

KRZYSZTOF MARKOWSKI

**OBLIGACJE KOMUNALNE
JAKO INSTRUMENT KONCENTROWANIA KAPITAŁU
W CELU FINANSOWANIA INWESTYCJI KOMUNALNYCH**

Każda gmina jest zobowiązana do świadczenia na rzecz własnych mieszkańców standardowych, przewidzianych ustawowo usług. Stosownie do art. 7 ustawy o samorządzie gminnym do zakresu działania gminy należą wszystkie sprawy publiczne o znaczeniu lokalnym niezastrzeżone na rzecz innych podmiotów¹. Do nich należy zaspokajanie zbiorowych potrzeb miejscowej wspólnoty wykonywane jako zadania własne. Zadania te związane są przede wszystkim z infrastrukturą techniczną, infrastrukturą społeczną, ładem przestrzennym i ekologicznym oraz zarządzaniem majątkiem gminy.

Realizacja zadań własnych w poszczególnych gminach może różnić się regularnością, stabilnością, a także formą oraz warunkami, w jakich są one wykonywane. Gmina może, w obrębie obowiązkowych świadczeń, wyjść poza ich ścisły zakres, poszerzając go, jak też podnieść ich jakość w sposób niespotykany w innych gminach. Może także zaoferować własnym mieszkańcom usługi wykraczające poza ramy jej ustawowych obowiązków². Zależy to w dużym stopniu nie tylko od zamożności samej gminy, lecz przede wszystkim od operatywności jej władz³.

Wykonywanie przez gminę swoich obowiązków wobec mieszkańców w sposób ciągły i na możliwie najwyższym poziomie uzależnione jest od stanu posiadanej infrastruktury. Niestety, zdaniem Sieraka i Gałązki brak wystar-

¹ Ustawa z dnia 8 marca 1990 roku o samorządzie gminnym (Dz. U. Z 1996 r. Nr 13, poz. 74 z późn. zm.)

² Por. art. 6 ust. 2 ustawy o samorządzie gminnym.

³ Siemiński W. (1999). *Współzarządzanie gminą. Rada i zarząd gminy we wspólnocie samorządowej*. Zachodnie Centrum Organizacji. Warszawa.

czających środków finansowych na konserwację, modernizację oraz rozwój infrastruktury doprowadził w późnych latach osiemdziesiątych do powstania luki infrastrukturalnej, która stała się barierą dalszego rozwoju miast i wsi. Luka infrastrukturalna, według Sieraka i Gałązki, w ujęciu ilościowym wyraża różnicę pomiędzy istniejącym stanem infrastruktury a zgłaszanym zapotrzebowaniem społecznym. Natomiast w ujęciu jakościowym istnienie luki infrastrukturalnej jest odbiciem niedostatecznego stanu jakościowego istniejących urzędów. Z analizy tych autorów wynika, że aby polskie gminy osiągnęły standard infrastruktury na poziomie europejskim, powinny w ciągu najbliższych lat wydać na ten cel ok. 65 mld zł⁴.

Obowiązek realizowania zadań własnych oraz niezadowolający ilościowo i jakościowo stan infrastruktury komunalnej sprawia, że inwestowanie w gminie jest koniecznością. Prowadzenie inwestycji warunkuje nie tylko wykonanie zadań bieżących, ale także tych, które będą dopiero aktualne w przyszłości. Dzięki ich podejmowaniu jednostka samorządu terytorialnego także w przyszłości będzie mogła zapewnić mieszkańcom dostęp do usług świadczonych na możliwie najwyższym poziomie i jednocześnie korespondujących ich potrzebami. Poza tym, inwestycje komunalne, a zwłaszcza rozbudowa infrastruktury technicznej, należą do najważniejszych czynników wpływających na atrakcyjność inwestycyjną gminy, stając się stymulatorem lokalnego rozwoju, mierzonego wzrostem liczby procentu prywatnych firm oraz procentu zatrudnienia⁵.

