

dr Ewelina MIELECH

Uniwersytet w Białymstoku
e-mail: e.mielech@uwb.edu.pl
ORCID: 0000-0001-7666-0345

DOI: 10.15290/oes.2024.03.117.07

DŁUŻNE PAPIERY WARTOŚCIOWE JAKO INSTRUMENTY FINANSOWANIA LOKALNEJ POLITYKI PUBLICZNEJ W POLSCE W LATACH 2012–2022¹

Streszczenie

Cel – Celem opracowania jest analiza wykorzystania dłużnych papierów wartościowych jako instrumentów finansowania lokalnej polityki publicznej w Polsce w latach 2012–2022 oraz identyfikacja cech tych instrumentów pod kątem prawno-ekonomicznym.

Metoda badań – Na procedurę badawczą złożyły się następujące elementy: analiza dostępnej literatury przedmiotu, odnoszącej się do zagadnień lokalnej polityki publicznej oraz dłużnych papierów wartościowych, analiza sprawozdań z wykonania budżetów JST, analiza danych pochodzących z Narodowego Banku Polskiego, agencji Fitch Ratings oraz zorganizowanego rynku papierów wartościowych Catalyst.

Wnioski – W ostatnich latach emisje obligacji komunalnych stają się coraz ważniejszym źródłem finansowania lokalnej polityki publicznej. Wykazano, że finansowanie różnych płaszczyzn lokalnej polityki publicznej za pomocą emisji papierów wartościowych jest możliwe głównie w aspekcie inwestycyjnym. Płaszczyzny lokalnej polityki publicznej związane z ochroną środowiska mogą zostać finansowane emisją obligacji zielonych. Zwrócono uwagę, że emisja obligacji przychodowych jest relatywnie rzadko wykorzystywanym instrumentem w obszarze polskich finansów lokalnych.

Oryginalność/wartość/implikacje/rekomendacje – Podjęta w artykule ocena dłużnych papierów wartościowych jako instrumentów lokalnej polityki publicznej implikuje konieczność rozszerzenia badań o uwarunkowania społeczno-gospodarcze rozwoju poszczególnych JST i ich wpływ na emisje obligacji.

Słowa kluczowe: lokalna polityka publiczna, samorząd terytorialny, obligacje komunalne

¹ Artykuł finansowany ze środków Wydziału Ekonomii i Finansów Uniwersytetu w Białymstoku. Artykuł wpłynął 4.04.2024, zaakceptowano 19.06.2024.

DEBT SECURITIES AS INSTRUMENTS OF FINANCING LOCAL PUBLIC POLICY IN POLAND IN 2012–2022

Summary

Purpose – The purpose of the study is to analyze the use of debt securities as instruments for financing local public policies in Poland in 2012–2022 and to identify the characteristics of these instruments from a legal and economic perspective.

Research method – The research procedure consisted of the following: analysis of the available literature on the subject relating to the local public policy issues and debt securities, analysis of reports on the implementation of the local government budgets, analysis of data from: the National Bank of Poland, Fitch Ratings agency and the organized securities market Catalyst.

Results – In recent years, municipal bond issues have become an increasingly important source of financing the local public policies. It has been shown that the financing of various planes of local public policy through the issuance of securities is possible mainly in the investment aspect. The planes of the local public policy related to the environmental protection can be financed by issuing green bonds. It was noted that the issue of revenue bonds is a relatively rarely used instrument in the area of the Polish local finance.

Originality/value/implications/recommendations – The evaluation of debt securities as instruments of local the public policy undertaken in the article implies the need to expand the research to include the socio-economic conditions of development of individual TSUs and their impact on bond issues.

Keywords: local public policy, local government, municipal bonds

JEL classification: H74, H72

1. Wstęp

Polityka publiczna rozumiana jest jako władza nad zasobami, prowadzona przez organy władzy publicznej, a przede wszystkim rząd i organy władzy samorządowej [Hausner, 2007, s. 51]. Według założyciela nauk o polityce publicznej, H.D. Lasswella, nauka ta to stosowana dziedzina wiedzy, która dzięki odpowiednim metodom służy rozwiązywaniu problemów społecznych (*problem solving-discipline*) [Dunn, 2018, s. 15]. Na szczeblu lokalnym realizowana jest lokalna polityka publiczna. Obejmuje ona zestaw celów, które są ujęte w dokumentach strategicznych i które zostały wyznaczone do realizacji przez samorządowe organy

władzy lokalnej. Cele te są realizowane w różnych sferach życia za pomocą określonych narzędzi i mają przyczynić się do rozwiązania zidentyfikowanych problemów publicznych [Mielech, 2020, s. 16]. Lokalna polityka publiczna jest działaniem kompleksowym, na które składają się elementy złożone z płaszczyzn prowadzonej na danym terytorium lokalnej polityki publicznej. Płaszczyzny te dotyczą różnych obszarów związanych z określonymi problemami publicznymi. W nawiązaniu do zapisów ustawy o samorządzie gminnym [Ustawa..., 1990] można wskazać otwarty katalog płaszczyzn lokalnej polityki publicznej: mieszkaniową, przestrzenną, komunalną, edukacyjną, środowiskową, infrastrukturalną, socjalną/społeczną, gospodarczą, rynku pracy, prorodziną, kulturalną, rekreacyjno-turystyczną, administracyjną, porządku publicznego i bezpieczeństwa obywateli, ochrony zdrowia, promocyjną, finansową. Jak wskazuje M. Feltynowski, zakres oddziaływania poszczególnych płaszczyzn zależy od specyfiki jednostek terytorialnych oraz od podejścia władz lokalnych [Feltynowski, 2015, s. 90].

W niniejszym artykule zwrócono uwagę na jedno ze źródeł finansowania lokalnej polityki publicznej, a mianowicie na instrumenty dłużne, a konkretnie na dłużne papiery wartościowe emitowane przez JST. Postawiona hipoteza badawcza brzmi: Wzrasta znaczenie dłużnych papierów wartościowych w finansowaniu lokalnej polityki publicznej w Polsce. Biorąc pod uwagę hipotezę badawczą, za cel niniejszego opracowania przyjęto analizę wykorzystania dłużnych papierów wartościowych jako instrumentów finansowania lokalnej polityki publicznej oraz identyfikację cech tych instrumentów pod kątem prawnego-ekonomicznego. Podkreślono rolę obligacji komunalnych, przychodowych oraz zielonych w realizacji lokalnej polityki publicznej w Polsce w latach 2012–2022.

