

OBLIGACJE JAKO INSTRUMENT FINANSOWANIA PROJEKTÓW INWESTYCYJNYCH POLSKICH SAMORZĄDÓW

Gabriel Głowka

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Streszczenie. Celem opracowania jest zbadanie i ocena roli obligacji komunalnych w finansowaniu inwestycji podejmowanych przez jednostki samorządu terytorialnego. Z przeprowadzonej w niniejszym opracowaniu analizy wynika, że samorządy terytorialne dostrzegły szansę, jaką daje możliwość pozyskania kapitału drogą emisji obligacji. W ciągu kilkunastu lat funkcjonowania ustawy regulującej emisję obligacji komunalnych wartość dokonywanych w kolejnych latach emisji rosła w szybkim tempie i w 2009 r. była ona kilkunastokrotnie wyższa niż w 1996 r. Jest to szczególnie ważne w warunkach konieczności pozyskania przez samorządy środków na współfinansowanie inwestycji realizowanych przy wsparciu ze środków unijnych.

Słowa kluczowe: obligacja, samorząd terytorialny, inwestycje samorządowe

WSTĘP

Z uwagi na to, że jednostki samorządu terytorialnego zaliczone są do sektora finansów publicznych, zdecydowana większość środków finansowych wykorzystywanych na realizację podejmowanych przez samorządy inwestycji pochodzi z podatków i opłat lokalnych, a także redystrybucji środków między budżetem państwa a strukturami lokalnymi. W tym drugim przypadku polskie jednostki samorządu terytorialnego otrzymują środki przez udziały w podatkach państwowych oraz dotacje celowe i subwencje ogólne pochodzące z budżetu państwa. W sytuacji niewystarczającej ilości środków finansowych, ze wskazanych wyżej źródeł, jednostki samorządu terytorialnego w Polsce mają możliwość ich pozyskania przy wykorzystaniu dostępnych na rynku finansowym instrumentów mających charakter komercyjny. Dostęp do środków, otrzymanych również na zasadach komercyjnych, stwarza warunki do szerszego i bardziej elastycznego finansowania inwestycji jednostek samorządu terytorialnego. Jest to związane przede wszystkim z tym, że

Adres do korespondencji – Corresponding author: Gabriel Głowka, Szkoła Główna Handlowa; Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie; Katedra Inwestycji i Nieruchomości, al. Niepodległości 164, 02-554 Warszawa, e-mail: gabriel.glowka@gmail.com

stworzona została tym samym możliwość wykorzystania przez samorządy terytorialne do finansowania projektów inwestycyjnych instrumentów zarówno rynku pieniężnego, jaki i przede wszystkim rynku kapitałowego.

Celem opracowania jest zbadanie i ocena roli obligacji komunalnych w finansowaniu inwestycji podejmowanych przez jednostki samorządu terytorialnego. Podstawowym źródłem informacji i danych są akty prawne regulujące zasady emisji i obrotu obligacjami komunalnymi w Polsce, literatura przedmiotu oraz dane liczbowe publikowane w raportach i analizach Narodowego Banku Polskiego i agencji ratingowej Fitch Polska S.A. W opracowaniu wykorzystano głównie metodę opisową.

OBLIGACJA JAKO INSTRUMENT POZYSKIWANIA ŚRODKÓW INWESTYCYJNYCH

Obligacja jest papierem wartościowym, w którym emitent potwierdza zaciągnięcie określonej kwoty pożyczki i zobowiązuje się do jej zwrotu właścicielowi obligacji w ustalonym z góry terminie oraz do zapłaty odsetek [Bień 1996]. Obligacje można klasyfikować według wielu różnych kryteriów [Górski 2007]. Jednym z nich jest rodzaj emitenta. I tak, jeśli emitentem tych papierów wartościowych są jednostki samorządu, wówczas noszą one nazwę obligacji komunalnych. Obligacje komunalne są zatem dla jednostek samorządu terytorialnego instrumentem finansowym, za pomocą którego mogą one zaciągać pożyczkę jednocześnie u wielu wierzycieli, często na bardzo długi okres, znacznie przekraczający czas, na jaki mogą uzyskać bankowe kredyty inwestycyjne. Na rozwiniętych rynkach finansowych emitowane są zarówno obligacje długoterminowe z terminem wykupu 30 lat, jak i średnioterminowe 5-letnie, w ostatnich latach najczęściej emitowane były obligacje z terminem wykupu mieszczącym się w przedziale 10–15 lat [Górski 2007]. Stąd też emisja obligacji może stanowić, również w polskich warunkach, bardzo dobre źródło długoterminowego finansowania projektów inwestycyjnych gmin. Przez emisję obligacji gminy mają szansę zdobyć środki na ten cel od bardzo zróżnicowanej grupy inwestorów, w tym pozyskać nawet drobne oszczędności gospodarstw domowych. W Polsce zasady emisji obligacji komunalnych, a także obrotu nimi, regulują przede wszystkim Ustawa o obligacjach z 29.06.1995 r. (Dz.U. z 1995 r. Nr 83, poz. 420) oraz nowelizacja tej ustawy z 29.06.2000 r. (Dz.U. z 2000 r. Nr 60, poz. 702), a także Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z 29.07.2005 r. (Dz.U. z 2005 r. Nr 184, poz. 1539).

