochodów. Segment obligacji komunalnych wpiął się już na trwałe w strukturę polskiego rynku dłużnych papierów wartościowych. Wykazując dynamiczny rozwój ilościowy, świadczy o rosnącym zainteresowaniu ze

strony władz samorządowych poszukiwaniem nowych, efektywnych źródeł pozyskiwania zwrotnych środków finansowych i sposobów dywersyfikacji długu.

Wśród czynników wpływających na wybór źródła finansowania z całą pewnością czynnikiem najważniejszym, ale nie jedynym, jest koszt obsługi długu, zwłaszcza w przypadku pożyczkobiorcy, którego zadania obejmują zaspokajanie szeroko rozumianych potrzeb społeczności lokalnych. Dopełnieniem kosztowej analizy atrakcyjności oferty pożyczkowej są możliwości osiągnięcia przez pożyczkobiorcę dodatkowych celów. Dlatego dopełnieniem kosztowej analizy atrakcyjności danej oferty pożyczkowej są atrybuty określonych instrumentów dłużnych, które stwarzają możliwości osiągnięcia przez pożyczkobiorcę dodatkowych celów. W przypadku jednostki samorządowej takimi celami mogą być:

- **Zastosowanie takich źródeł finansowania, które nie podlegają regulacjom prawnym dotyczącym limitów zadłużenia** — np. emisja obligacji przychodowych umożliwia uprawnionym podmiotom zaciąganie zobowiązań dłużnych, które nie podlegają ograniczeniom wynikającym z zapisu art. 113, ust. 1 ustawy o finansach publicznych.
- **Unikanie złożonych procedur zaciągania długu i jego obsługi** — zarówno w przypadku kredytu, jak i emisji obligacji pożyczkobiorca zobowiązany jest do spełnienia wymogów proceduralnych określonych prawem bankowym, regulacjami wewnątrzbankowymi lub prawem regulującym emisję i obrót papierami wartościowymi.
Emisja obligacji uważana jest powszechnie za bardziej skomplikowaną od zaciągania kredytu. Kolejne etapy organizacji emisji wymagają zazwyczaj korzystania z usług wyspecjalizowanych instytucji, jak również odpowiedniej sprawozdawczości w całym okresie zapadalności emisji. Złożoność procedury emisyjnej zależy od rodzaju emisji — czy zostanie zrealizowana w trybie subskrypcji publicznej, czy prywatnej. Najmniej skomplikowana jest emisja skierowana do obrotu niepublicznego i w tym przypadku złożoność procedur można porównać do procedur zaciągania kredytu bankowego. Ponadto zarówno emisja obligacji, jak i zaciąganie przez gminę kredytów bankowych może się wiązać z koniecznością ustanowienia prawnych zabezpieczeń długu. Praktyka jednak wskazuje, że w przypadku emisji obligacji zabezpieczenia nie są ustanawiane.
- **Społeczne korzyści wynikające z szybkiej realizacji kosztownych projektów inwestycyjnych** — infrastrukturalne projekty inwestycyjne wymagają zazwyczaj zaangażowania bardzo dużych środków pieniężnych w relatywnie krótkim okresie, co gwarantuje maksymalną społeczno-ekonomiczną efektywność przedsięwzięcia. W takich przypadkach dostępność wymaganych kwot kapitału odgrywa istotną rolę przy wyborze źródła jego pozyskania. Emisja obligacji, ze swej istoty, zapewnia niemal nieograniczony dostęp do kapitału pożyczkowego — nabywców papierów wartościowych może być wielu, a w gronie potencjalnych obligatariuszy mogą, oprócz banków, znaleźć się instytucje finansowe, takie jak fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne,

towarzystwa ubezpieczeniowe, przedsiębiorstwa, jak również osoby fizyczne, nie wyłączając inwestorów zagranicznych.

Możliwe jest również zaciągnięcie kredytu bankowego udzielonego przez konsorcjum banków, ale to zazwyczaj komplikuje procedury i zwiększa koszty kredytu.