2. Finansowanie lokalnej polityki publicznej w kontekście aktualnych wyzwań gospodarczych i społecznych

Lokalna polityka publiczna odnosi się do działań, strategii i decyzji podejmowanych przez organy władzy na poziomie lokalnym, tj. samorządy gmin, i miast na prawach powiatu, które mają na celu rozwiązywanie problemów i zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych. Jest to proces, w ramach którego lokalne władze publiczne identyfikują cele i priorytety społeczne, gospodarcze oraz środowiskowe swojej wspólnoty i realizują je poprzez różnorodne instrumenty, takie jak regulacje prawne, programy rozwojowe, projekty inwestycyjne czy inicjatywy społeczne. Jak już wcześniej wspomniano, lokalna polityka publiczna jest tożsama z polityką publiczną, ale realizowaną na szczeblu lokalnym. B. Guy

Peters wskazał, że polityka publiczna stanowi „sumę działań organów władzy publicznej, bezpośrednio lub pośrednio dotyczących obywateli” [Peters, 2004, s. 4]. Natomiast Kraft i Furlog podkreślili, że polityka publiczna „jest tym, co funkcjonariusze publiczni w rządzie i obywatele, których oni reprezentują, postanawiają robić albo nie robić w zakresie problemów publicznych” [Kraft, Furlog, 2007, s. 4]. Według P.J. Suwaj i R. Szczepankowskiego politykę publiczną należy rozumieć „jako zamierzony i celowy proces zmierzający do realizacji ogólnych założeń w poszczególnych obszarach życia publicznego (oświata, nauka, zdrowie publiczne, pomoc społeczna, ochrona środowiska itd.), które mogą wynikać z polityki rządzących (na poziomie centralnym lub terenowym), natomiast ich celem jest zaspokojenie potrzeb społecznych (np. w przypadku polityki w zakresie ochrony zdrowia) lub szerzej – potrzeb i interesów państwa, a tym samym potrzeb społecznych (np. polityka w zakresie bezpieczeństwa publicznego)” [Suwaj, Szczepankowski, 2009, s. 305].

Obecnie lokalna polityka publiczna w Polsce stoi przed wyzwaniem demograficznymi, związanymi z transformacją środowiskową i dotyczącymi bezpieczeństwa publicznego [Różnorodność..., 2023, s. 2]. W ostatnich latach na realizację lokalnej polityki publicznej miało wpływ szereg czynników zewnętrznych o nadzwyczajnym charakterze. Wśród nich należy wskazać m.in. wojnę w Ukrainie i nałożone na JST dodatkowe zadania w związku z konfliktem zbrojnym na terytorium tego kraju (samorządy zostały zobowiązane do realizacji zadania zleconego polegającego na nadawaniu obywatelom Ukrainy numeru PESEL, nałożono na nie również dodatkowe zadania związane z edukacją dzieci pochodzenia ukraińskiego), konsekwencje związane z kryzysem energetycznym i sytuacją na rynku paliw, a także skutki inflacji powodujące narastające trudności w zrównoważeniu bieżącej części budżetów JST. Do czynników zewnętrznych zaliczyć należy zmiany legislacyjne, w tym systemu podatkowego (w szczególności w zakresie PIT), zmiany w ustawie o dochodach JST, dodatkowy udział środków zewnętrznych z tytułu transferów z funduszy państwowych w budżetach JST [Sprawozdanie..., 2023, s. 152] czy zmiany w mechanizmie wypłacania środków w ramach programu „Rodzina 500 plus” (obecnie 800 plus)².

² Z dniem 1 lipca 2022 roku wypłaty świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500+” zostały przeniesione z gmin i miast na prawach powiatu do Zakładu Ubezpieczeń Społecznych. Spowodowało to zmniejszenie się wartości zrealizowanych dotacji celowych otrzymanych z budżetu państwa na zadania z zakresu administracji rządowej o 34,0% w porównaniu do roku poprzedniego.

Kluczowym źródłem finansowania lokalnej polityki publicznej są dochody własne JST, ponieważ większy ich poziom przekłada się zwykle na większe możliwości realizowania przez JST własnej i niezależnej lokalnej polityki publicznej, skoncentrowanej na osiągnięciu określonych celów, istotnych z punktu widzenia lokalnego rozwoju społeczno-gospodarczego [Mielech, 2020, s. 40]. Według definicji zawartej w Europejskiej Karcie Samorządu Lokalnego dochody własne to takie, które są powiązane z lokalną bazą podatkową, przekazywane samorządom w całości i bezterminowo oraz z którymi wiąże się pewien zakres swobody podejmowania decyzji [Łukomska, 2023, s. 53]. Kolejnym źródłem finansowania lokalnej polityki publicznej są transfery przekazywane JST, wśród których można wyróżnić dwa ich typy [Fossati, Panella, 2005, s. 58]: subwencje, mające charakter ogólny, oraz dotacje, które najczęściej mają charakter celowy, przeznaczone są do wydatkowania w określonym czasie i na określonych zasadach. Powoduje to, że dotacje celowe zdecydowanie częściej są źródłem finansowania polityki publicznej szczebla centralnego niż lokalnego. W kontekście finansowania lokalnej polityki publicznej warto także wskazać na niepodlegające zwrotowi środki pochodzące ze źródeł zagranicznych, w tym przede wszystkim z budżetu Unii Europejskiej, oraz środki prywatne pozyskane w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP). Ta forma współpracy sektora publicznego z sektorem prywatnym polega na przekazaniu realizacji części zadań publicznych JST podmiotom prywatnym. Zwiększa to zdolności JST do realizacji zadań inwestycyjnych w ramach lokalnej polityki publicznej. Dodatkowo środki zaangażowane przez partnera prywatnego odciażają budżet JST, co sprawia, że JST może rozdysponować posiadane środki finansowe na inne cele lokalnej polityki publicznej.

Lokalna polityka publiczna może także być finansowana poprzez wykorzystanie instrumentów dłużnych, do których należą zobowiązania wynikające z zaciągniętych przez JST kredytów i pożyczek, wyemitowanych przez JST papierów wartościowych, przyjętych przez JST depozytów, wymagalnych zobowiązań czy też z zobowiązań finansowych wynikających z innych tytułów prawnych [Zawora, 2014, s. 206]. Należy podkreślić, że dług lokalny jest istotnym instrumentem realizacji lokalnej polityki publicznej. Podstawową przyczynę zadłużania się JST stanowi brak wystarczających środków na pokrycie kosztów realizowanych zadań. Związane jest to po pierwsze z brakiem adekwatności między zadaniami przypisanymi poszczególnym JST a środkami finansowymi, którymi dysponują, ich nieproporcjonalnością w stosunku do liczby i zakresu zadań, po drugie z niedostatecznie sprawnym zarządzaniem własnym budżetem przez poszczególne jednostki [Szołno-Koguc, 2013, s. 202].

Dodatkowo wykorzystanie instrumentów dłużnych jest związane z finansowaniem projektów inwestycyjnych otrzymujących dofinansowanie z UE. Wymóg zapewnienia wkładu własnego wymusza na JST zaciąganie określonej wysokości zobowiązań.