Emisja obligacji komunalnych w Polsce może mieć formę subskrypcji publicznej i niepublicznej. Publiczny charakter ma emisja adresowana, zgodnie z ustawą, do więcej niż 100 osób. W przeciwnym przypadku emisja ma charakter niepubliczny i jest często określana również jako zamknięta [Ustawa 2005].

W ramach emisji publicznej można wyróżnić dwa przypadki [Dębski 2007]:

- emitowane obligacje przeznaczone są do obrotu publicznego,
- emitowane obligacje przeznaczone są do obrotu prywatnego.

W sytuacji pierwszej emisja obligacji komunalnych regulowana jest przepisami ustawy o obligacjach oraz ustawy o ofercie publicznej, która określa zasady obrotu obligacja-

mi, warunki dopuszczenia do obrotu, w tym szczególnie wymogi dotyczące sporządzenia prospektu i publikowania informacji. W tym przypadku jednostka samorządu terytorialnego zobowiązana jest również do informowania o Komisji Nadzoru Finansowego danej emisji. Wszystko to oznacza, że ten typ emisji wiąże się ze stosunkowo wysokimi kosztami, ma jednak co najmniej dwie zalety. Po pierwsze, daje możliwość dotarcia emitentowi do bardzo dużej i zróżnicowanej grupy inwestorów, co ma bardzo istotne znaczenie przy dużych emisjach. Po drugie, liczy się tutaj także efekt marketingowy, czyli promocja danej jednostki samorządowej na rynku publicznym i zdobywanie zaufania inwestorów. Znacznie ułatwia to przeprowadzanie kolejnych emisji obligacji. W przypadku, gdy emisja obligacji komunalnych ma charakter publiczny, ale obligacje są przeznaczone do obrotu prywatnego, jest ona regulowana wyłącznie przepisami ustawy o obligacjach. Nie mają zastosowania tutaj przepisy ustawy o ofercie publicznej.

Z powyższych rozważań wynika, że w Polsce gminy mogą wykorzystywać, w celu zdobycia środków na finansowanie projektów inwestycyjnych, wszystkie formy emisji obligacji komunalnych. Wszystko zależeć będzie od wielkości emisji oraz kosztów, jakie będą one skłonne ponieść w konkretnym przypadku. Z regulacji prawnych wynika, że zdecydowanie najprostszą i jednocześnie najtańszą, a także możliwą do przygotowania w najkrótszym czasie formą emisji obligacji komunalnych jest emisja niepubliczna, zamknięta, adresowana do 100 i mniej osób.

Atrakcyjność obligacji, podobnie jak innych papierów wartościowych, zależy w dużym stopniu od poziomu ryzyka związanego z ich emitentem. W przypadku obligacji komunalnych, zwłaszcza emitowanych przez większe i bogatsze gminy, traktuje się je jako bezpieczne papiery wartościowe. Niższe ryzyko przypisuje się tylko obligacjom skarbowym. W związku z tym ich oprocentowanie powinno być nieco wyższe niż papierów skarbowych.

ROZWÓJ I CECHY CHARAKTERYSTYCZNE RYNKU OBLIGACJI KOMUNALNYCH W POLSCE

Historia polskich obligacji sięga XVIII wieku. W 1782 roku król Stanisław August Poniatowski zastawił u bankiera holenderskiego van Horna pałac Belweder za 1 mln guldenów, emitując 1000 sztuk obligacji po 1000 guldenów. Walor ten uważany jest za pierwszą polską obligację [Kałkowski 1996].