- **Międzypokoleniowa sprawiedliwość** — rozłożenie w długim okresie spłaty zobowiązań wynikających z pożyczek zaciągniętych na realizację projektów, które służyć będą wielu następnym pokoleniom. Wówczas istotnym czynnikiem przy wyborze źródła finansowania jest długość okresu zadłużeniowego. Emisje obligacji umożliwiają zaciąganie długu długoterminowego nawet na 20- 30 lat. W przypadku kredytu bankowego zaciągnięcie długu na tak długi okres może być niemożliwe lub bardzo trudne i wymaga gwarancji rządowych.
- **Osiągnięcie akceptacji społeczności lokalnych dla podejmowanych przedsięwzięć** — zapoznanie mieszkańców z aktualną sytuacją finansową gminy, określenie potrzeb oraz zaprezentowanie realizowanych i planowanych projektów inwestycyjnych opinii publicznej jest warunkiem zrozumienia i akceptacji dla tych działań.
Doskonałym sposobem przyciągnięcia uwagi mieszkańców do działań podejmowanych przez jednostkę samorządową jest propozycja współudziału w tych przedsięwzięciach poprzez udzielenie pożyczki. Zainteresowanie społeczności lokalnych nabywaniem obligacji, dzięki którym zostaną sfinansowane określone projekty, można uznać za wyraz akceptacji dla inicjatyw władz samorządowych.
- **Efekty marketingowe** — dynamiczny rozwój gospodarczy regionu uzależniony jest również od tego, jak jest on postrzegany przez inwestorów z sektora prywatnego. Kształtowanie wizerunku danej jednostki samorządu terytorialnego, jako podmiotu innowacyjnego i aktywnie zarządzanego, znacznie podnosi jego atrakcyjność w oczach inwestorów.
Zaistnienie gminy na rynku kapitałowym jako emitenta obligacji jest zapewne dla jej decydentów swoistym świadectwem nowatorskiego podejścia w zarządzaniu finansami.

Wymienione czynniki wpływające na ocenę atrakcyjności obligacji z punktu widzenia pożyczkobiorcy, w połączeniu z niskim kosztem obsługi zadłużenia [3; 4], czyni je potencjalnie bardzo atrakcyjną formą zaciągania długu. Tymczasem obserwuje się znaczny rozwój ilościowy rynku obligacji komunalnych przy jednoczesnym bardzo słabym rozwoju jakościowym.

2. Rynek obligacji komunalnych **— rozwój ilościowy vs. jakościowy (1996 - czerwiec 2006)**

Pierwsze emisje obligacji komunalnych miały miejsce w 1996 r. Zaledwie 10 gmin zdecydowało się wówczas na taką formę pozyskania zwrotnych środków

finansowych. Od tego czasu aktywność jednostek samorządu terytorialnego na rynku dłużnych papierów wartościowych systematycznie wzrastała. O postępie ilościowym świadczą następujące dane:

- w latach 1996-2006 udział rynku obligacji komunalnych w łącznej wartości rynku obligacji pozaskarbowych w Polsce utrzymywał się na poziomie wynoszącym 20- 35% (mimo znacznego wzrostu wartości rynku obligacji emitowanych przez przedsiębiorstwa) [6];
- w całym badanym okresie wartość rynku obligacji komunalnych dynamicznie wzrastała, przy czym należy zaznaczyć, że do roku 2002 roczne przyrosty wartości rynku były największe (w roku 1997 wartość rynku wzrosła niemal dziesięciokrotnie, w pozostałych latach roczna dynamika kształtowała się na poziomie 24- 90%), natomiast od 2003 r. utrzymują się na poziomie 11-19%. Na koniec czerwca 2006 r. wartość rynku obligacji komunalnych w Polsce przekroczyła 3,4 mld PLN (tab. 1);

Tabela 1. Rynek obligacji komunalnych w Polsce — liczba emitentów i wartość rynku w latach 1996-2006

Rok	Liczba emitentów	Wartość rynku		Rok	Liczba emitentów	Wartość rynku	
		w mln PLN	dynamika rok poprzedni =100			w mln PLN	dynamika rok poprzedni =100
1996	10	30,1	—	2002	192	2 218,8	136,2
1997	28	296,9	986,4	2003	201	2 639,1	118,9
1998	40	526,1	177,2	2004	227	2954,5	112,0
1999	53	653,6	124,2	2005	264	3 295,2	111,5
2000	89	859,6	131,5	VI 2006	276	3 418,6	103,8
2001	149	1 628,6	189,5				

Źródło: opracowanie własne na podstawie biuletynów *Rating & Rynek*, Fitch Polska SA.

