Marcin Wiśniewski

Dłużne papiery wartościowe w finansowaniu jednostek samorządu terytorialnego w Polsce

Debt securities in financing local government units in Poland

The aim of the paper is to show the importance of the capital market for local government units. These entities often use repayable financing of their tasks, including capital market instruments, bonds in particular. First, the article reviews the legislation on the use of debt instruments by local government units in Poland. Second, on the basis of a quantitative study of data characterising the local government bond market, an assessment of the importance of bonds for the financing of local governments is presented.

DOI	https://doi.org/10.31268/StudiaBAS.2021.39
Słowa kluczowe	samorząd terytorialny, dług publiczny, rynek kapitałowy, obligacje
Keywords	local government, public debt, capital market, bonds
O autorze	doktor habilitowany nauk społecznych, dyscyplina ekonomia i finanse, adiunkt, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Katedra Inwestycji i Rynków Finansowych • ✉ marcin.wisniewski@ue.poznan.pl • ORCID 0000-0003-4609-6143

Artykuł został udostępniony na licencji Creative Commons – Uznanie Autorstwa 3.0 Polska (CC BY 3.0 PL).

Wstęp

Samorząd terytorialny jest odpowiedzialny za realizację wielu różnorodnych zadań publicznych. Aby jednostki samorządu terytorialnego (JST) mogły się z nich wywiązać, mają do dyspozycji dochody publiczne, które zwykle okazują się niewystarczające, zwłaszcza w warunkach rosnących oczekiwań członków wspólnot samorządowych wobec ich władz. Dodatkowym źródłem finansowania działań jednostek mogą być przychody, które w większości mają charakter zwrotny i przyjmują postać zaciągniętych kredytów oraz pożyczek czy wyemitowanych dłużnych papierów wartościowych. Bankowo zorientowany system finansowy w Polsce sprawia, że przeważającą część dłużnych instrumentów finansowych, z których korzystają JST, stanowią kredyty i pożyczki. Jednakże znaczący udział w tworzeniu długu samorządowego mają również dłużne instrumenty rynku kapitałowego, w szczególności obligacje.

Celem niniejszego artykułu jest, po pierwsze, scharakteryzowanie JST jako uczestników rynku kapitałowego – w opracowaniu zostaną opisane uwarunkowania zaciągania długu przez jednostki w formie dłużnych papierów wartościowych, w tym obligacji – po drugie, dokonanie oceny wykorzystania instrumentów rynku kapitałowego przez JST w Polsce. Badanie będzie dotyczyć wielkości i charakterystyki obligacji samorządowych, a także wykorzystania mniej popularnych rodzajów obligacji, takich jak obligacje przychodowe i zielone.

Finansowanie zwrotne jednostek samorządu terytorialnego w Polsce – podstawy prawne zaciągania zobowiązań

Aby zanalizować wykorzystanie przez jednostki samorządu terytorialnego finansowania zwrotnego, w tym pochodzącego z emisji dłużnych instrumentów rynku kapitałowego, należy wskazać na przyczyny zaciągania długu oraz regulacje prawne w tym zakresie.

Zgodnie z Konstytucją Rzeczypospolitej Polskiej jednostkom samorządu terytorialnego powinny być zapewnione dochody publiczne odpowiednie do przypisanych JST zadań. Wśród tych dochodów wyróżnia się dochody własne, subwencje ogólne i dotacje celowe, a ich źródła są określone w osobnej ustawie. Co ważne, zapisano również, że dochody te powinny być odpowiednio modyfikowane wraz ze zmianami zadań i kompetencji jednostek¹.

Z punktu widzenia jednostek największe znaczenie powinny mieć dochody własne, ponieważ powstają i pozostają na terenie danej jednostki, a jej władze mają wpływ na wydajność podatkową tego źródła finansowania. Ta kategoria finansowa nie została jednakże jednoznacznie zdefiniowana w polskim prawie. Przyjmuje się, że dochody własne JST wiążą się z trwałym i bezwarunkowym przyznaniem tym jednostkom źródeł środków publicznych². Pozostałe kategorie dochodów samorządowych (subwencje i dotacje) mają charakter transferów, w szczególności pomiędzy budżetem centralnym a budżetami jednostek, stąd ich występowanie przekłada się na ograniczenie samodzielności finansowej jednostek.

Dochody własne poszczególnych rodzajów jednostek są różnicowane, przy czym w najkorzystniejszej sytuacji w tym zakresie są gminy, którym przyznano najszerszy katalog danin³. Pozostałe jednostki, a więc powiaty i województwa, nie posiadają dochodów, na które miałyby bezpośredni wpływ⁴. Wśród dochodów własnych dominują przede wszystkim podatki i opłaty lokalne, ale *sensu largo* zalicza się do nich również udziały we wpływach z podatków dochodowych⁵.

Dochody własne, w tym w szczególności dochody podatkowe, mają największe znaczenie dla realizacji przez władze lokalne zadań publicznych, zwłaszcza dla samodzielności kształtowania własnej gospodarki finansowej. W niniejszym artykule szczególny nacisk zostanie położony na kwestię odrębnych źródeł finansowania – przychodów, ale należy w tym miejscu podkreślić, że to właśnie od dochodów jednostki (w tym głównie własnych) zależy możliwość korzystania ze zwrotnych źródeł finansowania, a taki charakter ma większość przychodów (o czym dalej). Zdolność do zaciągania

1 Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz.U. nr 78, poz. 483, ze zm.), art. 167.

2 E. Kornberger-Sokołowska, *Zasada adekwatności w systemie finansów samorządu terytorialnego w Polsce*, LexisNexis, Warszawa 2013, s. 66.

3 *Współczesne finanse publiczne. Ujęcie sektorowe*, red. A. Alińska, B. Woźniak, Difin, Warszawa 2019, s. 286.

4 P. Swianiewicz, *Finanse samorządowe. Koncepcje, realizacja, polityki lokalne*, Municipium, Warszawa 2011, s. 72.

5 Oczywiście jest, że przedmiotowych udziałów nie można traktować jako źródeł własnych (wpływy z całości podatków nie pozostają w jednostce, a władze lokalne nie mają nad nimi władztwa podatkowego), na co wskazywano już od początku reformy samorządowej. Por. *Usługi bankowe dla samorządu terytorialnego*, red. E. Denek, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2000, s. 27–29. Niemniej w stosowanej klasyfikacji budżetowej uznaje się je za dochody własne, a nie dochody uzupełniające.

długu (zdolność kredytowa⁶) jest uzależniona od możliwości generowania nadwyżek finansowych⁷, a te są bezpośrednio związane z potencjałem, jaki tkwi w posiadanych dochodach własnych.