Warto nadmienić, iż wykorzystywanie instrumentów dłużnych w lokalnej polityce publicznej stanowi o niezależności finansowej JST (atrybut lokalnego władztwa podatkowego), jednakże może być ono nieodpowiednie, dlatego ten proces podlega regulacjom w zakresie dyscypliny finansów publicznych [Wiśniewski, 2021, s. 134]. Do najważniejszych ograniczeń zalicza się: związek konstruowania budżetu JST z wielkością państwowego długu publicznego, zasadę równoważenia budżetu bieżącego JST (tzw. złota reguła budżetowa) oraz indywidualny wskaźnik zadłużenia (IWZ) [Ustawa..., 2009]. Wprowadzone ograniczenia mają za zadanie nie dopuścić do nadmiernego zadłużania i wzrostu długu publicznego i JST oraz zapewnić możliwość ciągłej spłaty zobowiązań. Jednak w wyniku realnego wzrostu wydatków bieżących związanych z obsługą bieżącej działalności oraz realizacją statutowych zadań przez JST, a także wraz z rosnącymi kosztami obsługi zadłużenia uelastyczniono regułę zrównoważonego wyniku bieżącego. W wyniku przeprowadzonych zmian w 2022 r. niedobór dochodów bieżących może być pokryty przychodami z tytułu wolnych środków, a dodatkowo w latach 2022–2025 wydatki bieżące mogły i mogą być wyższe od dochodów bieżących, jeżeli w latach 2022–2025 suma przekroczeń tej relacji w poszczególnych latach nie będzie wyższa od sumy nadwyżek wynikających z tej relacji w poszczególnych latach [Ustawa..., 2022]. Zmiany legislacyjne objęły również zasady ustalania IWZ. W okresie 2022–2025 prawodawca zastosował regułę, polegającą na możliwym do dokonania przez organy stanowiące JST wyborze obliczenia wskaźnika dopuszczalnego na podstawie lat historycznych (3 lub 7) poprzedzających rok, na który oblicza się dopuszczalną granicę spłat zobowiązań bieżącego roku budżetowego [Sprawozdanie..., 2023, s. 152].

Zadłużenie JST dotyczy głównie przedsięwzięć rozwojowych, co wynika z zapisów ustawy o finansach publicznych. Zgodnie z art. 228 uchwała w sprawie wieloletniej prognozy finansowej może zawierać upoważnienie dla zarządu JST do zaciągania zobowiązań związanych z realizacją zamieszczonych w niej przedsięwzięć. Jeżeli takie upoważnienie nie występuje, wówczas JST może korzystać z instrumentów dłużnych jedynie w celu sfinansowania deficytu. Jak wskazano już wyżej, do tych instrumentów zaliczają się dłużne papiery wartościowe emitowane przez JST – kluczowe z punktu widzenia niniejszego opracowania.

3. Dłużne papiery wartościowe JST: otoczenie prawno-ekonomiczne

Emitowane przez JST dłużne papiery wartościowe to przede wszystkim obligacje. Do zdefiniowania pojęcia obligacji komunalnych stosuje się definicję obligacji zawartą w ustawie o obligacjach, zgodnie z którą obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji, zwanego dalej „obligatariuszem”, i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia [Ustawa..., 2015, art. 4]. Obligacje emitowane przez gminy, powiaty czy województwa to właśnie obligacje komunalne. Jest to więc typ obligacji wyodrębniony ze względu na kryterium emitenta. Można stwierdzić, że obligacje komunalne to dług emitowany przez władze lokalne, zazwyczaj w celu finansowania projektów publicznych. Dług ten jest następnie spłacany przez gminę z dochodów podatkowych (obligacje o charakterze ogólnym) lub z dochodów pochodzących z danego projektu (obligacje przychodowe) [Paitner, 2020, s. 470].

Do prawnych aspektów przeprowadzenia emisji przez JST można zaliczyć [Zawadzka, 2013, s. 76]:

- przestrzeganie przez JST ustawowych limitów zadłużenia, a w szczególności IWZ;
- określenie celu emisji (zgodnie z art. 89 ust. 1 ustawy o finansach publicznych [Ustawa..., 2009, art. 89] JST mogą emitować papiery wartościowe na pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu JST, finansowanie planowanego deficytu budżetu JST, spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów, wyprzedzające finansowanie działań finansowanych ze środków pochodzących z budżetu Unii Europejskiej. W ust. 2 przywołanego artykułu wskazano dodatkowo, że wyemitowane papiery wartościowe, z przeznaczeniem na pokrycie występującego w ciągu roku przejściowego deficytu budżetu JST, podlegają spłacie lub wykupowi w tym samym roku, w którym zostały wyemitowane);
- przysługiwanie wyłącznego prawa emitowania papierów wartościowych wójtowi (prezydentowi lub burmistrzowi) oraz zawarcie informacji o zamiarze emisji, wskazania jej wielkości oraz przeznaczenia środków z emisji w uchwale budżetowej JST;
- brak możliwości emisji obligacji w formie materialnej (przepis wprowadzony ustawą wzmacniającą nadzór nad rynkiem finansowym. Została ona uchwalona w związku z problemami GetBack S.A. z regulowaniem zobowiązań wobec obligatariuszy) [Martysz, 2020, s. 92];

- obowiązek rejestracji obligacji komunalnych od 1 lipca 2019 roku w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW) [Wiśniewski, 2021, s. 138];
- możliwość emisji papierów wartościowych na rynku obligacji Catalyst (funkcjonujący od 2009 r., stanowiący system autoryzacji i obrotu dłużnymi instrumentami; jest pierwszym w Polsce zorganizowanym rynkiem dłużnych papierów wartościowych, którego celem ma być ułatwianie i optymalizacja procesów emisji obligacji przez przedsiębiorstwa oraz JST) [Hajdys, 2011, s. 950].

Istotnym aspektem prawnym podczas emisji obligacji komunalnych jest brak konieczności stosowania zapisów ustawy Prawo zamówień publicznych. Zgodnie z jej art. 11 przepisów tych nie stosuje się do zamówień lub konkursów, których przedmiotem są „pożyczki lub kredyty, 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” [Ustawa..., 2019, art. 11]. 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 [Wiśniewski, 2021, s. 134].

Z ekonomicznego punktu widzenia emisja obligacji jest formą zaciągania długu przez JST. Obligacje komunalne są instrumentem równoważenia budżetu oraz zapewnienia płynności finansowej JST przede wszystkim w długim okresie. Z analizy polskiego rynku obligacji komunalnych wynika, że JST emitują obligacje najczęściej w celu finansowania projektów inwestycyjnych, realizowanych w ramach zadań, do których wypełnienia jednostki te zostały powołane [Zawora, 2014, s. 206].

Obligacje komunalne postrzegane są przez inwestorów jako relatywnie bezpieczne papiery wartościowe, podobnie jak obligacje skarbowe, gdyż JST, jako emitent obligacji [Jastrzębska, 2012, s. 224], nie może zbankrutować oraz ma znaczący majątek trwały, co daje możliwość ustanowienia zabezpieczenia dla obligatariuszy. Dodatkowo ma zagwarantowaną prawnie niezależność ekonomiczną, która wynika z szerokiej i zróżnicowanej bazy dochodowej, ma ograniczoną możliwość manewrowania wydatkami oraz prowadzi jawną gospodarkę finansową, a więc zarządzanie finansami ma charakter publiczny. W niektórych państwach (nie dotyczy to jednak Polski), w tym w Stanach Zjednoczonych, odsetki od obligacji komunalnych są zwolnione z podatku federalnego, a czasem także z podatków

stanowych i lokalnych. To czyni je szczególnie atrakcyjnymi dla inwestorów podatkowych, zwiększając ich bezpieczeństwo poprzez efektywne zmniejszenie obciążenia podatkowego. Ponadto emitenci komunalni mają możliwość oferowania różnorodnych typów obligacji, takich jak obligacje ogólne, zabezpieczone całym majątkiem emitenta (*general obligation bonds*) lub obligacje przychodowe (*revenue bonds*), ograniczające odpowiedzialność emitenta do wysokości przychodów uzyskanych przez spółkę komunalną lub JST z finansowanego przedsięwzięcia, co z kolei pozwala dopasować profil ryzyka obligacji do preferencji inwestorów.