- liczba emitentów wzrosła z 10 w 1996 r. do 264 w roku 2005, a według danych aktualnych na koniec czerwca 2006 r. rynek rozszerzyło kolejnych 12 jednostek samorządowych (tab. 1);
- w ciągu badanego okresu zostało zrealizowanych 375 emisji — największa ich liczba zrealizowana została przez jednostki samorządowe z województw wielkopolskiego (59), dolnośląskiego (53) i zachodniopomorskiego (41), jednocześnie mają one łącznie największy udział w tworzeniu rynku obligacji komunalnych — 46% wartości rynku (tab. 2);
- wśród 375 emisji 92 to emisje zrealizowane przez powiaty, a 4 przez samorządowe województwa.

Tabela 2. Emisje obligacji komunalnych na rynku krajowym wg województw (stan na 30 czerwca 2006 r.)

Województwo	Liczba emisji	Wielkość emisji	
		w mln PLN	udział w %
Dolnośląskie	53	492,15	14,38
Kujawsko-pomorskie	29	325,88	9,53
Lubelskie	24	253,68	7,41
Lubuskie	15	56,70	1,66
Łódzkie	9	47,52	1,39
Małopolskie	21	97,20	2,84
Mazowieckie	29	231,78	6,77
Opolskie	9	53,53	1,56
Podkarpackie	27	197,85	5,78
Podlaskie	3	27,70	0,82
Pomorskie	26	256,35	7,49
Śląskie	14	234,20	6,85
Świętokrzyskie	3	18,50	0,54
Warmińsko-mazurskie	13	43,40	1,27
Wielkopolskie	59	835,74	24,42
Zachodniopomorskie	41	249,48	7,29
Łącznie	375	3421,66	100,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie [6].

Należy jednak zaznaczyć, że mimo dynamicznego wzrostu rynku obligacji komunalnych, kredyt bankowy ciągle jest najbardziej popularną formą zaciągania długu przez jednostki samorządowe, stanowiąc ok. 80% ich zobowiązań ogółem (tab. 3).

Tabela 3. Udział kredytów i pożyczek oraz papierów wartościowych w zobowiązaniach ogółem jednostek samorządu terytorialnego w Polsce w latach 1999-2005

Sposób zadłużenia	Rok						
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Kredyty i pożyczki	82,1%	78,6%	79,8%	79,7%	79,8%	81,6%	83,3%
Emisja papierów	11,3%	10,2%	13,7%	15,5%	16,3%	16,4%	15,5%

Źródło: informacja o stanie zobowiązań według tytułów dłużnych za lata 1999-2005 jednostek samorządu terytorialnego, Ministerstwo Finansów (www.mfgov.pl).

Mimo dynamicznego rozwoju ilościowego, analizy cech konstrukcyjnych poszczególnych zobowiązań obligacyjnych, sposobu organizacji emisji i obrotu wtórnego oraz struktury nabywców obligacji nie dają podstaw do pozytywnej oceny

rozwoju jakościowego' tego segmentu rynku. Dziesięcioletnie doświadczenia wskazują, że segment komunalny nie umacnia się w spełnianiu zasadniczych funkcji rynku kapitałowego, a więc alokacji, mobilizacji i wyceny kapitału oraz podstawowych cech, takich jak rzetelność, przejrzystość i płynność.