Żeby przejść do przedmiotu niniejszego artykułu, czyli instrumentów dłużnych emitowanych przez JST, należy wskazać, że w rozumieniu ustawy o finansach publicznych stanowią one element środków publicznych⁸, tj. środków, za pomocą których są finansowane zadania publiczne. W przepisach szczegółowych dotyczących gospodarki finansowej JST ustawa ta stanowi, że deficyt budżetu jednostki samorządu terytorialnego, czyli ujemna różnica pomiędzy dochodami a wydatkami budżetowymi, może być sfinansowany przychodami pochodzącymi z kilku źródeł⁹:

- ze sprzedaży papierów wartościowych wyemitowanych przez jednostkę samorządu terytorialnego,
- z kredytów,
- z pożyczek,
- z prywatyzacji majątku jednostki samorządu terytorialnego,
- z nadwyżki budżetu jednostki samorządu terytorialnego z lat ubiegłych, pomniejszonej o środki określone w ostatnim z wymienionych punktów,
- z wolnych środków jako nadwyżki środków pieniężnych na rachunku bieżącym budżetu jednostki samorządu terytorialnego, wynikających z rozliczeń wyemitowanych papierów wartościowych, z kredytów i pożyczek z lat ubiegłych,
- ze spłaty udzielonych pożyczek w latach ubiegłych,
- z niewykorzystanych środków pieniężnych na rachunku bieżącym budżetu, pochodzących z rozliczenia dochodów i wydatków nimi finansowanych, związanych ze szczególnymi zasadami wykonywania budżetu określonymi w odrębnych ustawach oraz wynikających z rozliczenia środków określonych w art. 5 ust. 1 pkt 2 i dotacji na realizację programu, projektu lub zadania finansowanego z udziałem tych środków.

We wskazanym powyżej przepisie pierwsze trzy rodzaje przychodów mają charakter zwrotny, tzn. ich wykorzystanie oznacza zaciągnięcie przez jednostkę zobowiązań, które w przyszłości muszą zostać spłacone właścicielowi kapitału. Pozostałe przychody mają charakter źródeł własnych i są to posiadane niewykorzystane środki finansowe, kapitały, które jednostka pożyczyla w przeszłości innym podmiotom, czy wygospodarowane w przeszłości nadwyżki budżetowe.

Wśród przychodów o charakterze zwrotnym zostały wymienione:

- kredyty, których z mocy prawa mogą udzielać w Polsce wyłącznie banki¹⁰,
- pożyczki, które mogą być udzielane jednostkom właściwie przez wszystkie osoby posiadające zdolność do czynności prawnych¹¹, ale w szczególności są nimi często np. inne JST, agen-

6 Zdolność kredytową definiuje się jako zdolność kredytobiorcy do spłaty długu wraz z należnymi odsetkami w terminach umownych (ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. 2020, poz. 1896, 2320, 2419; Dz.U. 2021, poz. 432, 680, 815, 1177), art. 70). Zdolność ta będzie więc odnoszona również do innych niż kredyt form zaciągania zobowiązań.

7 M. Wiśniewski, *Ocena zdolności kredytowej gminy*, Difin, Warszawa 2011, s. 96.

8 Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz.U. 2021, poz. 305, 1236, 1535), art. 5.

9 *Ibidem*, art. 217.

10 Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe..., art. 5, ust. 1.

11 Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (Dz.U. 2020, poz. 1740), art. 10, 720.

cje rządowe, m.in. fundusze (narodowy i wojewódzkie) ochrony środowiska i gospodarki wodnej,

- papiery wartościowe wyemitowane przez jednostki.

Dalsze rozważania zostaną poświęcone ostatniej grupie przychodów, gdyż to one stanowią przedmiot obrotu na rynku kapitałowym. Zanim jednak uwaga zostanie zwrócona na papiery wartościowe, warto przyrzec się limitowaniu długu samorządowego.

Wykorzystywanie zwrotnych źródeł finansowania przez jednostki stanowi o ich niezależności finansowej, jednakże może być ono nieodpowiednie, dlatego ten proces podlega regulacjom w zakresie dyscypliny finansów publicznych. Nie ma w niniejszym opracowaniu miejsca na prowadzenie dyskursu na temat długu publicznego i wykorzystywania go przez samorząd terytorialny¹², jednakże w celu opisanego zaangażowania jednostek na rynku kapitałowym jako emitentów należy wspomnieć właśnie o limitach długu.

Pierwsze przepisy we współczesnych regulacjach dotyczących zadłużenia jednostek miały charakter jednorodny i nie uwzględniały kondycji finansowej jednostki¹³. Nowelizacja ustawy o finansach publicznych z 2009 r. wprowadziła wraz z czteroletnim *vacatio legis* indywidualny wskaźnik zadłużenia, który miał charakter indywidualny i uzależniał zdolność jednostki do zaciągania długu od jej możliwości generowania nadwyżek finansowych mających być podstawą szacowania zdolności do obsługi zobowiązań w przyszłości. Wskaźnik, który zaczął obowiązywać od 2014 r., wyznaczał dla każdej jednostki indywidualny limit obsługi długu (rozchody, czyli spłata zadłużenia, i wydatki na obsługę zadłużenia, przede wszystkim odsetki, ale i koszty związane z emisją długu), którego wartość była uzależniona od historycznej (wyliczonej z ostatnich trzech lat) nadwyżki operacyjnej (stanowiącej dochody bieżące pomniejszone o wydatki bieżące) powiększonej o dochody ze sprzedaży majątku¹⁴. Podejście takie było racjonalne, ponieważ jednostki traktowano jako typowych dłużników, a ocenę ich zdolności do zaciągania zobowiązań uzależniano od możliwości tworzenia przez te podmioty nadwyżek finansowych. Jednakże rozwiązanie takie było krytykowane i postulowano wiele zmian, m.in. w zakresie składowych limitu i okresu wyliczenia średniej kroczącej nadwyżki operacyjnej¹⁵.