Można stwierdzić, że obligacje komunalne są pewną formą kredytu, jaki bank lub dom maklerski udzielają jednostce samorządowej. Bardzo ważnym elementem wskazującym na większą atrakcyjność obligacji jest uproszczona procedura pozyskania środków finansowych, która tym samym wymiennie wpływa na skrócenie czasu pozyskania kapitału. Do innych korzyści dla JST z tytułu emisji obligacji można zaliczyć gwarancję dojścia emisji do skutku i pozyskania środków, brak konieczności ustanawiania zabezpieczeń czy też możliwość pozyskania finansowania na długi okres. Dodatkowo atutem emisji obligacji komunalnych jest jej niski koszt dzięki marżom ustalonym w zależności od sytuacji emitenta oraz duża elastyczność dająca możliwość dostosowania struktury finansowania (dopasowanie wielkości emisji) do zmieniającego się zapotrzebowania emitenta (możliwy jest podział całej emisji na serie) [Huczek, 2010, s. 12]. Opisane korzyści z tytułu emisji obligacji komunalnych warunkują też przewagę tychże obligacji nad kredytami i pożyczkami. W przeciwieństwie do kredytów i pożyczek JST, decydując się na emisję obligacji komunalnych, nie jest zobowiązana do zapewnienia wkładu własnego, a spłaty są dostosowane do możliwości budżetu JST. W przypadku emisji obligacji komunalnych występuje także większa elastyczność w świetle limitów zadłużenia oraz możliwość promowania emitenta [Brzozowska, 2018, s. 3].

Pomimo wskazanych korzyści z tytułu emisji obligacji komunalnych, ich rynek w Polsce jest słabo rozwinięty [Stefaniak, Padiasek, 2023, s. 19]. Finansowanie w formie obligacji, mimo że teoretycznie umożliwia dalszy obrót papierem wartościowym, ma w praktyce charakter analogiczny do finansowania kredytowego. Emisje obligacji komunalnych mają w przeważającej mierze charakter emisji prywatnych, w których całość obligacji obejmuje bank i zazwyczaj utrzymuje je on w swoim portfelu do terminu wykupu, stanowiąc odpowiednik kredytu bankowego [Rozwój systemu..., 2022, s. 270]. Potwierdzają to dane Ministerstwa Finansów, gdzie jedynie notowane na Catalyst obligacje samorządowe są uwzględnione w statystykach jako papiery wartościowe. Pozostała grupa obligacji będących przedmiotem obrotu na rynku nieregulowanym zaliczana jest do kategorii „kredyty i pożyczki” [Wiśniewski, 2021, s. 134].

Zarówno JST, jak i spółki komunalne są uprawnione także do emisji obligacji przychodowych, które różnią się dość istotnie od przedstawionych obligacji komunalnych emitowanych na zasadach ogólnych. Obligacje przychodowe emitowane są na potrzeby zadań inwestycyjnych, które wymagają wieloletniego finansowania. Zakłada się, że inwestycje będą w przyszłości generowały przychody i to z nich będzie spłacone zadłużenie wraz z jego kosztami. Jest to bardzo korzystne rozwiązanie dla emitenta, gdyż zarówno koszty obsługi emisji, jak i spłata kapitału nie obciążają budżetu JST – obowiązuje zasada wyłączenia spłat odsetek i kapitału związanych z tymi obligacjami z IWZ, wynikającego z art. 243 ustawy o finansach publicznych [*Szacowanie poziomu zadłużenia...*, 2013, s. 104].

Dzięki emisji obligacji przychodowych mogą zostać zrealizowane konkretne cele i zadania lokalnej polityki publicznej. Natomiast przedsięwzięcia przyczyniające się do poprawy stanu środowiska naturalnego, w tym do rozwoju gospodarki niskoemisyjnej oraz odpornej na zmiany klimatyczne, mogą zostać sfinansowane obligacjami zielonymi [Kaminker, Steward, 2012, s. 31]. Definicja opracowana przez Flammera podkreśla fakt, że narzędzie to stanowi najnowszą innowację w zakresie zrównoważonego finansowania, będącą instrumentem dłużnym emitowanym przez korporacje, jednostki samorządowe, rządy i instytucje międzynarodowe. Wpływy z jego emisji przeznaczone są na finansowanie niskoemisyjnych, przyjaznych dla klimatu projektów [Flammer, 2020, s. 95].

Cel emisji zielonych obligacji³ musi być związany z realizacją przedsięwzięć mających pozytywnie wpłynąć na środowisko naturalne. W rezultacie środki pochodzące z emisji mogą być wykorzystane np. na rozwój przyjaznego środowisku transportu publicznego, budowę oczyszczalni ścieków, kanalizację czy wzrost wykorzystania produkcji energii odnawialnej. Zielone obligacje komunalne to zatem nowatorski sposób na odblokowanie środków finansowych na inwestycje w zrównoważony rozwój, jednak ich emisja jest kojarzona z niższymi zyskami oraz większym ryzykiem [Partridge, Medda, 2020, s. 46]. Do innych barier rozwoju rynku zielonych obligacji komunalnych zalicza się ponadto [Stefaniak, Padiasek, 2023, s. 19]:

- dodatkowe koszty związane z certyfikacją emisji zielonych obligacji, do których należy włączyć: koszty identyfikacji projektów, które mogą być kwalifikowane

³ Według danych OECD roczne zapotrzebowanie na środki finansujące inwestycje związane z energią odnawialną, efektywnością energetyczną i pojazdami niskoemisyjnymi wzrosło z 839 mld dolarów w 2015 r. do ponad 4340 mld dolarów w latach 2031–2035. Tak dynamiczny wzrost może okazać się najważniejszym bodźcem do dalszego rozwoju rynku obligacji zielonych.

jako zielone, koszty uzyskania zewnętrznej opinii poświadczającej zgodność emisji z danym standardem zielonych obligacji oraz koszty późniejszego raportowania osiągnięcia celów emisji;

- brak kompetencji i zasobów do oceny projektów pod kątem zgodności ze standardami zielonych obligacji i odpowiedniego raportowania.

Jednym ze sposobów obniżenia kosztów związanych z emisją zielonych obligacji może być wprowadzenie dedykowanych im wyłączeń z kalkulacji limitu zadłużenia, analogicznie do obligacji przychodowych.

Warto nadmienić, że rozwój rynku zielonych obligacji związany jest z rozwojem rynku finansowego z uwzględnieniem ewolucji w kierunku finansów zrównoważonych, w tym finansów zielonych [Lipowicz, 2023, s. 3]. Zrównoważone finanse to instrumenty finansowe uwzględniające kryteria (czynniki) ESG. Skrót ESG oznacza odpowiednio: „E” – środowisko (*environment*), „S” – społeczna odpowiedzialność (*social responsibility*) oraz „G” – zarządzanie (*governance*) [Jędrzejowska, 2022, s. 114]. Zielone finanse z kolei obejmują zagadnienia związane z wymiarem środowiskowym, w tym pozyskiwaniem funduszy na działania ekologiczne, oraz inwestowaniem w instrumenty finansowe wspierające działania prośrodowiskowe [Lipowicz, 2023, s. 4]. W nurt ten wpisują się zatem omawiane w niniejszym opracowaniu obligacje zielone.