Oto jaki jest rynek obligacji komunalnych w Polsce:

- obligacje emitowane są w trybie oferty niepublicznej, kierowanej do oznaczonego adresata (oprócz obligacji Ostrowa Wielkopolskiego wyemitowanych w 1996, 1997 i 1999 r., Wrocławia z 2000 r., Rybnika z 2002 r. oraz Poznania z 2003 r.);
- obligacje nie są wprowadzane do publicznego obrotu wtórnego; obrotem wtórnym zajmują się banki organizujące emisje (jedynie wymienione wyżej emisje w trybie oferty publicznej wprowadzone zostały do obrotu wtórnego na rynku CeTO);
- rynek nie jest wzbogacany o walory nowe i modyfikowane poprzez wmontowane w nie opcje (dotychczas miała miejsce tylko jedna emisja obligacji przychodowych i tylko jedna taka emisja obligacji z wbudowaną opcją cali);
- wszystkie emisje posiadają bankowe gwarancje objęcia i jednocześnie banki stanowią największą grupę nabywców obligacji komunalnych (tab. 4);

Tabela 4. Struktura nabywców obligacji komunalnych, struktura wg wartości nominalnej (stan na 31 maja 2006 r.)

Inwestorzy	31 maja 2006 r.
Banki	74,7%
Towarzystwa ubezpieczeniowe	1,8%
Przedsiębiorstwa	1,9%
Podmioty zagraniczne	16,0%
Inne instytucje finansowe	3,9%
Pozostałe jednostki	1,7%

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Rating & Rynek* raporty roczne, Fitch Polska S.A.

- obligacje są niezabezpieczone w rozumieniu art. 6 Ustawy o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 r.;
- w znakomitej większości obligacje oprocentowane są według zmiennej stopy procentowej opartej głównie na rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych (nieliczne są emisje oprocentowane według stałej stopy procentowej lub zmiennej opartej na WIBOR);
- dominują roczne okresy odsetkowe;
- wszystkie wyemitowane obligacje są zobowiązaniami krótko- i średniotermi-

„Dobór cech pozwalających ocenić poziom rozwoju tynku w ujęciu ilościowym i jakościowym został dokonany na podstawie: [5, s. 2-6; 1, s. 65; 7, s. 19 -21].

nowymi, o dominującym terminie zapadalności wynoszącym od 3 do 8 lat (zrealizowano zaledwie ok. 30 emisji o terminie zapadalności 10-15 lat);

- dominują emisje bardzo małe, nieprzekraczające 10 mln PLN (stanowią one ok. 80%);
- na rynku występuje znikoma weryfikacja emitentów pod względem wiarygodności kredytowej — brak wyraźnych korzyści w postaci najniższych marż inwestorskich dla jednostek samorządowych posiadających pozytywne oceny ratingowe.

3. Wnioski i rekomendacje

Zaprezentowane informacje pozwalają stwierdzić, że dynamicznemu rozwojowi ilościowemu rynku obligacji komunalnych w Polsce nie towarzyszy dostateczny rozwój jakościowy tego rynku. Wymienione spostrzeżenia świadczą o tym, że rynek nie weryfikuje na bieżąco atrakcyjności inwestycyjnej poszczególnych emisji komunalnych i nie stwarza warunków do przepływu środków pieniężnych do emitentów i przedsięwzięć o najwyższej ocenie efektywności gospodarowania. Brak bieżącej wyceny obligacji poprzez notowania na rynku wtórnym nie pozwala inwestorom weryfikować podjętych decyzji oraz pozbawia emitentów źródła informacji o postrzeganiu ich działań przez inwestorów. Brak obrotu publicznego niekorzystnie wpływa na ocenę płynności obligacji komunalnych. Skutkiem tego zmniejszone jest zainteresowanie obligacjami komunalnymi potencjalnych inwestorów, zwłaszcza tych, którzy z mocy prawa mogą nabywać papiery znajdujące się w obrocie niepublicznym w bardzo ograniczonym zakresie².

Niepubliczny charakter emisji, z gwarancją organizatora do objęcia całości wyemitowanych papierów, sprzyja przekształcaniu się zobowiązań obligacyjnych w parakredyty, a banki — organizatorzy emisji przeradzają się w beneficjentów odsetek od obligacji.