Przedstawiane postulaty uzyskały akceptację w ostatnich latach, a pandemia COVID-19 stała się katalizatorem zmian oraz wsparcia dla jednostek w trudnym czasie epidemii. Zgodnie z wprowadzonymi w latach 2019–2020 nowelizacjami m.in. wydłużono okres obliczania limitu do ostatnich siedmiu lat oraz wykluczono spod jego obowiązywania nie tylko kwestie restruk-

12 Szersze rozważania można znaleźć w: M. Wiśniewski, *Obligacje w finansowaniu zadań publicznych. Mechanizmy tradycyjne i nowoczesne*, CeDeWu, Warszawa 2019, s. 79–117; M. Poniatowicz, J.M. Salachna, D. Perło, *Efektywne zarządzanie długiem w jednostce samorządu terytorialnego*, Wolters Kluwer, Warszawa 2010; M. Jastrzębska, *Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego*, Wolters Kluwer, Warszawa 2009.

13 Ustawa z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych (Dz.U. nr 249, poz. 2103 i 2104), art. 169 i 170.

14 Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych..., art. 243.

15 K. Marchewka-Bartkowiak, M. Wiśniewski, *Indywidualny wskaźnik zadłużenia JST – ocena krytyczna i propozycje zmian*, „Analizy BAS” 2012, nr 21(88); M. Wiśniewski, *Nadwyżka operacyjna i dochody ze sprzedaży majątku jako podstawa limitowania zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w Polsce – analiza dynamiczna*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, cz. 3, nr 2.

turyzacji długu¹⁶, lecz także – co ważne w dobie kryzysu pandemicznego – dług związany z dodatkowymi działaniami przeciwdziałającymi sytuacji epidemicznej¹⁷.

Stosowanie limitów dotyczących zadłużenia i konieczność posiadania zrównoważonego bieżącego salda budżetu¹⁸ są obowiązkowe dla JST. Wiedza w tym zakresie jest niezbędna dla uczestników rynku kapitałowego, w szczególności inwestorów nabywających emitowane przez jednostki dłużne papiery wartościowe. Co prawda nie ma w świetle polskiego prawa możliwości ogłoszenia upadłości jednostki samorządu terytorialnego¹⁹, jednakże zdolność do obsługi długu pojedynczych jednostek powinna być kluczowa z punktu widzenia inwestorów. Warto wskazać, że pomimo braku możliwości ogłoszenia upadłości JST można znaleźć przypadki, kiedy jednostki nie były w stanie kontynuować spłaty zaciągniętych zobowiązań i literalnie zniknęły z mapy Polski, a ich długi przejął Skarb Państwa²⁰. W takiej sytuacji interesy inwestora nabywającego papiery wartościowe jednostki wydają się zabezpieczone, ale sama procedura nie jest natychmiastowa i rodzi niepewność co do inwestycji w walory samorządowe.

Na zakończenie rozważań na temat przychodów zwrotnych samorządu warto wskazać również na instrumenty długu samorządowego. W klasyfikacji budżetowej wyróżnia się zasadniczo cztery grupy tytułów dłużnych zaliczanych do długu publicznego: wyemitowane dłużne papiery wartościowe dopuszczone do obrotu zorganizowanego, kredyty i pożyczki (przy czym w tej kategorii mieszczą się również m.in. sprzedaż ratalna, leasing finansowy i umowy o partnerstwie publiczno-prywatnym, które mają wpływ na poziom długu publicznego), przyjęte depozyty i zobowiązania wymagalne²¹. Ze względu na to, że system finansowy w Polsce jest zorientowany bankowo, największą część długu stanowią kredyty, czyli instrumenty oferowane przede wszystkim przez banki. Tę prawidłowość potwierdzają dane Ministerstwa Finansów – na koniec 2020 r. udział kredytów i pożyczek w ogóle długu samorządowego wyniósł 96%²².

16 Ustawa z dnia 14 grudnia 2018 r. o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2018, poz. 2500).

17 Szereg ustaw antycovidowych z marca i kwietnia 2020 r.: ustawa z dnia 2 marca 2020 r. o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych (Dz.U. 2020, poz. 374); ustawa z dnia 31 marca 2020 r. o zmianie ustawy o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2020, poz. 568); ustawa z dnia 16 kwietnia 2020 r. o szczególnych instrumentach wsparcia w związku z rozprzestrzenianiem się wirusa SARS-CoV-2 (Dz.U. 2020, poz. 695).

18 Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych..., art. 242.

19 Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz.U. 2020, poz. 1228, 2320; Dz.U. 2021, poz. 1080, 1177), art. 6.

20 Przykładem takiej sytuacji jest gmina Ostrowice (województwo zachodniopomorskie, powiat drawski), która nie była w stanie obsługiwać swoich zobowiązań i wpadła w pułapkę zadłużenia, w tym w parabankach. Gmina została zlikwidowana, a zobowiązania przejął Skarb Państwa reprezentowany przez wojewodę zachodniopomorskiego; zob. ustawa z dnia 5 lipca 2018 r. o szczególnych rozwiązaniach dotyczących gminy Ostrowice w województwie zachodniopomorskim (Dz.U. 2018, poz. 1432).

21 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 28 grudnia 2011 r. w sprawie szczegółowego sposobu klasyfikacji tytułów dłużnych zaliczanych do państwowego długu publicznego (Dz.U. nr 298, poz. 1767).

22 Ministerstwo Finansów, *Zadłużenie sektora finansów publicznych IV kw. 2020. Biuletyn kwartalny*, 2021, s. 5.

Jednakże należy pamiętać, że w przypadku papierów wartościowych mówimy wyłącznie o tych dopuszczonych do obrotu zorganizowanego. Duża część papierów wartościowych pozostaje w obrocie prywatnym i jest zaliczana do kategorii „kredyty i pożyczki”. Żeby zatem poznać rzeczywistą wartość długu samorządowego pod postacią papierów dłużnych, warto przyjrzeć się danym banków. Wśród ich należności w formie nabytych walorów znajdują się również te samorządowe. Z porównania danych prezentowanych dla sektora bankowego przez Narodowy Bank Polski²³ i danych o długu samorządowym przedstawianych przez Ministerstwo Finansów²⁴ można wyliczyć, że na koniec 2020 r. ok. 26% długu samorządowego stanowiły dłużne papiery wartościowe znajdujące się w portfelach banków. Jest to relatywnie stały udział odnotowywany od 2014 r.²⁵, dlatego w rzeczywistości dłużne walory emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego stanowią ważny element ich zobowiązań i instrument rynku kapitałowego. Rzeczywistą wartość tych walorów ujawnia wprowadzony od 2019 r. rejestr zobowiązań emitentów prowadzony przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW), o którego funkcjonowaniu szerzej w dalszej części artykułu.