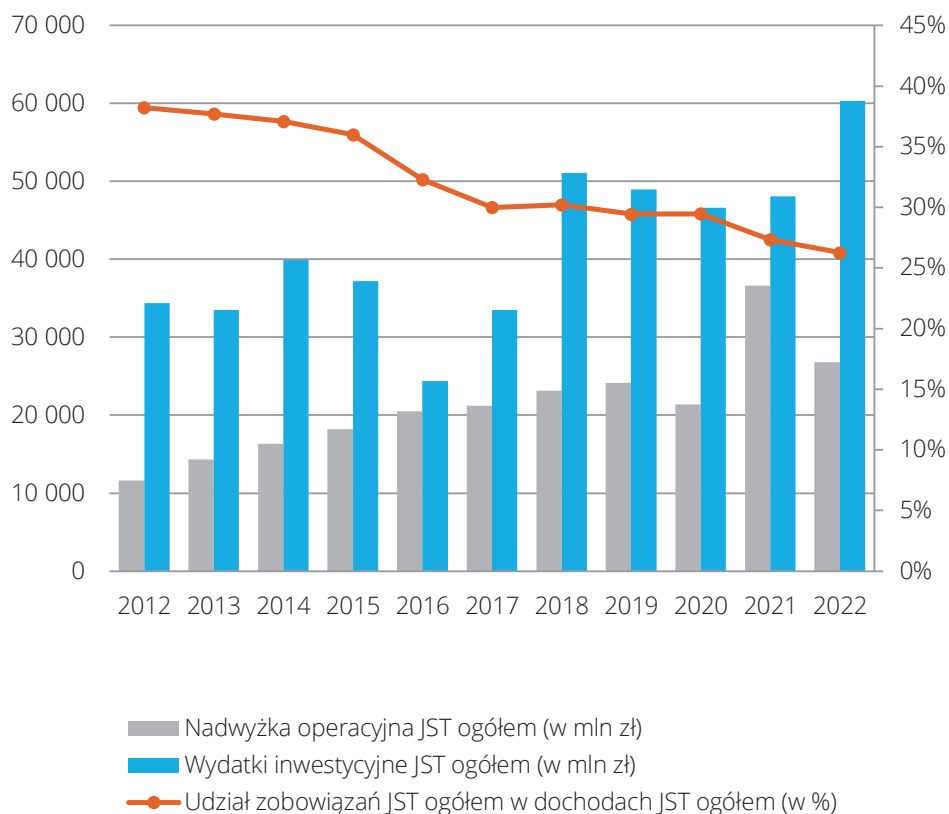
Realizacja lokalnej polityki publicznej może opierać się na różnych źródłach finansowania. Wybór rodzaju instrumentu finansowania będzie zależał od sytuacji finansowej danej jednostki, problemów publicznych czy aktualnej sytuacji gospodarczej w kraju. Dłużne papiery wartościowe są niewątpliwie atrakcyjnym źródłem finansowania lokalnej polityki publicznej, jednak analiza danych zawarta w następnej części opracowania wykaże umiarkowane zainteresowanie JST tą formą zadłużania.

4. Analiza zakresu wykorzystania dłużnych papierów wartościowych w lokalnej polityce publicznej w latach 2012–2022

Prezentacja danych dotyczących wielkości zadłużenia obligacyjnego zostanie poprzedzona krótką analizą danych dotyczących nadwyżki operacyjnej oraz wydatków inwestycyjnych JST ogółem (por. wykres 1). Im wyższa wartość nadwyżki operacyjnej, tym większe są możliwości realizacji przez JST nowych przedsięwzięć majątkowych, zarówno poprzez bezpośrednie przeznaczenie tej kwoty na inwestycje, jak i pośrednio przez spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań na cele inwestycyjne [Dylewski, 2017, s. 77].

WYKRES 1

Dane dotyczące nadwyżki operacyjnej i wydatków inwestycyjnych JST ogółem oraz udział zobowiązań JST ogółem w dochodach JST ogółem



Źródło: opracowanie własne na podstawie [www 1].

W latach 2012–2021 poziom nadwyżki operacyjnej wzrastał (niewielki spadek nastąpił w roku 2020), by w 2021 osiągnąć wartość na poziomie ok. 36,6 mld złotych. Odnotowany natomiast w roku 2022 spadek wartości nadwyżki operacyjnej był spowodowany głównie zmianami w systemie podatkowym. Warto zauważyć, że wraz ze spadkiem poziomu nadwyżki operacyjnej istotnie wzrosły wydatki inwestycyjne JST ogółem przy względnie stałym udziale zobowiązań JST w dochodach ogółem. W 2022 r. zadłużenie JST ogółem wyniosło ponad 90 mld złotych, stanowiąc ok. 8% zadłużenia sektora finansów publicznych ogółem. W porównaniu z rokiem 2012 zadłużenie JST wzrosło o ponad 30%. Dominującą rolę odgrywają kredyty i pożyczki, stanowiąc w 2022 r. ok. 65% zadłużenia JST ogółem (tabela 1).

TABELA 1

Zadłużenie JST w latach 2012–2020 według tytułów dłużnych (w mln zł)

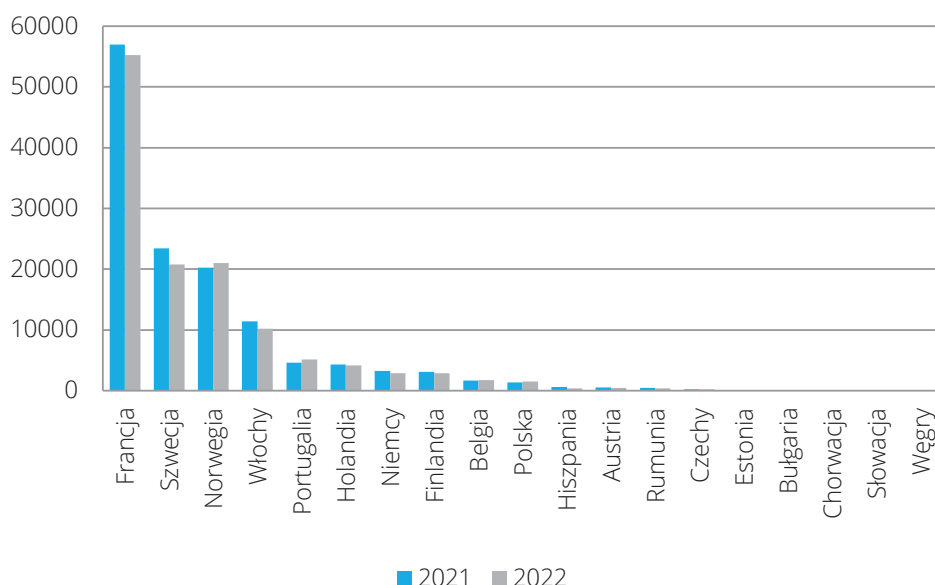
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Zadłużenie sektora finansów publicznych ogółem	840 477	882 293	826 772	877 282	939 560	961 841	984 285	990 932	1 111 806	1 148 579	1 209 594
Zadłużenie JST ogółem, w tym:	67 834	69 159	72 109	71 634	69 019	68 926	76 115	82 036	89 845	91 122	90 826
– kredyty i pożyczki	51 978	50 213	52 787	51 467	49 032	48 713	52 876	57 342	63 388	62 220	58 675
– zadłużenie obligacyjne	15 619	18 551	19 109	20 019	19 893	20 136	23 108	24 632	26 401	28 845	32 083
• w tym notowane na Catalys	2374	3088	3187	3189	3297	3298	3067	2759	2909	3639	4037
– zobowiązania wymagalne	237	395	213	148	94	77	131	62	56	57	68

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 1; www 2; *Przegląd rynku...*, 2019, s. 1318; *Przegląd rynku...*, 2020, s. 1157].