Możliwości inwestycyjne samorządu uzależnione są zarówno od wielkości jego dochodów, jak też od kosztów, jakie on ponosi przy realizacji zadań własnych. Jak pokazują dane GUS, mimo że dochody gmin systematycznie wzrastały i w 1998 r. były o około 50% wyższe niż w 1991, to jednak dynamika tego wzrostu wykazuje tendencję malejącą⁶. Natomiast w 1999 r. w przypadku gmin wiejskich oraz miejsko-wiejskich ich realne dochody były o ok. 2% mniejsze niż rok wcześniej. Świadczy to o pogarszającej się sytuacji finansowej polskich samorządów. W związku z tym finansowanie inwestycji tylko ze środków własnych jest niemożliwe. I tak obecnie tylko kilka najbogatszych gmin w Polsce jest w stanie opłacać inwestycje z bieżących dochodów. Pozostałe natomiast muszą aktywnie poszukiwać dodatkowych źródeł finansowych na pokrycie wydatków inwestycyjnych. Tym bardziej, że – jak

⁴ Gałązka A., Sierak J. (1998). *Gospodarka budżetowa a potrzeby inwestycyjne gmin*. MUNICIPIUM. Warszawa

⁵ Por. Swianiewicz P., Dziemianowicz W. (1999) *Atrakcyjność inwestycyjna miast 1998 - 1999*. IBnGR. Warszawa.

⁶ GUS – <http://www.stat.gov.pl>.

zauważa Misiąg – nie zawsze środki własne są najtańszym sposobem finansowania inwestycji. Nie jest tak w przypadku, gdy szybsza realizacja przedsięwzięcia może przynieść oszczędności lub dodatkowe dochody⁷. Istotne jest również to, że korzystanie z zewnętrznych źródeł finansowania umożliwia samorządom realizowanie w tym samym czasie większej liczby projektów inwestycyjnych lub też bardziej kapitałochłonnych.

Jednostki samorządowe mogą uzyskać środki finansowe na zasadach komercyjnych lub też niekomercyjnych. Do tych pierwszych należy zaliczyć kredyty i pożyczki z banków komercyjnych, oraz emisję bonów i obligacji komunalnych. Do drugiego rodzaju środków można zaliczyć: środki zwrotne – preferencyjne kredyty i pożyczki i bezzwrotne – dotacje, subwencje itp. Korzystanie z niekomercyjnych sposobów finansowania inwestycji podlega pewnym ograniczeniom stąd też jednostka samorządu terytorialnego nie zawsze może z nich skorzystać. Wówczas pozostaje jej tylko zaciągnięcie kredytu na komercyjnych zasadach lub też emisja obligacji komunalnych.

Przy wyborze rodzaju zadłużenia (kredyt lub emisja obligacji) gminy muszą uwzględniać czynniki finansowe takie jak: koszty uzyskania środków, wymagany termin spłaty, ustawowe ograniczenia poziomu zadłużenia itp. i czynniki pozafinansowe, do których zalicza się m. in.: zakres samodzielności gminy w ustalaniu warunków zadłużenia, czas trwania i charakter procedur związanych z uzyskaniem środków pieniężnych itp.

Każdy ze sposobów finansowania inwestycji ma swoje zalety i wady. Za niepubliczną emisją obligacji komunalnych przemawia kilka czynników. Do najważniejszych zalicza się następujące⁸:

- niższe w porównaniu z kredytem koszty pozyskania środków finansowych,
- krótki czas oczekiwania na środki finansowe – jeśli agent emisji udzieli kredytu pomostowego na takich samych warunkach finansowych jak emisja obligacji,
- większa elastyczność – wielkość poszczególnych transz, daty ich emisji i wykupu dopasowane do potrzeb gminy,

⁷ Misiąg W. (1997). *Rola inwestycji w budżecie państwa i budżetach gmin*. Materiały konferencyjne. Inwestuj w Polsce.