Obligacja jako podstawowy instrument dłużny rynku kapitałowego wykorzystywany przez jednostki samorządu terytorialnego

Celem zaangażowania JST na rynku kapitałowym jest pozyskanie finansowania zwrotnego, zatem w rozważaniach na temat uczestnictwa JST w rynku kapitałowym należy skupić się przede wszystkim na emitowaniu przez nie instrumentów finansowych o charakterze dłużnym. Instrumenty te to przede wszystkim obligacje²⁶, które zgodnie z ustawą o obligacjach są „papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia”. Emisja w serii oznacza, że w formie obligacji są reprezentowane prawa majątkowe podzielone na określoną liczbę równych jednostek²⁷. Emitentami tych walorów mogą być m.in. jednostki samorządu terytorialnego oraz związki tych jednostek²⁸.

Obligacje²⁹ stanowią alternatywę dla kredytu i pożyczki, dlatego podkreśla się najważniejsze cechy różnicujące trzy wskazane formy pozyskiwania przychodów zwrotnych. Należą do

23 Narodowy Bank Polski, *Należności i zobowiązania monetarnych instytucji finansowych i banków*, Warszawa 2021.

24 Ministerstwo Finansów, *Zadłużenie...*, s. 7.

25 M. Wiśniewski, *Obligacje...*, s. 163.

26 Rzadkością są bony komunalne (emitowane na wzór bonów skarbowych dla zaspokojenia krótkoterminowych potrzeb pożyczkowych), tj. papiery wartościowe emitowane na okres do jednego roku.

27 Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. 2020, poz. 1208; Dz.U. 2021 r., poz. 187), art. 4.

28 *Ibidem*, art. 2.

29 W odniesieniu do obligacji emitowanych przez JST stosuje się w praktyce określenia „obligacje komunalne” (np. Catalyst i wiele banków) i „obligacje municypalne” (np. KDPW). Terminy te zadamowały się w języku polskim, jednakże poprawnym określeniem powinno być „obligacje samorządowe”. Słowo „komunalny” oznacza „gminny”, a „municypalny” – „miejski”. Tym samym pomijane zostają obligacje emitowane przez samorządy powiatowy i wojewódzki.

nich m.in.: elastyczność kształtowania warunków spłaty, okres zapadalności, czasochłonność, kapitałochłonność i złożoność procedury, aspekty marketingowe, a także koszt zaciągnięcia zobowiązania³⁰. Liczba wymienionych czynników powoduje, że nie sposób jednoznacznie stwierdzić, który instrument jest korzystniejszy dla JST. Bardzo ważnym elementem wskazującym na większą atrakcyjność obligacji jest uproszczona procedura pozyskania środków finansowych, która tym samym wymiennie wpływa na skrócenie czasu pozyskania kapitału. Wynika ona z ustawy Prawo zamówień publicznych, która określa, że jej przepisów nie stosuje się do pożyczek ani kredytów „bez względu na to, czy wiążą się one z emisją, sprzedażą, kupnem lub zbyciem papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, z wyjątkiem kredytów zaciąganych przez jednostki samorządu terytorialnego w ramach limitów zobowiązań określonych w uchwale budżetowej”³¹. Brak konieczności stosowania przepisów przedmiotowej ustawy w przypadku emisji obligacji oznacza zatem większą elastyczność w zakresie ustalania marży, umożliwiającą uzyskanie najbardziej korzystnej oferty finansowania zwrotnego. Dodatkowo z wykorzystaniem tej formy finansowania możliwe jest ograniczenie emisji lub nawet zrezygnowanie z jej kolejnej transzy w sytuacji, gdy jednostka ma mniejsze potrzeby pożyczkowe niż te wcześniej zakładane.

Ważnym zagadnieniem podczas definiowania obligacji jest kwestia uprawnień emitenta i obligatariusza. W Polsce dominującą część obligacji stanowią obligacje zwykłe (ogólne). Oznacza to, że ich emitent odpowiada za swoje zobowiązania całym swoim majątkiem³². Oprócz takich obligacji istnieje od 2000 r. możliwość emisji obligacji przychodowych, w przypadku których emitent może ograniczyć swoją odpowiedzialność za zobowiązania wynikające z tych obligacji do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia, do których obligatariuszom przysługuje uprawnienie. Tymi kwotami mogą być: całość albo część przychodów lub całość albo część majątku przedsięwzięć, które zostały sfinansowane w całości albo części ze środków uzyskanych z emisji obligacji, bądź całość albo część przychodów z innych przedsięwzięć określonych przez emitenta³³. Takie ograniczenie należy zatem traktować jako możliwość, a nie obowiązek – emitent może ograniczać swoje zobowiązania, ale nie musi tego robić³⁴. Emitentem obligacji przychodowych w Polsce mogą być m.in. JST oraz ich związki, Bank Gospodarstwa Krajowego, Polski Fundusz Rozwoju, a także spółki kapitałowe, w których Skarb Państwa lub JST mają dominujące udziały albo których głównym przedmiotem działalności jest wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej³⁵.

30 S. Huczek, *Obligacje komunalne na rynku Catalyst*, Oficjalne Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Warszawa 2010, s. 11–12.

31 Ustawa z dnia 11 września 2019 r. Prawo zamówień publicznych (Dz.U. 2019, poz. 2019; Dz.U. 2020, poz. 288, 875, 1492, 1517, 2275, 2320; Dz.U. 2021, poz. 464), art. 11 ust. 1 pkt 8.

32 Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach..., art. 13.

33 *Ibidem*, art. 24.

34 W Stanach Zjednoczonych takie obligacje stanowią dominującą część długu JST – niemal dwie trzecie, a ich emitenci ograniczają swoją odpowiedzialność. C. Howard, *Understanding Municipal Revenue Bonds*, Charles Schwab, <https://www.schwab.com/resource-center/insights/content/understanding-revenue-bonds> [dostęp: 17 września 2021 r.].

35 Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach..., art. 25.