Wielkość rynków obligacji komunalnych w innych państwach UE jest mocno zróżnicowana i w dużym stopniu zależy od ustroju administracyjnego poszczególnych krajów (wykres 2). Najlepiej rozwinięte rynki tych instrumentów funkcjonują we Francji, Szwecji oraz Norwegii. Marginalne znaczenie mają w Hiszpanii, Austrii, Rumunii, Czechach, Estonii, Bułgarii, Chorwacji, Słowacji oraz na Węgrzech. Natomiast w takich krajach, jak: Dania, Irlandia, Grecja, Cypr, Łotwa, Luksemburg, Malta, Słowenia, Litwa emisje obligacji komunalnych w danych latach nie wystąpiły.

WYKRES 2

Zadłużenie sektora local government z tytułu emisji dłużnych papierów wartościowych w mln euro w wybranych krajach UE w latach 2021–2022



Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 3].

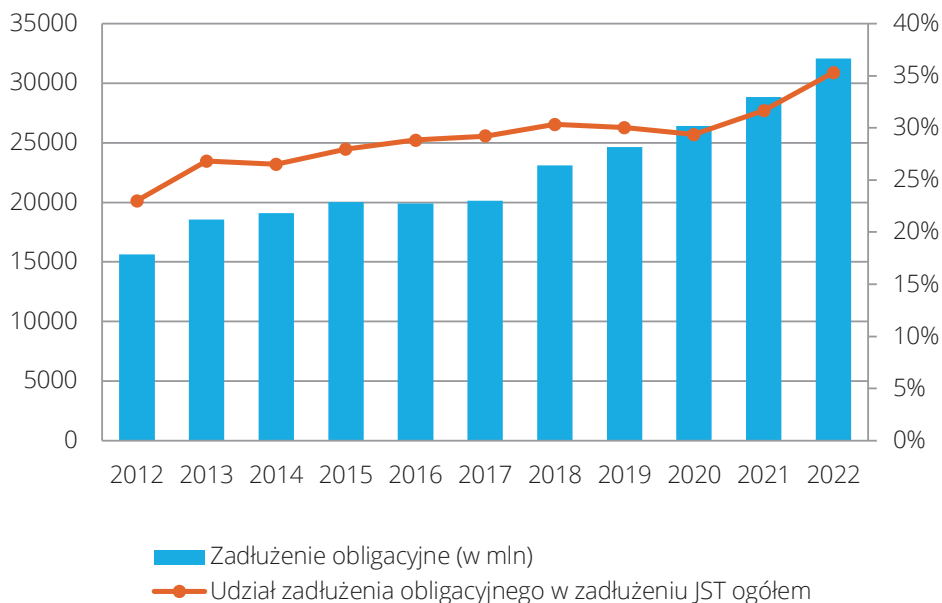
W ostatnich latach emisje obligacji komunalnych w Polsce stają się coraz ważniejszym źródłem finansowania lokalnej polityki publicznej, o czym świadczy rosnący udział tych instrumentów w całkowitym zadłużeniu JST (wykres 3). Wartość papierów dłużnych wyemitowanych przez JST wzrosła w porównaniu z poprzednim rokiem i na koniec 2022 r. wyniosła ok. 32 mld zł, co odpowiadało ponad 35% całkowitego zadłużenia tych podmiotów. Środki pozyskane z emisji papierów dłużnych służyły JST przede wszystkim do finansowania inwestycji, w tym zapewnienia niezbędnego wkładu finansowego przy realizacji

projektów współfinansowanych z funduszy europejskich oraz refinansowania zapadającego zadłużenia.

W opinii agencji ratingowej Fitch Ratings wprowadzone w 2022 r. zmiany podatkowe, których skutkiem jest obniżenie wpływów JST z tytułu podatku PIT, mogą prowadzić w kolejnych latach do istotnego pogorszenia sytuacji finansowej i zdolności kredytowej samorządów, co przełoży się na trudności w realizowaniu lokalnej polityki publicznej. Ponadto wzrost rynkowych stóp procentowych będzie przekładać się na większe koszty obsługi tych obligacji. W efekcie samorządy mogą być mniej niż w poprzednich latach zainteresowane emisjami papierów dłużnych, których celem byłoby pozyskanie środków na inwestycje i finansowanie lokalnej polityki publicznej [Rozwój systemu..., 2022, s. 271].

WYKRES 3

Wielkość zadłużenia obligacyjnego JST (w mln) oraz udział zadłużenia obligacyjnego w zadłużeniu JST ogółem (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 1; www 2; Przegląd rynku..., 2019, s. 1318; Przegląd rynku..., 2020, s. 1157].

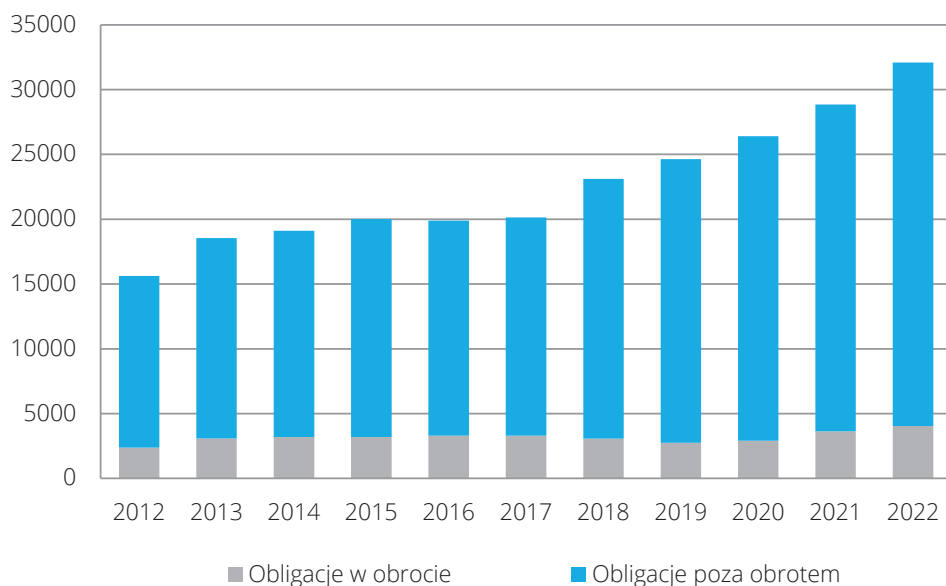
Większość obligacji komunalnych nadal ma nierynkowy charakter. Banki będące organizatorami emisji nabywają bowiem te instrumenty na rynku pierwotnym zazwyczaj z zamiarem trzymania ich do terminu zapadalności (jako alternatywa wobec udzielenia kredytów JST). JST rzadko decydują się na wprowadzenie swoich

obligacji do obrotu na rynek zorganizowany, co ma związek z powszechnym obejmowaniem emisji przez banki oraz koniecznością poniesienia dodatkowych kosztów wspomnianego wprowadzenia do obrotu [Rozwój systemu..., 2023, s. 265]. Na koniec 2022 r. papiery dłużne JST o wartości 28,1 mld zł (czyli 87,4% wszystkich obligacji komunalnych) były przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym (wykres 4).