⁸ Przytoczone korzyści z emisji obligacji są wymieniane na stronach internetowych niektórych banków np. Banku Ochrony Środowiska – <http://www.bosbank.pl>; Banku Komunalnego S.A. w Gdyni – <http://www.bksa.pl>; Banku Współpracy Regionalnej S.A. w Krakowie – <http://www.bwrbank.com.pl>.

- możliwość zaciągania wieloletnich zobowiązań bez konieczności przedstawiania odpowiednich zabezpieczeń, które wymagane są w przypadku kredytu,
- promocja gminy w środkach masowego przekazu.

Począwszy od 1995 r. coraz więcej jednostek samorządu terytorialnego uwzględnia emisję obligacji komunalnych przy finansowaniu koniecznych inwestycji. Do końca 2001 roku z tej możliwości skorzystało 149 jednostek samorządu terytorialnego, wśród których było 121 gmin i miast, 26 powiatów i 2 województwa. Na koniec 2001 roku zadłużenie polskich samorządów z tytułu emisji obligacji komunalnych wynosiło 1628,6 mln zł i było prawie dwukrotnie większe niż rok wcześniej. Natomiast wartość wszystkich programów emisji rozłożonych na kilka lat przekroczyła dwa miliardy zł i wynosiła na koniec 2001 roku 2080,43 mln zł.

Wyemitowane obligacje charakteryzowały się różnymi okresami zapadalności oraz wielkością oprocentowania ponad stawkę bazową. Oprocentowanie prawie wszystkich przeprowadzonych emisji obligacji komunalnych było oparte na stawce bazowej 52-tygodniowych bonów skarbowych. Tym, co różniło wyemitowane papiery dłużne była marża, którą poszczególne samorządy oferowały ponad stawkę bazową. Jej wysokość była uzależniona nie tylko od okresu zapadalności danej serii czy transzy obligacji, ale także od przebiegu procesu przygotowania emisji i od przyjętych kryteriów oceny oferujących obligacje podmiotów. Najmniejsza marża wynosiła 0,35% zaś największa 3,5%. Natomiast różnica pomiędzy największą a najmniejszą marżą dla obligacji o tym samym terminie wykupu wynosiła od 0,4 do 2,5%.

Wszystkie realizowane dotychczas programy emisyjne można podzielić w zależności od ich wartości na:

- małe – do 5 mln zł,
- średnie – od 5 do 10 mln zł,
- duże – od 10 do 50 mln zł,
- bardzo duże – powyżej 50 mln zł.

Zróznicowanie pod względem przeprowadzonych dotychczas programów emisyjnych ilustruje tabela 1 i rysunek 1.

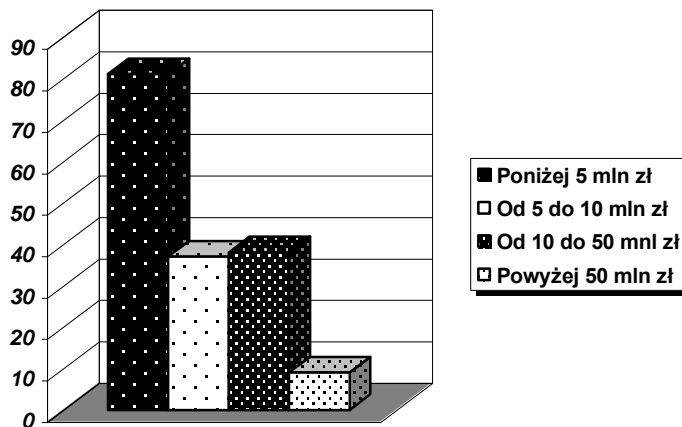
Zestawienie liczby programów i ich wartości wskazuje, że emisję obligacji przeprowadzają podmioty bardzo zróżnicowane pod względem zdolności kredytowej oraz realizujących o różnej kapitałochłonności przedsięwzięcia inwestycyjne. Większość dotychczasowych emitentów (137) przygotowała jeden program i w zależności od potrzeb finansowych wprowadza na

rynek kolejne serie i transze. Wśród emitentów są też tacy (12), którzy przeprowadzili kilka programów emisyjnych. Rekordzistami są Ostrów Wielkopolski oraz Myślibórz, którzy to uruchomili po cztery programy emisyjne.