Atutem obligacji przychodowych w Polsce jest możliwość wyłączenia długu powstałego z tytułu ich emisji z kalkulacji indywidualnego wskaźnika zadłużenia (IWZ)³⁶. Ta możliwość może mieć kluczowe znaczenie w przypadku JST, które wykorzystały już swoje możliwości zadłużeniowe w świetle IWZ i dalsze zadłużanie się w tradycyjny sposób, a zatem korzystanie z instrumentów innych niż obligacje przychodowe, spowodowałoby naruszenie dyscypliny finansów publicznych.

Kolejnym tematem związanym z emisją obligacji, niezwykle ważnym we współczesnym świecie, jest społeczna odpowiedzialność i nastawienie proekologiczne zarówno emitentów, jak i inwestorów. Z tego powodu coraz częściej stosowanym instrumentem finansowania są tzw. obligacje zielone. Mają one charakter obligacji „tematycznych” – zgodnie z założeniem emitowane są w celu finansowania realizacji konkretnego rodzaju zadań, a więc zadań ekologicznych, prośrodowiskowych. Niezbędna jest certyfikacja takich emisji, jednakże doświadczenia emitentów wskazują na to, że przez „zielone etykietowanie” możliwe było uzyskanie niższego niż rynkowe oprocentowania tych walorów, a więc niższych kosztów finansowania³⁷. O popularności tego rodzaju obligacji świadczy wielkość ich rynku, którą ocenia się na przeszło 1,1 bln USD³⁸. Emisje tych walorów dokonywane są przede wszystkim przez międzynarodowe banki rozwoju lub rządy, jednakże na świecie zdarzają się również emisje dokonywane przez JST³⁹.

Istotne w kwestii emisji obligacji samorządowych są zmiany dotyczące tych instrumentów i obrotu nimi wprowadzone ustawą wzmacniającą nadzór nad rynkiem finansowym⁴⁰. Ten akt prawny stanowił odpowiedź władz nadzorczych na aferę GetBack SA i miał na celu zwiększenie bezpieczeństwa oraz przejrzystości rynku dłużnych instrumentów finansowych⁴¹. Ustawa przede wszystkim wyklucza możliwość emisji obligacji w formie materialnej. Walory podlegają zarejestrowaniu w depozycie papierów wartościowych⁴² zgodnie z ustawą z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie papierami wartościowymi⁴³.

Obowiązek rejestracji obligacji samorządowych w depozycie papierów wartościowych (co do zasady w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych) obowiązuje od 1 lipca 2019 r. Skuteczną i ważną rejestrację może przeprowadzić jedynie agent emisji, a więc firma inwestycyjna lub bank powierniczy. Najpierw podmiot emitujący papiery wartościowe musi uzyskać status uczestnika w KDPW jako „emitent” za pośrednictwem agenta emisji. Formalną stroną zajmuje się agent emisji, który wypełnia elektroniczny formularz rejestracyjny i przekazuje go KDPW. Rejestracja

36 Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych..., art. 243a.

37 M. Wiśniewski, J. Zieliński, *Green Bonds as an Innovative Sovereign Financial Instrument*, „Ekonomia i Prawo” 2019, nr 18, s. 89–91.

38 Climate Bond Initiative, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2020*, 2021.

39 M. Wiśniewski, J. Zieliński, *Perspektywy finansowania zadań samorządu terytorialnego w Polsce za pomocą obligacji zielonych*, „Studia BAS” 2017, nr 4 [Finansowanie zadań publicznych w Polsce, red. P. Russel], s. 116.

40 Ustawa z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. 2018, poz. 2243).

41 Cz. Martysz, *Polski rynek obligacji nieskarbowych – nowe zasady rejestracji obligacji oraz analiza rejestru zobowiązań emitentów*, „Finanse i Prawo Finansowe” 2020, nr 3, s. 91–107.

42 Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach..., art. 8.

43 Dz.U. 2020, poz. 89, 284, 288 i 568.

papierów wartościowych dochodzi do skutku w wyniku zarejestrowania tych papierów wartościowych przez KDPW w systemie depozytowym⁴⁴. Powyższe procedury stosowane są do obrotu regulowanego. W Polsce rynkiem zorganizowanego obrotu obligacjami samorządowymi jest Catalyst. Funkcjonuje on od września 2009 r. i jest systemem autoryzacji i obrotu instrumentami dłużnymi skarbowymi i nieskarbowymi, który odbywa się na dwóch platformach – Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (rynek regulowany i alternatywny system obrotu – ASO) oraz BondSpot SA (pozagiełdowy rynek regulowany i ASO).

W przypadku emisji prywatnej (nienotowanej na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu) istnieje obowiązek zawarcia przez emitenta umowy z firmą inwestycyjną lub bankiem powierniczym przed rozpoczęciem proponowania nabycia emisji obligatariuszom. Rola agenta emisji jest dwojaka. Po pierwsze, sprawuje on nadzór nad samym procesem emisji i jednocześnie weryfikuje, czy emitent spełnia ustawowe wymogi emitowania obligacji i jego działania są zgodne z przepisami dotyczącymi oferowania obligacji obligatariuszom, a także tworzy ewidencję osób uprawnionych z obligacji. Po drugie, wspiera emitenta przy rejestracji obligacji w KDPW (weryfikacja, czy obligacje i emitent spełniają warunki rejestracji określone w regulaminie KDPW, a następnie pośredniczenie w zawieraniu umowy z KDPW)⁴⁵.

Wykorzystanie przez jednostki samorządu terytorialnego obligacji w finansowaniu zadań publicznych

Analiza wykorzystania przez JST obligacji jako formy pozyskiwania finansowania zwrotnego będzie obejmowała:

- badanie wartości i charakterystyk obligacji zarejestrowanych i raportowanych w rejestrze zobowiązań emitentów KDPW,
- przegląd danych opisujących rynek regulowany Catalyst,
- kwerendę informacji o innych niż zwykle rodzajach obligacji, w szczególności obligacjach przychodowych i zielonych.

Jak już wspomniano, od 1 lipca 2019 r. wprowadzono obowiązek rejestrowania i raportowania emisji obligacji. Rejestr zobowiązań emitentów jest prowadzony przez KDPW i powszechnie dostępny na stronie internetowej (<https://rze.info>). Z wykorzystaniem zawartych w rejestrze danych w opracowaniu dokonano analizy wartości zadłużenia samorządowego w formie obligacji – zarówno tych zarejestrowanych, jak i raportowanych w KDPW (będących przedmiotem obrotu nieregulowanego), w podziale na szczeble samorządu terytorialnego (wykres 1). Ponadto w celu ułatwienia analizy tak obszernej bazy danych wyznaczono udział jednostek samorządu terytorialnego w ogóle emitentów dłużnych papierów wartościowych nieskarbowych (wykres 2) oraz odsetek instrumentów dłużnych zarejestrowanych w KDPW, a także odsetek niewykonanych świadczeń według emitenta (wykres 3).