Wartość obligacji komunalnych będących przedmiotem obrotu na platformie Catalyst (na rynkach regulowanych organizowanych przez GPW i Bond-Spot) wzrosła w porównaniu z poprzednim rokiem i na koniec 2022 r. wyniosła 4,0 mld zł (tabela 2). Na platformie Catalyst notowano 218 serii tych instrumentów. Największymi emitentami obligacji pozostających w obrocie na rynku zorganizowanym były Kraków (prawie 1,3 mld zł) oraz Warszawa (400 mln zł). W 2022 r. na rynku regulowanym GPW zadebiutowały instrumenty trzech JST (których obligacje nie były dotąd notowane na platformie Catalyst) o łącznej wartości prawie 240 mln zł (miasto Kielce, gmina miejska Mielec, gmina Słupsk).

WYKRES 4

Wartość zobowiązań JST z tytułu obligacji
w obrocie zorganizowanym i poza nim (w mln zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 1; www 2; Przegląd rynku..., 2019, s. 1318; Przegląd rynku..., 2020, s. 1157].

TABELA 2

Obligacje komunalne notowane na platformie Catalyst w latach 2012–2022

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Wartość emisji obligacji komunalnych w danym roku	2374	3088	3187	3189	3297	3298	3067	2759	2909	3639	4037
Liczba serii	24	57	60	58	59	65	71	101	128	183	218
Liczba emitentów, w tym:	11	18	20	19	18	17	19	26	33	40	43
– gminy	5	10	12	10	9	7	7	12	18	21	23
– powiaty	1	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1
– województwa	0	0	0	0	0	1	2	2	2	2	2
MNPP	5	6	7	8	8	8	9	11	12	16	17

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 4].

Analizując dane dotyczące emisji obligacji przychodowych od roku 2012, warto podkreślić, że dopiero w 2015 r. zostały wyemitowane obligacje *stricto* JST (miasto Nysa, gmina Wałbrzych). Do tego czasu emitentami obligacji przychodowych były spółki komunalne JST (tabela 3). Płaszczyzny lokalnej polityki publicznej finansowane z obligacji przychodowych to głównie płaszczyzna infrastrukturalna, obejmująca inwestycje w sferze komunalnej i środowiskowej.

TABELA 3

Obligacje przychodowe w Polsce w latach 2012–2022

Emitent komunalny	Rok emisji	Wartość emisji w mln zł	Cel emisji
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji (Gniezno)	2012	28	Budowa i modernizacja sieci wodociągowej i kanalizacyjnej.
Sanockie Przedsiębiorstwo Gospodarki Komunalnej	2013	39	Poprawa gospodarki wodno-ściekowej w aglomeracji Sanok.
Gmina Lublin	2014	40	Budowa zespołu krytych pływalni.
	2022	45	Finansowanie przedsięwzięć inwestycyjnych pod nazwą: „Zintegrowane Centrum Komunikacyjne dla Lubelskiego Obszaru Funkcjonalnego”, „dobudowa segmentu przedszkola w Zespole Szkół nr 12”, „rozbudowa kuchni i stołówki oraz segmentu dydaktycznego w Szkole Podstawowej nr 52”.
Sądeckie Wodociągi Sp. z o.o.	2015	50	Modernizacja i rozbudowa gospodarki wodno-ściekowej miasta Nowego Sącza z przyległymi terenami gmin sąsiednich.
Tramwaj Fordon Sp. z o.o.	2015	145	Budowa linii tramwajowej do dzielnicy Fordon oraz zakup taboru.
Miasto Nysa	2015	21	Zakup nieruchomości gruntowych w celu ich rewitalizacji (sfinansowanie wykupu nieruchomości po byłej FSD).
Gmina Wałbrzych	2015	38	Modernizacja i budowa budynków komunalnych, wybudowanie centrum przesiadkowego, przebudowa i budowa dróg.
	2017	36	
	2018	14	
Wałbrzyski Związek Wodociągów i Kanalizacji	2015	107	Oczyszczanie ścieków w Wałbrzychu oraz budowa sieci wodociągowej i kanalizacyjnej.
Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji (Końskie)	2016	10	Budowa i modernizacja sieci wodociągowej i kanalizacyjnej.
Wodociągi Kępińskie	2018	29	Uporządkowanie gospodarki wodno-ściekowej w aglomeracji Kępno.
Gmina miasto Radom	2021	48	Refinansowanie kosztów finansowania nabycia przez emitenta akcji w Porcie Lotniczym Radom S.A.
Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji w Lesznie	2021	100	Modernizacja i rozbudowa oczyszczalni ścieków w Henrykowie oraz przeprowadzenie modernizacji systemu wodociągowego w Gminie Lipno.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Pawłowski, 2016, s. 295; Wiśniewski, 2021, s. 143; www 5; www 6].

Do 2022 r. miały miejsce dwie emisje zielonych obligacji komunalnych, z czego jedna to była emisja dokonana przez JST, a druga – przez spółkę komunalną JST (tabela 4).

TABELA 4

Emisje zielonych obligacji komunalnych w Polsce

Emitent: miasto Łódź
Wartość emisji: 50 mln zł (rok emisji: 2021)
Projekt 1. Zrównoważona gospodarka
Docelowy efekt ekologiczny zadania: ograniczenie skażenia wód gruntowych i powierzchniowych oraz gleby ściekami wytwarzanymi w Grupowej Oczyszczalni Ścieków Aglomeracji Łódzkiej poprzez wykorzystanie ulepszonych systemów oczyszczania.
Projekt 2. Czysty transport
Docelowy efekt ekologiczny zadania: stworzenie na obszarze miasta Łodzi sprawnego i bezpiecznego systemu publicznego transportu zbiorowego o wysokiej jakości świadczonych usług, spełniającego standardy unijne w zakresie ochrony środowiska, poprawa wewnętrznej dostępności komunikacyjnej miasta dzięki usprawnieniu powiązań komunikacyjnych, zwiększenie udziału ekologicznego transportu zbiorowego w przewozach na terenie miasta, zapewnienie pozytywnego oddziaływania na środowisko, stworzenie nowoczesnego, atrakcyjnego i mobilnego łańcucha sieci komunikacji, zmiana schematów mobilności miejskiej w kierunku mobilności bardziej zrównoważonej.
Emitent: Miejskie Wodociągi i Oczyszczalnia w Grudziądzu (spółka komunalna miasta Grudziądz)
Wartość emisji: 63 mln zł (rok emisji: 2020)
Docelowy efekt ekologiczny zadania: zmniejszenie emisji gazów cieplarnianych i odpowiednie reagowanie na zmiany klimatyczne dzięki inwestycjom w infrastrukturę deszczową i wodno-kanalizacyjną.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www 7; www 8].