Tabela 1. Podział emisji obligacji komunalnych (stan na 31. 12. 2001 r.)

	Wielkość programów emisji (w mln zł)				
	Do 5 mln	Od 5 do 10	Od 10 do 50	Od 50	Razem
Liczba programów	81	37	38	9	165
Wartość programów (w mln zł)	211,23	243,7	694,3	931,2	2080,43
Średnia wartość programu	2,61	6,59	18,27	103,47	12,61
Procent liczby emisji	49,09%	22,42%	23,03%	5,45%	100%
Procent wartości programów	10,15%	11,71%	33,37%	44,76%	100 %

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych z: Fitch Polska S.A



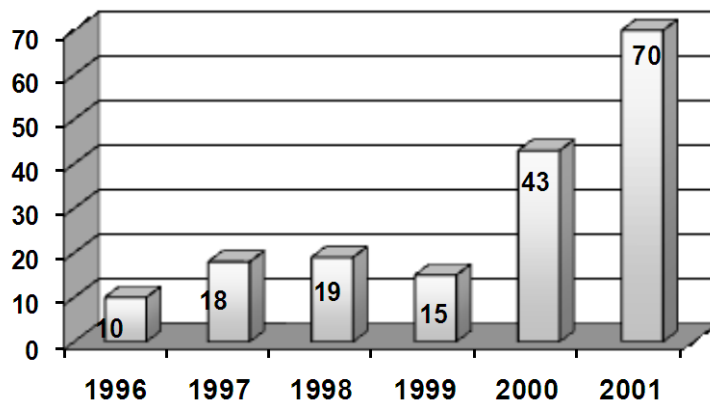
Rysunek 1. Ilościowe zestawienie liczby programów emisyjnych w zależności od ich wartości

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Fitch Polska S. A.

Na rynku obligacji komunalnych przeważają emisje o wartości do 5 mln zł. W sumie takich programów jest 81 i stanowią one prawie połowę (49,09%) wszystkich emisji. Do 31 grudnia 2001 roku na rynku było zaledwie 9 programów o wartości powyżej 50 mln zł. Niska wartość emisji obligacji wynika z tego, że większość emitentów to jednostki samorządu terytorialnego dysponujące niewielkimi budżetami oraz z ograniczeń natury prawnej (ustawa o finansach publicznych) odnoszących się do limitu zadłużenia samorządów.

Analizując rynek obligacji komunalnych w Polsce można stwierdzić, że rozwija się on wolno, ale systematycznie. Stosunkowo duży wzrost emisji w 2000 roku w porównaniu z latami ubiegłymi i prawie dwukrotnie większy

w 2001 w porównaniu z rokiem 2000 pozwala sądzić, że gminy będą w coraz większym stopniu wykorzystywały ten instrument do finansowania inwestycji komunalnych (patrz rysunek 2).



Rysunek 2. Zrealizowana i będąca w trakcie realizacji liczba programów emisyjnych w poszczególnych latach

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Fitch Polska S. A.

Zwiększenie liczby emisji obligacji komunalnych w 2001 roku wynika z: 1) upowszechnienia tej formy finansowania; 2) oraz relatywnie mniejszych kosztów obsługi zadłużenia samorządów (oprocentowanie obligacji komunalnych było zwykle niższe o 0,5–2% od kredytu bankowego w porównywalnej kwocie i zbliżonym okresie spłaty)⁹.

W większości przeprowadzonych emisji dominował prosty schemat postępowania: biuro maklerskie na zlecenie samorządu przygotowywało niepubliczną emisję obligacji, którą macierzysty bank obejmował w całości. Stanowiły one dla banku atrakcyjną inwestycję ponieważ gwarantowały mu oprocentowanie przewyższające rentowność papierów Skarbu Państwa. W ten sposób emisja obligacji komunalnych stawała się quasi-kredytem bankowym. Jednakże szczupłe fundusze krajowego rynku finansowego już teraz uniemożliwiają kredytowanie wielu gałęzi naszej gospodarki (np. telekomunikacja, energetyka) jak również rynek ten, nie jest w stanie sprostać długofalowym potrzebom inwestycyjnym polskich samorządów¹⁰. W związku z tym samorządy będą musiały szukać kredytodawców poza sektorem bankowym.