⁴⁴ M. Mieszkietło, P. Maciąg, *Zmiany zasad emisji obligacji oraz „upubliczniania” rynku obligacji niepublicznych*, „Rzeczpospolita”, 16 sierpnia 2019 r., <https://www.rp.pl/prawo-w-firmie/art1180441-zmiany-zasad-emisji-obligacji-oraz-upublicznienia-ryнку-obligacji-niepublicznych> [dostęp: 17 września 2021 r.].

⁴⁵ *Ibidem*.

Wykres 1. Zadłużenie jednostek samorządu terytorialnego w instrumentach dłużnych (w mld zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Rejestr zobowiązań emitentów*, KDPW, rze.info [dostęp: 17 września 2021 r.].

Wykres 2. Udział jednostek samorządu terytorialnego w ogóle emitentów nieskarbowych dłużnych papierów wartościowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Rejestr zobowiązań...*

Wykres 3. Odsetek instrumentów dłużnych zarejestrowanych w KDPW oraz odsetek niewykonanych świadczeń według emitenta

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Rejestr zobowiązań...*

Analiza danych rejestru zobowiązań dłużników pozwala wyciągnąć kilka ważnych wniosków⁴⁶:

- łączna wartość wyemitowanych przez JST obligacji sięga niemal 40 mld zł, z czego nieco ponad jedna czwarta to instrumenty dłużne będące przedmiotem rynku regulowanego; wartość ta w porównaniu z wielkością długu samorządowego, raportowaną na poziomie ok. 80 mld zł⁴⁷, oznacza, że w praktyce prawie połowa zobowiązań JST ma formę dłużnych papierów wartościowych;
- pod względem wartości wśród emitentów na pierwszym miejscu znajdują się gminy, następnie powiaty oraz miasta na prawach powiatu;

⁴⁶ Badaniu poddano wyłącznie obligacje wyemitowane przez same jednostki samorządu terytorialnego. Nie brano pod uwagę obligacji spółek samorządowych.

⁴⁷ Ministerstwo Finansów, *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2021–2024*, Warszawa 2020, s. 12.

- instrumenty dłużne emitowane przez JST stanowią ok. 9% dłużnych papierów wartościowych nieskarbowych, przy czym dominującym miejscem plasowania emisji obligacji samorządowych jest rynek nieregulowany (26,5% raportowanych instrumentów) – udział w rynku regulowanym to tylko 3%;
- wśród emitentów samorządowych wprowadzających swoje obligacje do obrotu zorganizowanego dominują m.st. Warszawa (100% emisji) oraz miasta na prawach powiatu (ok. 50%); w przypadku pozostałych jednostek jest to rzadko powyżej 25%; sytuacja ta jest dość nietypowa z punktu widzenia całego rynku, na którym trzy czwarte obligacji to te rejestrowane w KDPW;
- w przypadku JST odnotowuje się bardzo niski udział niewykonanych świadczeń w ogóle wymagalnych świadczeń – łącznie jest to wartość poniżej 1‰ w sytuacji, kiedy dla wszystkich emitentów jest to średnio powyżej 2% – dane te potwierdzają solidność i wiarygodność emitentów samorządowych.

Kolejna część analizy dotyczy obligacji samorządowych na rynku regulowanym. W przypadku rynku Catalyst według stanu na wrzesień 2021 r. w obrocie znajdowało się 189 serii obligacji samorządowych o łącznej wartości 32,67 mld zł⁴⁸, wyemitowanych przez 41 jednostek. Należy jednak zauważyć, że do tej grupy instrumentów Catalyst zalicza również obligacje emitowane przez Europejski Bank Inwestycyjny – dziewięć serii na łączną kwotę 29,05 mld zł⁴⁹. Oznacza to, że w rzeczywistości wartość obligacji emitowanych *stricte* przez JST wynosi na tym rynku 3,62 mld zł.

Warto podkreślić, że zarówno liczba serii, jak i wartość obligacji zwiększyły się w ostatnich kilku latach. W okresie od 2013 do 2016 r. liczba serii wahała się od 57 do 60, wartość rynku zaś – od 16 mld zł do 20 mld zł⁵⁰. W kolejnych latach można było odnotować znaczący wzrost – w 2019 r. liczba serii przekroczyła 100, czemu towarzyszył wzrost wartości notowanych obligacji powyżej 30 mld zł⁵¹.

Należy dodać, że jedynie notowane na Catalyst obligacje samorządowe są uwzględnione w statystykach Ministerstwa Finansów jako papiery wartościowe. Pozostała grupa obligacji będących przedmiotem obrotu na rynku nieregulowanym i jedynie raportowanych KDPW zaliczana jest do kategorii „kredyty i pożyczki”.

Kolejne badanie dotyczy innych niż zwykłe obligacji samorządowych. W pierwszej kolejności warto przyjrzeć się obligacjom przychodowym (tabela 1). Początkowo emisje tych walorów były dokonywane przez spółki samorządowe świadczące usługi wodociągowo-kanalizacyjne oraz transportu publicznego. Dopiero w 2014 r. pojawiła się pierwsza emisja zrealizowana przez JST, a dokładniej – przez miasto Lublin, które jednak nie zdecydowało się na ograniczenie swoich zobowiązań do przychodów lub majątku. Wyłączenia odpowiedzialności nie zastosowano rów-

⁴⁸ gpwcatalyst.pl [dostęp: 17 września 2021 r.].

⁴⁹ gpwcatalyst.pl/notowania-obligacji-obligacje-komunalne [dostęp: 17 września 2021 r.].

⁵⁰ P. Rosik, *Rynek obligacji komunalnych powoli budzi się z letargu*, obserwatorfinansowy.pl, 2 marca 2017 r. [dostęp: 15 września 2021 r.].