Obligacje komunalne wykorzystywane były w znacznym zakresie na ziemiach polskich do finansowania inwestycji miejskich już w dziewiętnastym wieku. Emitowały je większe miasta we wszystkich trzech zaborach. W okresie II Rzeczypospolitej w latach 1918–1939 dokonano 32 emisji obligacji komunalnych na łączną kwotę 155 mln ówczesnych złotych, co stanowiło około 5% całej emisji papierów wartościowych w naszym kraju. Celem tych pożyczek obligacyjnych była konwersja emisji wcześniejszych z czasów zaborów oraz pozyskanie środków finansowych na budowę infrastruktury miejskiej [Kałkowski 1996]. Okres PRL był całkowicie stracony dla rozwoju tego rodzaju papierów wartościowych. Mimo że w 1945 roku uchwalono dekret o finansach komunalnych, to przepisy te nigdy nie zostały wykorzystane w praktyce. Można powiedzieć, że dopiero reforma samorządowa z 1990 roku ponownie otworzyła możliwość emitowania tego

rodzaju papierów wartościowych przez polskie władze samorządowe, jednak do 1995 roku z możliwości takiej skorzystało zaledwie kilka gmin. Dopiero uchwalenie Ustawy o obligacjach w 1995 roku stworzyło szanse na pozyskanie kapitału przez polskie samorządy terytorialne tą właśnie drogą, w tym szczególnie na finansowanie różnego rodzaju projektów inwestycyjnych.

Analiza danych dotyczących rodzajów emisji obligacji komunalnych dokonywanych w Polsce w latach 1997–2009 w Polsce wskazuje, że jednostki samorządu terytorialnego wykorzystują prawie wyłącznie niepubliczne emisje obligacji komunalnych [Rynek 1999–2008]. Zawierają one wówczas umowy z bankami, w ramach których przeprowadzane są tego rodzaju emisje obligacji kierowane do ograniczonej grupy inwestorów bez tak zwanego underwritingu, czyli bez gwarancji ze strony banku uplasowania takiej emisji na rynku. Najczęściej w roli tej występują takie banki, jak Bank PKO BP S.A., Bank PEKAO S.A., BGK oraz BOŚ S.A., które zdecydowanie dominują na tym rynku. Z kolei podmiotami najczęściej inwestującymi w tego rodzaju papiery wartościowe są fundusze inwestycyjne, OFE, towarzystwa ubezpieczeniowe oraz banki komercyjne.

Emitowane w ten sposób obligacje komunalne, przeznaczone na finansowanie projektów inwestycyjnych samorządów, są z reguły papierami wartościowymi długoterminowymi o zmiennym oprocentowaniu. Wysokość oprocentowania uzależniona jest, oprócz bieżącej sytuacji rynkowej, również od tego, czy emitowane obligacje mają karencję w spłacie kapitału, która może obejmować nawet cały okres, na jaki są one emitowane, czy też są to papiery bez takiego odroczenia spłaty kapitału. W tym pierwszym przypadku marża dodawana do stawki referencyjnej jest znacznie wyższa i wynosi na rynku, przy emisji w PLN, około 2%, natomiast w przypadku emisji bez karencji w spłacie kapitału marża ta wynosi około 1%. Jest to oprocentowanie niższe niż w przypadku kredytów inwestycyjnych oferowanych aktualnie gminom przez banki uniwersalne funkcjonujące na polskim rynku finansowym. Ponadto, z uwagi na to, że jest to emisja niepubliczna, łączne koszty pozyskania środków są z reguły niższe. Kolejną zaletą tego sposobu pozyskania środków przez gminy, w stosunku do kredytów inwestycyjnych, jest to, że są to pieniądze, które mogą być przeznaczone na dowolny projekt inwestycyjny, a procedura ich uzyskania nie podlega regulacjom o zamówieniach publicznych. Trzeba jednak podkreślić, że tego typu emisje niepubliczne są z reguły nie płynne i często niewielkie, co oznacza, że są one praktycznie pewną odmianą kredytu bankowego.