Cechą charakterystyczną polskiego rynku obligacji komunalnych jest słabo rozwinięty rynek wtórny co ogranicza płynność samorządo-

⁹ Fitch Polska S.A. (2002). *Rating & Rynek*, nr 1(113).

¹⁰ Stańczuk M., Kuczborski T. (1999). *Jak zdobyć pieniądze na inwestycje*. Rzeczpospolita nr 142(5307) z dnia 21 czerwca.

wych papierów dłużnych. Niewielka płynność obligacji, w miarę zwiększania się liczby emisji, przyczyni się do wzrostu kosztów ponoszonych przez emitentów. Trudniej będzie bowiem uplasować kolejną emisję na rynku, dlatego też emitenci będą musieli proponować nabywcom obligacji wyższe oprocentowanie lub też tak skonstruować warunki emisji, aby były one atrakcyjne dla potencjalnych inwestorów¹¹. Korzystniejszym rozwiązaniem, w tej sytuacji, byłoby podejmowanie przez samorządy stosownych uchwał o wprowadzeniu wyemitowanych papierów do publicznego obrotu niezwłocznie po ich objęciu przez inwestorów. Koszt takiego upublicznienia mieściłby się w granicach racjonalności¹².

Wprowadzenie obligacji do publicznego obrotu pozwoli bowiem na dotarcie do grup inwestorów takich jak m. in.: towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne i emerytalne itp., których skala działania na rynku niepublicznym jest ograniczona¹³.

W chwili obecnej tylko obligacje Ostrowa Wielkopolskiego są notowane na pozagiełdowym rynku CTO. Mimo że wprowadzenie obligacji do publicznego obrotu wymagało czasu i poniesienia przez gminę dodatkowych kosztów, to jednak wymierne korzyści związane z upublicznieniem emisji, zdaniem prezydenta miasta, aż nadto zrekompensowały gminie poniesione na ten cel wydatki¹⁴. Do pozytywnych skutków upublicznienia prezydent zalicza: uzyskanie kapitału na korzystnych dla gminy warunkach, wzrost wiarygodności gminy dla instytucji finansowych, pozytywny wizerunek w skali ogólnopolskiej, zwiększenie zainteresowania inwestorów gminą oraz wzrost zainteresowania mieszkańców sprawami lokalnymi. Według prezydenta miasta dzięki zaciąganiu zobowiązań na rynku kapitałowym gmina mogła szybko

¹¹ Maksimczyk M. (1998). *Obligacje komunalne, a konkurencyjne instrumenty finansowania gmin*. W: I. Wciślak (red.) *Obligacje komunalne – emisja i obrót wtórny* (s. 7–26). Forum Inżynierii Finansowej. Poznań.

¹² Grajek M. (1998). *Obligacje komunalne na rynku pozagiełdowym*. W: I. Wciślak (red.). *Obligacje komunalne – emisja i obrót wtórny* (s. 103–107). Forum Inżynierii Finansowej. Poznań.

¹³ Rozporządzenie Rady Ministrów z 12 maja 1998 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne.

¹⁴ Skrobisz D. (1999). *Nie bójcie się długu*. Home & Market Nr 6 (80).

odpowiedzieć na potrzeby (postulaty) mieszkańców trzykrotnie przyspieszając tempo realizacji inwestycji drogowych¹⁵.