⁵¹ *Obligacje – co to jest rynek obligacji Catalyst i skąd jego zła sława?*, Inwestomat.eu, 6 sierpnia 2020 r. [dostęp: 15 września 2021 r.].

nież w przypadku emisji dokonanych w 2015 r. przez miasto Nysę oraz kolejnych serii emisji miasta Wałbrzycha w latach 2015–2018. Celem opisywanych emisji było pozyskanie kapitału na stworzenie infrastruktury sportowej i rekreacyjnej (Lublin), nabycie prawa użytkowania wieczystego (Nysa) oraz sfinansowanie modernizacji i budowy budynków komunalnych, a także infrastruktury drogowej (Wałbrzych)⁵². Według najlepszej wiedzy autora nie odnotowano kolejnych w ostatnim czasie emisji tego typu walorów pomimo niewątpliwych atutów tej formy finansowania – gwarancji, jakie daje jego konstrukcja finansowa inwestorom, oraz możliwości wyłączenia zobowiązań z jego tytułu z kalkulacji IWZ.

Tabela 1. Emisje obligacji przychodowych w Polsce

Lp.	Nazwa emitenta	Maksymalna kwota emisji (w mln zł)	Rok emisji
1.	Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy sp. z o.o.	600	2005
2.	Miejskie Przedsiębiorstwo Komunikacyjne – Łódź sp. z o.o.	166	2006
3.	Zakład Komunikacji Miejskiej w Gdańsku sp. z o.o.	60	2010
4.	Zakład Komunikacji Miejskiej w Gdańsku sp. z o.o.	220	2010
5.	Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Gnieźnie	28	2012
6.	Tramwaj Fordon sp. z o.o.	145	2014
7.	Miasto Lublin	40	2014
8.	Miasto Nysa	21	2015
9.	Miasto Wałbrzych	38	2015
		36	2017
		14	2018

Źródło: M. Wiśniewski, *Obligacje w finansowaniu zadań publicznych. Mechanizmy tradycyjne i nowoczesne*, CeDeWu, Warszawa 2019, s. 188.

Ostatnim zagadnieniem rozpatrywanym w ramach podjętych badań są obligacje zielone. Jak wspomniano, stanowią one swoistą odpowiedź rynku finansowego na potrzeby współczesnego świata. Do tej pory najwięcej emisji takich walorów przeprowadziły banki rozwoju oraz państwa. Pojawiały się również emisje dokonywane przez jednostki samorządu terytorialnego. Pierwszą jednostką w Polsce, która zdecydowała się na taki krok, było miasto Grudziądz⁵³. Należy jednak zaznaczyć, że emisji nie dokonało samo miasto, ale spółka komunalna. Można jednak pozytywnie ocenić tę tendencję – po pierwszych na świecie zielonych obligacjach wyemitowanych przez polski rząd w 2016 r.⁵⁴ przyszedł czas na zrównoważone finansowanie zwrotne w samorządzie terytorialnym.

⁵² M. Pawłowski, *Rynek obligacji przychodowych w Polsce*, „Ekonomiczne Problemy Usług” 2016, nr 125, s. 295.

⁵³ *Grudziądz pierwszym miastem polskim, które wyemitowało zielone obligacje*, aleBank.pl, 22 października 2020 r. [dostęp: 17 września 2021 r.].

⁵⁴ Ministerstwo Rozwoju i Finansów, *Green Bond Framework*, Warszawa 2016.

Podsumowanie

Przedstawione w niniejszym artykule rozważania wskazały na duże znaczenie, jakie ma rynek kapitałowy dla samorządu terytorialnego. Przytoczone regulacje prawne w zakresie możliwości emisji dłużnych papierów wartościowych przez JST dotyczą kilku ważnych kwestii. Pierwszą z nich jest możliwość bardziej swobodnego finansowania za pomocą obligacji niż z wykorzystaniem kredytów bankowych ze względu na przepisy prawa zamówień publicznych. Drugą kwestią istotną z punktu widzenia inwestorów jest dyscyplina finansów publicznych, która skutkuje koniecznością wykazania się przez jednostki zdolnością obsługi zobowiązań przed ich zaciąganiem, co wpływa na zwiększenie bezpieczeństwa inwestorów. Trzecia kwestia to możliwość wykorzystania nietypowych rodzajów obligacji do pozyskania finansowania na innych warunkach. Obligacje przychodowe dają możliwość ominięcia przepisów związanych z indywidualnym wskaźnikiem zadłużenia lub uzyskania tańszego finansowania w przypadku, gdy jednostka nie ogranicza swojej odpowiedzialności za zobowiązania do przychodów lub wytworzonego majątku. Innym rozwiązaniem pozostają obligacje zielone, które przez ukierunkowanie proekologiczne pozwalają pozyskać inwestorów zaangażowanych w finansowanie zrównoważonego rozwoju, skłonnych zrezygnować z wyższej marży inwestorskiej na rzecz poprawy środowiska naturalnego, co skutkuje niższymi kosztami tego rodzaju inwestycji samorządowych.

Przeprowadzone badania ilościowe wskazują na relatywnie wysokie wykorzystanie obligacji przez JST. Prezentowane od wielu lat dane Ministerstwa Finansów pokazywały natomiast umiarkowany lub wręcz marginalny stopień wykorzystania instrumentów rynku kapitałowego przez samorząd terytorialny ze względu na to, że w statystykach ministerstwa, zgodnie z klasyfikacją budżetową, jako papiery wartościowe prezentowane były wyłącznie obligacje znajdujące się w publicznym, zorganizowanym obrocie. Niewiele JST decydowało się na plasowanie emisji swoich obligacji na rynku regulowanym, którym jest w Polsce od 2009 r. Catalyst. Nie oznacza to, że jednostki nie pozyskiwały przychodów zwrotnych przez emisję papierów wartościowych. Obowiązkowe rejestracja i raportowanie niepublicznych emisji w KDPW pokazały, że ogrom emisji samorządowych trafiał na rynek prywatny i że w świetle przedstawionych badań niemal połowa zadłużenia samorządowego ma właśnie formę papierów wartościowych.

Badanie niestandardowych rodzajów obligacji wskazało na wciąż niskie zainteresowanie JST emisją obligacji przychodowych pomimo atutu, jakim jest możliwość wykluczenia tego rodzaju zobowiązań z kalkulacji indywidualnego wskaźnika zadłużenia. Odnotowano za to emisję obligacji zielonych przez spółkę komunalną. Można żywić nadzieję, że będzie to pierwsza jaskółka z jednej strony kontynuacji międzynarodowych trendów na światowych rynkach kapitałowych, a z drugiej – skupiania się emitentów samorządowych na kwestiach środowiska i wykorzystaniu wskazanych trendów do pozyskiwania tańszego finansowania swoich inwestycji.