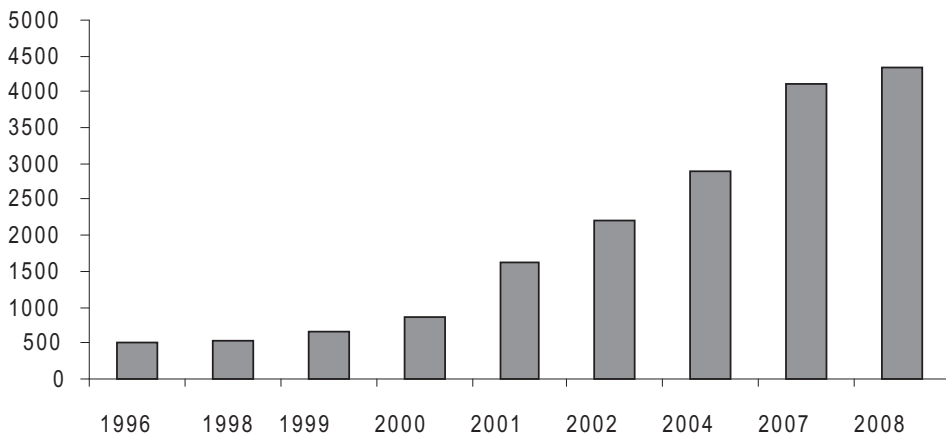
Kolejnym sposobem pozyskania przez gminy środków na finansowanie projektów inwestycyjnych może być publiczna emisja obligacji komunalnych. Emisja tego typu, z omówionych powyżej powodów, jest bardziej pracochłonna i kosztowna oraz podlega procedurze przekazywania odpowiednich informacji z nią związanych do Komisji Nadzoru Finansowego. Wyemitowane w ten sposób obligacje komunalne są notowane na rynku MTS – CeTO S.A. oraz na uruchomionym 30 września 2009 roku rynku Catalist prowadzonym na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie [www.gpwcatalyst.pl]. Jak dotychczas w Polsce tego rodzaju emisji obligacji komunalnych jest bardzo mało. Doświadczenia w tym zakresie wskazują, że odpowiedni poziom płynności może być zapewniony przy emisji o wartości zbliżonej do 1 mld zł, a najlepiej byłoby, gdyby taka emisja opiewała na kwotę 2–3 mld zł. Warto również dodać, że obecnie na świecie zdecydowana większość emisji publicznych, bo około 90%, charakteryzuje się stałą stopą procentową. W przeciwieństwie do obliga-

cji komunalnych emitowanych w oparciu o zmienną stopę procentową ważną zaletą obligacji komunalnych opartych na stałej stopie procentowej jest to, że z reguły nie są amortyzowane, co oznacza, że kapitał nie musi być spłacany proporcjonalnie do czasu ich zapadalności. Pomimo powyższych ograniczeń emisja tego rodzaju obligacji komunalnych w Polsce, w celu pozyskania kapitału na projekty inwestycyjne, jest możliwa, szczególnie w przypadku większych jednostek samorządu terytorialnego. Praktycznym dowodem na to jest publiczna emisja 10-letnich obligacji komunalnych przeprowadzona przez samorząd Warszawy w 2009 roku. Emisja ta była pierwszą z przyjętego programu emisyjnego tego typu obligacji i jej wartość wyniosła 600 mln zł. Były to emisja o stałej stopie procentowej na poziomie 6,80%. Jest to nieco wyższe oprocentowanie niż przy emisjach o charakterze niepublicznym, a wynika to z tego, że w tym przypadku ryzyko stopy procentowej ponosi inwestor.