Przyszłość obligacji komunalnych **jest ściśle związana z emisją publiczną**, która w chwili obecnej byłaby, zdaniem Gilowskiej, ze względu na długotrwałą i kosztowną procedurę przygotowania emisji, desperacką próbą pokonania bariery braku długoterminowych kredytów dostępnych dla gmin¹⁶. Aby zmienić ten stan rzeczy w Komisji Papierów Wartościowych i Giełd trwają obecnie prace nad zmniejszeniem kosztów publicznej emisji obligacji komunalnych (np. audytu sprawozdań finansowych, wielkości koniecznych opłat itp.) oraz uproszczeniem i skróceniem procedury dopuszczenia ich do publicznego obrotu¹⁷. Emisja publiczna umożliwiłaby m. in. dostęp do rynku obligacji nieobecny tam w tej chwili małym inwestorom, czyli gospodarstwom domowym, które np. na rynku amerykańskim stanowią bardzo istotną grupę podmiotów inwestujących w obligacje komunalne, ich udział w rynku tych papierów sięga ok. 36%¹⁸. Emisja obligacji skierowana do lokalnej społeczności pozwoli przenieść ciężar finansowej odpowiedzialności za rozwój gminy na jej mieszkańców, co uczyni zarządzanie finansami lokalnymi bardziej przejrzystym. Zaangażowanie mieszkańców w sprawy ich gminy może przyczynić się do racjonalizacji podejmowanych przez samorząd przedsięwzięć. Publiczna emisja obligacji, będąc jednocześnie miernikiem zdolności wspólnot lokalnych do samodzielnego rozwiązywania przynajmniej części problemów wynikających z niedostatku kapitału na finansowanie inwestycji o charakterze infrastrukturalnym, umożliwi mieszkańcom partycypację w przedsięwzięciach inwestycyjnych samorządu.

Jednym z warunków powodzenia publicznej emisji obligacji komunalnych jest zainteresowanie nią nie tylko ze strony inwestorów instytucjonalnych – banków, funduszy emerytalnych, ubezpieczeniowych, itp., ale także zainteresowanie inwestorów indywidualnych – gospodarstw domowych.

Z badań dotyczących czynników mogących warunkować wielkość popytu na obligacje komunalne ze strony gospodarstw domowych przepr-

¹⁵ Kruszyński M. (2000). *Pozabudżetowe metody finansowania inwestycji publicznych. Obligacje gminne*. Monitor Rachunkowości i Finansów, nr 2(15), s. 20–24.

¹⁶ Gilowska Z. (1998). *System ekonomiczny samorządu terytorialnego w Polsce*. MUNICIPIUM. Warszawa.

¹⁷ Z wyliczeń Kamińskiego wynika, że całkowite koszty takiej emisji o wartości 10 mln zł wniosłyby w pierwszym roku 5% tej kwoty, czyli ok. 500 tys. zł. Por. Prusek T. (2001). *Emitujcie i notujcie*. Gazeta wyborcza z dnia 22 marca.

¹⁸ Por. Fabozzi F. J. (2000) *Rynki obligacji. Analiza i strategię*. WIG-PRESS. Warszawa. Bitner M. (1998). *Finansowanie gmin za pomocą obligacji komunalnych w krajach UE i USA*. W: I. Wciślak (red.). *Obligacje komunalne – emisja i obrót wtórny* (s. 27–42). Forum Inżynierii Finansowej. Poznań.

wadzonych przez Markowskiego wynika, że mieszkańcy badanych miejscowości, jeśli ich gmina zdecyduje się na publiczną emisję, będą zainteresowani finansową partycypacją w podejmowanych przez ich gminę wysiłkach inwestycyjnych udostępniając jej własne zasoby¹⁹. Jedną z przesłanek przemawiającą na rzecz takiego wniosku są deklaracje kupna obligacji, pod warunkiem otrzymania w zamian ulg podatkowych lub podobnego do bankowego procentu od pożyczonego kapitału, przez ponad połowę, tj. 57% (63,6% mieszkających w Lublinie i 50,4% w Międzyrzeczu) badanych gospodarstw domowych.

Jakkolwiek wyniki przeprowadzonych badań pozwalają sądzić, że gospodarstwa domowe będą zgłaszały popyt na obligacje to jednak wielkość tego popytu uzależniona będzie od kilku czynników.