Bibliografia

Huczek S., *Obligacje komunalne na rynku Catalyst*, Oficjalne Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Warszawa 2010.

- Jastrzębska M., *Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego*, Wolters Kluwer, Warszawa 2009.
- Kornberger-Sokołowska E., *Zasada adekwatności w systemie finansów samorządu terytorialnego w Polsce*, Lexis-Nexis, Warszawa 2013.
- Marchewka-Bartkowiak K., Wiśniewski M., *Indywidualny wskaźnik zadłużenia JST – ocena krytyczna i propozycje zmian*, „Analizy BAS” 2012, nr 21(88).
- Martysz C., *Polski rynek obligacji nieskarbowych – nowe zasady rejestracji obligacji oraz analiza rejestru zobowiązań emitentów*, „Finanse i Prawo Finansowe” 2020, nr 3.
- Mieszkieło M., Maciąg P., *Zmiany zasad emisji obligacji oraz „upubliczniania” rynku obligacji niepublicznych*, „Rzeczpospolita”, 16 sierpnia 2019 r., <https://www.rp.pl/prawo-w-firmie/art1180441-zmiany-zasad-emisji-obligacji-oraz-upublicznienia-rynku-obligacji-niepublicznych>.
- Pawłowski M., *Rynek obligacji przychodowych w Polsce*, „Ekonomiczne Problemy Usług” 2016, nr 125.
- Poniatowicz M., Salachna J.M., Perło D., *Efektywne zarządzanie długiem w jednostce samorządu terytorialnego*, Wolters Kluwer, Warszawa 2010.
- Rosik P., *Rynek obligacji komunalnych powoli budzi się z letargu*, obserwatorfinansowy.pl, 2 marca 2017 r.
- Swianiewicz P., *Finanse samorządowe. Koncepcje, realizacja, polityki lokalne*, Municipium, Warszawa 2011.
- Usługi bankowe dla samorządu terytorialnego*, red. E. Denek, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2000.
- Wiśniewski M., *Nadwyżka operacyjna i dochody ze sprzedaży majątku jako podstawa limitowania zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w Polsce – analiza dynamiczna*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, cz. 3, nr 2.
- Wiśniewski M., *Obligacje w finansowaniu zadań publicznych. Mechanizmy tradycyjne i nowoczesne*, CeDeWu, Warszawa 2019.
- Wiśniewski M., *Ocena zdolności kredytowej gminy*, Difin, Warszawa 2011.
- Wiśniewski M., Zieliński J., *Green Bonds as an Innovative Sovereign Financial Instrument*, „Ekonomia i Prawo” 2019, nr 18, <https://doi.org/10.12775/EiP.2019.007>.
- Wiśniewski M., Zieliński J., *Perspektywy finansowania zadań samorządu terytorialnego w Polsce za pomocą obligacji zielonych*, „Studia BAS” 2017, nr 4 [Finansowanie zadań publicznych w Polsce, red. P. Russel].
- Współczesne finanse publiczne. Ujęcie sektorowe*, red. A. Alińska, B. Woźniak, Difin, Warszawa 2019.

Akty prawne

- Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz.U. nr 78, poz. 483, ze zm.).
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 28 grudnia 2011 r. w sprawie szczegółowego sposobu klasyfikacji tytułów dłużnych zaliczanych do państwowego długu publicznego (Dz.U. nr 298, poz. 1767).
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (Dz.U. 2020, poz. 1740).
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. 2020, poz. 1896, 2320, 2419; Dz.U. 2021, poz. 432, 680, 815, 1177).
- Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe (Dz.U. 2020, poz. 1228, 2320; Dz.U. 2021, poz. 1080, 1177).
- Ustawa z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych (Dz.U. nr 249, poz. 2103 i 2104).
- Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz.U. 2021, poz. 305, 1236, 1535).
- Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. 2020, poz. 1208; Dz.U. 2021, poz. 187).
- Ustawa z dnia 5 lipca 2018 r. o szczególnych rozwiązaniach dotyczących gminy Ostrowiec w województwie zachodniopomorskim (Dz.U. 2018, poz. 1432).

Ustawa z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. 2018, poz. 2243).

Ustawa z dnia 14 grudnia 2018 r. o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2018, poz. 2500).

Ustawa z dnia 11 września 2019 r. Prawo zamówień publicznych (Dz.U. 2019, poz. 2019; Dz.U. 2020, poz. 288, 875, 1492, 1517, 2275, 2320; Dz.U. 2021, poz. 464).

Ustawa z dnia 2 marca 2020 r. o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych (Dz.U. 2020, poz. 374).

Ustawa z dnia 31 marca 2020 r. o zmianie ustawy o szczególnych rozwiązaniach związanych z zapobieganiem, przeciwdziałaniem i zwalczaniem COVID-19, innych chorób zakaźnych oraz wywołanych nimi sytuacji kryzysowych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. 2020, poz. 568).

Ustawa z dnia 16 kwietnia 2020 r. o szczególnych instrumentach wsparcia w związku z rozprzestrzenianiem się wirusa SARS-CoV-2 (Dz.U. 2020, poz. 695).

Dokumenty, raporty, strony internetowe

Climate Bond Initiative, *Sustainable Debt. Global State of the Market 2020*, 2021.

Grudziądz pierwszym miastem polskim, które wyemitowało zielone obligacje, aleBank.pl, 22 października 2020 r.

Howard C., *Understanding Municipal Revenue Bonds*, Charles Schwab, <https://www.schwab.com/resource-center/insights/content/understanding-revenue-bonds>.

<http://gpwcatalyst.pl>.

<http://gpwcatalyst.pl/notowania-obligacji-obligacje-komunalne>.

Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, *Rejestr zobowiązań emitentów*, <https://rze.info>.

Ministerstwo Finansów, *Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2021–2024*, Warszawa 2020.

Ministerstwo Finansów, *Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych IV kw. 2020. Biuletyn kwartalny*, 2021.

Ministerstwo Rozwoju i Finansów, *Green Bond Framework*, Warszawa 2016.

Narodowy Bank Polski, *Należności i zobowiązania monetarnych instytucji finansowych i banków*, Warszawa 2021.

Obligacje – co to jest rynek obligacji Catalyst i skąd jego zła sława?, Inwestomat.eu, 6 sierpnia 2020 r.