Przejrzystość i rzetelność rynku, rozumianą jako odpowiedni sposób zawierania transakcji i informowania o ich realizacji, a także sposób i tryb przekazywania do publicznej wiadomości informacji pochodzących od emitenta, również należy uznać za niedostateczne. Mogą one wynikać jedynie z faktu jawności finansów publicznych, a nie z dopełniania przez emitentów wymogów bieżącej i okresowej sprawozdawczości wymaganej przez przepisy regulujące publiczny obrót papierami wartościowymi.

Można zatem mówić o nieefektywności rynku obligacji komunalnych jako mechanizmu wyceniającego, odzwierciedlającego wszystkie dostępne dla rynku informacje dotyczące emisji, emitenta i jego otoczenia. Czy wobec powyższych uwag rynek obligacji komunalnych w Polsce ma szansę

² Na przykład fundusze emerytalne mają prawo inwestować do 15% aktywów w obligacje komunalne dopuszczone do obrotu publicznego, a zaledwie do 5% aktywów w obligacje komunalne nie dopuszczone do publicznego obrotu (DzU 1998 nr 63, poz. 407).

stać się w pełni ukształtowanym rynkiem papierów wartościowych, stanowiącym aktywnie wykorzystywaną formą zaciągania zobowiązań dłużnych przez jednostki samorządu terytorialnego? Odpowiedź na to pytanie wydaje się być twierdząca pod warunkiem zaistnienia szeregu zmian legislacyjnych wzmacniających zarówno popytową, jak i podaźową stronę rynku, przy równoczesnym wsparciu rozwoju rynku wtórnego. W przypadku jednostek samorządu terytorialnego decyzje dotyczące rozmiarów zadłużenia i dobow instrumentów dłużnych mają szczególne znaczenie, gdyż pośrednio decydują o zakresie realizowanych inwestycji, a przez to o bieżących i przyszłych rozmiarach i jakości świadczonych dóbr i usług publicznych. W perspektywie długiego okresu dynamiczny rozwój gospodarczy Polski — oparty na rozwoju samorządnych gmin, powiatów i województw — będzie wymagał restrykcyjnej polityki budżetowej oraz poszukiwania pozabudżetowych źródeł finansowania prorozwojowej działalności jednostek samorządowych, w tym źródeł zwrotnych, których dobór będzie oparty na analizie kosztowych i pozakosztowych przewag. Taka koncepcja finansowania działalności inwestycyjnej jednostek samorządu terytorialnego pozwoli na wprowadzenie mechanizmów rynkowych w procesy zarządzania publicznymi środkami pieniężnymi, a tym samym stanie się czynnikiem podnoszenia efektywności gospodarowania w sektorze publicznym.

Dotychczas emisja obligacji komunalnych jest w Polsce najbardziej efektywnym instrumentem zwrotnych środków finansowych pozyskiwanych na zasadach komercyjnych, a dynamiczny ilościowy i jakościowy rozwój rynku tych papierów wartościowych stanowić może w przyszłości istotny czynnik rozwoju i wzrostu gospodarczego opartego na finansowaniu inwestycji poprzez rynkowy mechanizm redystrybucji dochodów.

Literatura

- [1] Gruszecki T., *Institucje i rynki finansowe*, Wyższa Szkoła Zarządzania i Przedsiębiorczości im. Bogdana Jańskiego, Warszawa 1998.
- [2] Jastrzębska M., *Polityka długu jednostki samorządu terytorialnego*, „Bank i Kredyt”, wrzesień 2002.
- [3] Kozuń-Cieślak G., *Obligacje komunalne czy kredyt bankowy — efektywność finansowania długiem*, „Przedsiębiorczość i Zarządzanie” t. VII, z. 1A, red. T. Dudycz, Społeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi, Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu, Łódź — Wrocław 2006.
- [4] Kozuń-Cieślak G., *Obligacje komunalne czy kredyt bankowy — kalkulacje kosztu kapitału*, [w:] *Gospodarka lokalna i regionalna w teorii i praktyce*, red. R. Broi, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1083, AE, Wrocław 2005.
- [5] *Projekcja rozwoju rynku kapitałowego, polityki kursowej i rynku walutowego oraz rynku pochodnych instrumentów finansowych do roku 2003*, red. E. Pietrzak, „Transformacja Gospodarki” nr 102, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 1999.
- [6] Raporty o stanie rynku. Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych, FITCH POLSKA SA, Warszawa 2003.