Czynnikiem, który jest niezmiernie ważny przy podejmowaniu decyzji o zakupie obligacji przez gospodarstwa domowe, jest wiedza o samym instrumencie. Dla gospodarstw domowych istotne jest: jakie funkcje pełnią obligacje, np. pozwalają sfinansować ważną dla nich inwestycję, jakie korzyści mogą mieć, gdy je zakupią oraz jakie są powiązania obligacji komunalnych z rynkiem kapitałowym.

Drugim ważnym czynnikiem wpływającym na wielkość popytu na obligacje ze strony gospodarstw domowych jest cel ich emisji. Oznacza to, że obligacje wyemitowane na jakiś cel mogą spotkać się z większym zainteresowaniem ich zakupem niż obligacje wyemitowane po to by zrealizować inny cel. W wypadku gospodarstw domowych z badanych miejscowości Lublina i Międzyrzecza Podlaskiego celem, który spotkałby się z największym popytem, byłby remont i budowa dróg. Nie można jednak ekstrapolować tych wyników na wszystkie gminy, ponieważ atrakcyjność celu emisji uzależniona jest od miejscowej wspólnoty oraz od zgłaszanych przez nią potrzeb.

Na wielkość zgłaszanego ze strony gospodarstw domowych popytu na obligacje komunalne w sposób istotny wpływa także dokonana przez gospodarstwo domowe ocena aktualnej i przyszłej sytuacji gospodarczej. Im jest ona lepsza, bardziej optymistyczna, tym większego zainteresowania zakupem obligacji komunalnych przez gospodarstwa domowe należy się spodziewać.

Na decyzję gospodarstwa domowego w sposób istotny wpływa również sytuacja materialna w jakiej się ono znajduje oraz jego skłonność do oszczędzania. Oznacza to, że im większy sens gospodarstwa domowe nadają

¹⁹ Markowski K (2001). *Uwarunkowania decyzji gospodarstw domowych dotyczących potencjalnego inwestowania w obligacje komunalne*. Nieopublikowana rozprawa doktorska. Lublin.

oszczędzaniu oraz w im lepszej sytuacji materialnej się znajdują, tym większy popyt na zakup obligacji będą zgłaszały.

Reasumując, ze względu na konieczność pozyskiwania dodatkowych środków na inwestycje przez samorzady rynek obligacji komunalnych będzie się dalej systematycznie rozwijał. W ciągu najbliższych kilku lat lokalne społeczności będą decydowały się w dużej mierze na zamknięte emisje obligacji, a następnie część z nich będzie dążyła do ich upublicznienia. Niektóre z gmin zdecydują się także na emisję obligacji przychodowych, które pozwolą im na zrealizowanie dodatkowych inwestycji²⁰. Z powodu korzyści wynikających z publicznego obrotu obligacjami oraz jak wspomniałem wyżej, pracami nad zmniejszeniem kosztów, uproszczeniem i skróceniem procedury dopuszczania do publicznego obrotu w perspektywie najbliższych kilku lat należy się spodziewać pierwszych publicznych emisji obligacji komunalnych.

Literatura

- Bitner M. (1998). *Finansowanie gmin za pomocą obligacji komunalnych w krajach UE i USA*. W: I. Wciślak (red.). *Obligacje komunalne – emisja i obrót wtórny* (s. 27–42). Forum Inżynierii Finansowej. Poznań.
- Fabozzi F. J. (2000) *Rynki obligacji. Analiza i strategię*. WIG-PRESS. Warszawa.
- Fitch Polska S.A. (2002). *Rating & Rynek*, nr 1(113).
- Gałązka A., Sierak J. (1998). *Gospodarka budżetowa a potrzeby inwestycyjne gmin*. MUNICIPIUM. Warszawa
- Gilowska Z. (1998). *System ekonomiczny samorządu terytorialnego w Polsce*. MUNICIPIUM. Warszawa.
- Grajek M. (1998). *Obligacje komunalne na rynku pozagieldowym*. W: I. Wciślak (red.). *Obligacje komunalne – emisja i obrót wtórny* (s. 103–107). Forum Inżynierii Finansowej. Poznań.
- GUS – <http://www.stat.gov.pl>
- Kruszyński M. (2000). *Pozabudżetowe metody finansowania inwestycji publicznych. Obligacje gminne*. Monitor Rachunkowości i Finansów, nr 2(15), s. 20–24.