Jak dotychczas uwagę skupiono głównie na emisjach obligacji komunalnych kierowanych na rynek krajowy. Trzeba jednak dodać, że jednostki samorządu terytorialnego w Polsce, w celu zdobycia finansowania projektów inwestycyjnych w obszarze nieruchomości, mogą również przeprowadzać emisje obligacji komunalnych kierowanych także na rynki zagraniczne. Doświadczenia w tym zakresie wskazują, że jest to, jak dotychczas, bardzo rzadko wykorzystywana możliwość. Świadczy o tym fakt, że w ostatnich latach dokonano w Polsce tylko trzech tego rodzaju emisji. Pierwsza z nich została przeprowadzona przez samorząd Krakowa w 2000 roku i wyniosła 34 mln euro. Procedura przeprowadzenia drugiej emisji tego rodzaju obligacji została uruchomiona przez mazowiecki samorząd wojewódzki w 2008 roku. Wówczas to sejmik wojewódzki uchwalił program emisji obligacji kierowanej na rynki zagraniczne na kwotę 360 mln zł, ale denominowanych w euro. Z uwagi jednak na kryzys na światowych rynkach finansowych termin tej emisji przesunięto na następny rok. Pierwszą transzę tych obligacji wyemitował Urząd Marszałkowski Województwa Mazowieckiego w połowie 2009 roku na kwotę 50 mln euro. Obie z tych emisji miały charakter niepubliczny i były adresowane do wybranej grupy prywatnych inwestorów. Trzecią i ostatnią, jak dotychczas, tego rodzaju emisję przeprowadził w drugiej połowie 2009 roku samorząd Warszawy. Była to publiczna emisja 5-letnich obligacji o wartości 200 mln euro na stałą stopę procentową. Ich oprocentowanie wyniosło 6,875%, przy oprocentowaniu w tym samym czasie obligacji skarbu państwa na poziomie 5,80%. Obligacje te są notowane na giełdzie w Luksemburgu. Podstawowe ograniczenia emisji tego rodzaju obligacji komunalnych to przede wszystkim brak w samorządach terytorialnych odpowiednio wykwalifikowanych w tym zakresie kadr oraz znacznie wyższe koszty emisji. Jest to związane głównie z wyższymi marżami banków oraz prawie czterokrotnie wyższymi kosztami obsługi prawnej. Warto podkreślić jednak, że Warszawa dokonała w tym zakresie pewnego otwarcia rynku. Poniesione przez nią nakłady powinny przenieść widoczne efekty marketingowe i ułatwić w przyszłości emisje tego rodzaju obligacji nie tylko przez samorząd warszawski, ale również inne polskie jednostki samorządu terytorialnego z większymi gminami łącznie.

Reasumując, należy stwierdzić, że polski rynek obligacji ciągle napotyka wiele barier. Po ponad dwunastu latach doświadczeń, licząc od momentu stworzenia podstaw prawnych faktycznie umożliwiających emisje obligacji komunalnych, można powiedzieć, że założenia czynione w momencie ich przygotowywania nie do końca się sprawdziły. Przewidywano bowiem, że zapoczątkuje to wykorzystanie na szeroką skalę tej formy fi-

nansowania projektów inwestycyjnych podejmowanych przez jednostki samorządu terytorialnego. Zakładano, że podobnie jak w okresie międzywojennym tego rodzaju papiery wartościowe samorządów będą traktowane prawnie na równi z dłużnymi papierami skarbowymi i nabywane oprócz inwestorów instytucjonalnych również przez osoby fizyczne zamieszkujące na terenie działania danych samorządów. I chociaż dzisiejsza sytuacja jest odległa od tych prognoz, to dane statystyczne pokazują, że polski rynek obligacji komunalnych w wolniejszym tempie niż to zakładano, ale systematycznie rozwija się i zadłużenie samorządów w obligacjach rośnie (rys. 1). Szczególnie widoczne jest to po 2000 roku, czyli po zmianie ustawy o obligacjach, która oznaczała kolejne dostosowanie prawa do potrzeb tego rynku.



Rys. 1. Zadłużenie z tytułu obligacji komunalnych w latach 1996–2008 [w mln zł]

Fig. 1. Debt from municipal bonds in 1996 – 2008 period [in mil. PLN]

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Rynek... Podsumowanie 1999–2009].

Source: Own calculation based on [Rynek... Podsumowanie 1999–2009].

Dotychczasowe tempo rozwoju rynku obligacji komunalnych w Polsce wynika z wielu zróżnicowanych czynników. Najważniejsze z nich to dominacja obligacji skarbowych ograniczająca rynek dla innych emitentów, a także nadmierna jeszcze do niedawna konkurencja między bankami komercyjnymi udzielającymi samorządom kredytów, co powodowało, że większość zadłużenia jednostek terytorialnych stanowiły kredyty bankowe. Niektóre z tych czynników będą miały istotne znaczenie również w najbliższych latach, inne natomiast ulegną osłabieniu. Generalnie zakłada się jednak, że uwarunkowania funkcjonowania rynku obligacji komunalnych w najbliższej przyszłości będą sprzyjały jego rozwojowi. Nadzieję na to dają również informacje określające stan tego rynku na koniec trzeciego kwartału ubiegłego roku. Na koniec 2009 roku wartość obligacji sprzedanych przez polskie samorzady wyniosła około 6,9 mld PLN. Taki stan polskiego rynku obligacji komunalnych był rezultatem bardzo dobrych dla tego rynku kilku ostatnich lat. Biorąc jednak pod uwagę fakt, że wartość emisji obligacji w 2009 roku była prawie 55% wyższa niż w roku poprzednim, można zakładać, że rynek obligacji komunalnych będzie rozwijał się coraz szybciej [Rynek 1999–2009]. Da to tym samym szansę polskim

samorządom na pozyskanie środków na finansowanie różnego rodzaju projektów inwestycyjnych. Na taką możliwość wskazuje również wartość przyjętych przez jednostki samorządu terytorialnego programów emisji obligacji komunalnych na 2010 rok.