[7] Socha J., *Rynek, giełda, inwestycje*, Instytut Naukowo-Wydawniczy OLYMPUS, Centrum Edukacji i Rozwoju Biznesu SA, Warszawa 1998.

TEN YEARS OF THE MUNICIPAL BOND MARKET IN POLAND - EXPERIENCE AND PERSPECTIVES

Summary

Decentralization of the nation's functions made the municipal governments' administrators use particularly the managing skills especially in the context of a very difficult choice between the socially useful and the economically explained. The knowledge of modern finance management methods and the ways of getting financial sources is more important nowadays because in current situation of public finances quick compensation for many years' developmental unfulfilled tasks arising from economical under-investment is possible only through accomplishing investments that use outside financial sources.

In the present report the attention has been focused on the problems connected with using bonds issues as a financial source by communes. The subject has been formulated from the quantitative and the qualitative point of view of the municipal bonds' market estimation, which allowed to predict the position of this finance instrument in governing the debt by the municipal government units in the future.

DESET LET TRHU KOMUNÁLNÍCH DLUHOPISŮ V POLSKU — ZKUŠENOSTI A PERSPEKTIVY Anotace

Decentralizace funkce státu postavila před samosprávami požadavek zvláštních dovedností ho podaření, především v kontextu náročné volby mezi tím, co je veřejně užitečné a tím, co je opodstatněné ekonomicky. Znalost moderních metod finančního řízení a způsobů získávání peněžních prostředků je tím významnější, že v současné situaci veřejných financí je rychlé vyřešení mnohaletých rozvojových zaostalostí vyplývajících z nedoinvestování ekonomiky možné pouze realizací investic při využití externích zdrojů financování.

V příspěvku je pozornost věnována otázkám využití emise dluhopisů jako zdroje financování bcí. Téma je pojato s ohledem na kvantitativní a kvalitativní hodnocení rozvoje trhu komunálních dluhopisů, umožňujícího předvídat využití tohoto finančního nástroje v nakládání s dluhy samospráv do budoucnosti.

ZEHN JAHRE DES MARKTES KOMMUNALER OBLIGATIONEN IN POLEN — ERFAHRUNGEN UND PERSPEKTIVEN

Zusammenfassung

Die Dezentralisierung der Funktion des Staates hat vor den Selbstverwaltungsbehörden die Forderung besonderer Wirtschaftskenntnisse gestellt, besonders im Kontext einer schweren Auswahl

zwischen dem was gesellschaftlich nützlich zu sein scheint und dem was ökonomisch begründet ist.

Die Kenntnis moderner Finanzierungsmethoden sowie der Methoden, wie man an die Geldmitteln herankommt, ist umso wesentlicher, da in der jetzigen Situation öffentlicher Finanzen, ein schnelles Nachholen langjähriger Entwicklungsrückstände als Folge der zu gering investierten Wirtschaft, nur dann möglich ist, wenn Investitionen mit Hilfe der Finanzierungsquellen von Außen eingesetzt werden.

Im obigen Referat wurde die Aufmerksamkeit auf die Problematik der Nutzung durch die Gemeinden der Obligationsemissionen als Finanzierungsquelle konzentriert. Das Thema wurde unter dem Gesichtspunkt quantitativer und qualitativer Bewertung der Marktentwicklung kommunaler Obligationen behandelt, die es erlauben die Position dieses Finanzinstrumentes beim Verwalten von Schulden der Selbstverwaltenden Einheiten in Zukunft zu prognostizieren.