²⁰ Zaletą obligacji przychodowych jest to, że nie uszczuplą one zdolności kredytowych samorządu ponieważ zadłużenie wynika ze sfinansowania danej inwestycji spłacą użytkownicy powstającego obiektu – ponosząc pewne koszty jego eksploatacji. Dzięki temu gmina może realizować dodatkowe inwestycje. Mówi o tym art. 32b, ust. 7 znowelizowanej ustawy o obligacjach.

- Maksimczyk M. (1998). *Obligacje komunalne, a konkurencyjne instrumenty finansowania gmin*. W: I. Wciślak (red.) *Obligacje komunalne – emisja i obrót wtórny* (s. 7–26). Forum Inżynierii Finansowej. Poznań.
- Markowski K. (2001). *Uwarunkowania decyzji gospodarstw domowych dotyczących potencjalnego inwestowania w obligacje komunalne*. Nieopublikowana rozprawa doktorska. Lublin.
- Misiąg W. (1997). *Rola inwestycji w budżecie państwa i budżetach gmin*. Materiały konferencyjne. Inwestuję w Polsce.
- Prusek T. (2001). *Emitujcie i notujcie*. Gazeta wyborcza z dnia 22 maja.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z 12 maja 1998 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne.
- Siemiński W. (1999). *Współzarządzanie gminą. Rada i zarząd gminy we współpracy samorządowej*. Zachodnie Centrum Organizacji. Warszawa.
- Skrobisz D. (1999). *Nie bójcie się długu*. Home & Market Nr 6 (80).
- Stańczuk M., Kuczborski T. (1999). *Jak zdobyć pieniądze na inwestycje*. Rzeczpospolita nr 142(5307) z dnia 21 czerwca.
- Swianiewicz P., Dziemianowicz W. (1999) *Atrakcyjność inwestycyjna miast 1998 - 1999*. IBnGR. Warszawa.
- Ustawa z dnia 29. czerwca 1995 roku o obligacjach (Dz. U. Nr 83, poz. 420 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 8 marca 1990 roku o samorządzie gminnym (Dz. U. Z 1996 r. Nr 13, poz. 74 z późn. zm.)

Streszczenie

Gminy mają obowiązek wykonywania zadań, które służą zaspokojeniu potrzeb miejscowej wspólnoty. Do ich realizacji muszą posiadać zarówno odpowiednie środki finansowe jak też stosowną infrastrukturę. Infrastruktura wymaga zaś wymaga stalego odtwarzania i rozbudowywania co łączy się z koniecznością podejmowania przez gminę przedsięwzięć inwestycyjnych.

Artykuł podejmuje problematykę finansowania inwestycji samorządowych za pomocą emisji obligacji. ukazuje perspektywy dalszego rozwoju rynku samorządowych papierów dłużnych w Polsce ze szczególnym uwzględnieniem emisji publicznej. Przedstawia także czynniki wpływające na powodzenie takiej emisji.

Summary

COMMUNAL BONDS AS AN INSTRUMENT OF CAPITAL CONCENTRATION IN ORDER TO FINANCE THE MUNICIPAL INVESTMENT

The local administration of commune councils are obliged to perform the tasks, which are meant to satisfy the needs of a local community. In order to accomplish them they must have both the necessary financial means and the suitable infrastructure at their disposal. The infrastructure demands constant regeneration and development which is connected with the necessary to take up new investments of the local administration.

The article is concerned with financing the municipal investments by means of issuing bonds. It also presents the perspectives of further development of the market of communal bonds in Poland paying special attention to public issues of bonds. It also shows the factors which can make the issue successful.