Podstawą do takich prognoz jest także to, że obligacje komunalne to dobry sposób na dodatkowe środki finansowe samorządów, które mogą zostać wykorzystane na finansowanie podejmowanych projektów inwestycyjnych. Ponadto, trzeba zaznaczyć, że pozyskane w ten sposób środki mogą być również przeznaczone jako wkład w inwestycję współfinansowaną ze środków europejskich czy nawet na spłatę wcześniejszych zobowiązań. Warto również podkreślić, że emisja obligacji jest dla samorządów bardziej atrakcyjna od komercyjnych kredytów bankowych, i to z kilku powodów. Po pierwsze, wybór organizatora emisji obligacji nie podlega regulacjom ustawy o zamówieniach publicznych, jak to ma miejsce w przypadku banku udzielającego kredyt. Po drugie, obligacje należą do grupy instrumentów finansowych niezabezpieczonych. Jest to ważne, bo przy zaciąganiu kredytu banki wymagają często wielu prawnych zabezpieczeń których, ustanowienie jest kosztowne. Po trzecie, jak dotychczas zdecydowana większość obligacji komunalnych oparta jest na rentowności bonów skarbowych, co wpływa na ich cenę w porównaniu z kredytami bankowymi [Rozwój... 2002–2008].

PODSUMOWANIE

Na podstawie przeprowadzonych wyżej rozważań, warto zaznaczyć, że obligacje są ważną alternatywą dla kredytów bankowych. Istotne tu jest to, że katalog takich produktów jak obligacje komunalne jest bardzo zróżnicowany. Jednostki samorządu terytorialnego mają zatem możliwość samodzielnie decydować o wyborze konkretnej tego typu formy pozyskania środków. Z przeprowadzonej w niniejszym opracowaniu analizy wynika, że samorządy terytorialne dostrzegły szansę, jaką daje możliwość pozyskania kapitału w wyniku niepublicznych, jak i publicznych emisji obligacji i zdobyły istotne doświadczenie w posługiwaniu się tym instrumentem finansowym. Od wprowadzenia w życie ustawy regulującej emisję obligacji komunalnych w znacznym tempie wzrastała wartość dokonywanych emisji i w 2009 roku była ona ponaddwudziestokrotnie wyższa niż w 1996 roku. Jest to szczególnie ważne w warunkach konieczności pozyskania przez samorządy środków na współfinansowanie inwestycji realizowanych przy znaczącym wsparciu ze środków unijnych.

PIŚMIENNICTWO

- Bień W., 1996. Rynek papierów wartościowych. Difin. Warszawa.
Dębski W., 2007. Rynek finansowy i jego mechanizmy. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
Dusza M., 2008. Rynek kapitałowy. [w:] B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźnak (red.) System finansowy w Polsce, tom 1. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
Górski M., 2007. Rynkowy system finansowy. PWE. Warszawa.
Kałkowski L., 1996. Materiały z II Forum Inwestycji Kapitałowych. Twoje Pieniądze. Warszawa, 10–12.10.1996 r.

Rozwój rynku finansowego 2002–2003, 2004, 2005, 2006, 2007, Narodowy Bank Polski 2004, 2005, 2006, 2007, 2008.

Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie roku. 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, www.fitchpolska.com.pl

Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z 29.07.2005 r. (Dz.U. z 2005 r. Nr 184, poz.1539).

www.gpwcatalyst.pl

BONDS AS AN INSTRUMENT OF FINANCING THE INVESTMENT PROJECTS OF LOCAL GOVERNMENTS IN POLAND

Abstract. The aim of the paper is to analyse and evaluate the role of municipal bonds in financing the local government's investments. The investigation shows that local governments entities perceived advantages of gaining investment capital in the way of issues of municipal bonds. During 1996–2009 the value of yearly issues was raising gradually with quite high dynamic. It is especially important in the context of chance of realisation of many municipal investments under different EU support schemes. In such cases the financial means are necessary for co-financing of municipal investments.

Key words: municipal bond, local government, municipal investment

Zaakceptowano do druku – Accepted for print 23.04.2010