Zgodnie z założeniem emisji zielonych obligacji, zaprezentowane cele powyższych dwóch emisji dotyczyły poprawy jakości środowiska przyrodniczego. Cele te wpisują się zatem w aktualne trendy dotyczące dbania o środowisko naturalne, czego muszą przestrzegać także JST. W kontekście działań z zakresu adaptacji i przeciwdziałania zmianom klimatu rola JST będzie coraz bardziej istotna ze

względu na fakt, że samorząd terytorialny odpowiada za realizację zadań takich jak ochrona środowiska, transport publiczny, mieszkalnictwo, infrastruktura drogowa czy ciepłownictwo. Dodatkowo JST są znaczącymi właścicielami zasobu budynków użyteczności publicznej (szkoły, urzędy, szpitale, muzea) oraz części budynków mieszkalnych, które w dużej mierze będą musiały zostać poddane termomodernizacji w celu poprawy efektywności energetycznej. Działalność samorządów w tych obszarach będzie więc generować potrzebę dużych nakładów inwestycyjnych, a emisja obligacji zielonych może stanowić sposób na finansowanie tych kosztów [Stefaniak, Padiasek, 2023, s. 14].

5. Podsumowanie

Realizacja lokalnej polityki publicznej wymaga jej finansowania z różnych źródeł. Zdaniem autorki dłużne papiery wartościowe emitowane przez JST uzupełniają lukę dochodową i stanowią interesujące źródło finansowania działań publicznych.

Sformułowany cel opracowania został zrealizowany. Głównym ograniczeniem badania był fakt, że zdecydowana większość emisji obligacji komunalnych jest emisją prywatną, czyli nienotowaną na rynku regulowanym. Pomimo tego przeprowadzone analizy pozwalają na sformułowanie następujących wniosków:

1. Obligacje komunalne są coraz częściej rozważane przez JST i banki jako atrakcyjna alternatywa dla kredytów bankowych. Pomimo tego, że rzadko pojawiają się w obrocie zorganizowanym, są preferowane przez emitentów komunalnych ze względu na kilka istotnych korzyści. Po pierwsze, emitenci komunalni mogą uniknąć uciążliwej procedury zamówień publicznych, co pozwala im szybciej pozyskać potrzebne środki. Po drugie, emitenci mogą uzyskać od inwestorów dłuższy okres karencji, czyli czas, w którym nie spłacają kapitału, a jedynie odsetki. Dłuższy okres karencji pozwala na łatwiejsze zaplanowanie spłaty zobowiązań i ograniczenie presji na budżet jednostki. Zdaniem autorki obligacje komunalne stwarzają możliwość elastycznego zarządzania finansami i lepszej kontroli nad długiem publicznym, zgodnie z ideą Nowego Zarządzania Publicznego (New Public Management). Domeną NPM jest właściwe wyznaczanie celów i monitorowanie wyników oraz zarządzanie finansami oparte na kryterium efektywności. Jednakże, aby zwiększyć popularność obligacji komunalnych, konieczne jest edukowanie potencjalnych emitentów i inwestorów oraz promowanie wśród nich tego rozwiązania.

2. Zgodnie z ustawą o finansach publicznych finansowanie różnych płaszczyzn lokalnej polityki publicznej za pomocą emisji papierów wartościowych jest możliwe głównie w aspekcie inwestycyjnym, co pozwala JST na zaciąganie zobowiązań finansowych związanych z realizacją planowanych przedsięwzięć rozwojowych. Kluczowa dla finansowej płaszczyzny lokalnej polityki publicznej jest natomiast rola papierów wartościowych w finansowaniu deficytu oraz jako wkład własny w celu pozyskania środków unijnych.
3. Obligacje zielone, przeznaczone dla ekologicznych projektów, mogą wspierać finansowanie działań na rzecz ochrony środowiska. Brak standardów dla zielonych obligacji ogranicza jednak rozwój tego segmentu rynku, jednocześnie ograniczając rozwój JST, które obligacje zielone emitują. Niewątpliwie takie JST byłyby bardzo atrakcyjne dla potencjalnych inwestorów ze względu na stosowane proekologiczne rozwiązania. Nawet pomimo obecnego braku standardów dla zielonych obligacji istnieje duży potencjał rozwojowy dla tego segmentu rynku finansowego, który może być wykorzystany do wspierania ekologicznych działań i inwestycji na rzecz ochrony środowiska. Ma to też swoje uzasadnienie w koncepcji finansów zrównoważonych, zgodnie z którą w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych powinno się uwzględniać czynniki społeczne i środowiskowe.
4. Emisja obligacji przychodowych, która – jak wykazano – jest relatywnie rzadko wykorzystywanym instrumentem w obszarze polskich finansów lokalnych, pozwala JST na możliwość wyłączenia z kalkulacji indywidualnych wskaźników zadłużenia, co w opinii autorki stanowi istotny potencjał analizowanego instrumentu w kontekście możliwości finansowania lokalnej polityki publicznej.

Zaprezentowane wnioski oraz analiza danych finansowych pokazują, że wykorzystanie dłużnych papierów wartościowych w finansowaniu lokalnej polityki publicznej jest ograniczone, częściowo z powodu braku specjalistycznej wiedzy o rynku obligacji komunalnych. Warto zaznaczyć, że JST planujące emisję obligacji komunalnych, a zwłaszcza obligacji przychodowych i zielonych, powinny korzystać z wyspecjalizowanych usług, wykorzystując potencjał instytucji oferujących profesjonalne doradztwo finansowe w tym zakresie. Ponadto wykorzystanie dłużnych papierów wartościowych jest limitowane przez obowiązujące prawo, *nota bene* znacznie bardziej restrykcyjne niż w przypadku zobowiązań dłużnych zaciąganych przez władze centralne. Kluczowe w tym zakresie są wymogi ustawowe dotyczące limitów zadłużenia samorządowego.

Podkreślenia wymaga też zróżnicowanie sytuacji i problemów w poszczególnych JST. Problemy publiczne, których rozwiązaniem powinna zajmować się lokalna polityka publiczna, różnią się nawet w ramach jednostek terytorialnych tej samej kategorii. W tym kontekście nie istnieje jeden, uniwersalny model lokalnej polityki zadłużeniowej. Niezbędne są zatem pogłębione badania naukowe dotyczące wykorzystania dłużnych papierów wartościowych, rozszerzone o uwarunkowania społeczno-gospodarcze rozwoju poszczególnych JST i ich wpływ na emisję. Stanowi to interesującą perspektywę dalszych badań w celu uzupełnienia luki poznawczej w tym temacie.

Literatura

- Brzozowska K., 2018, *Rynek obligacji komunalnych w Polsce w finansowaniu inwestycji jednostek samorządu terytorialnego*, „Ekspertyzy i Opracowania”, nr 41, Narodowy Instytut Samorządu Terytorialnego, <https://www.nist.gov.pl/nauka-i-badania/ekspertyzy-i-opracowania-nr-41,1130.html> [data dostępu: 20.01.2024].
- Dylewski M., 2017, *Nadwyżka operacyjna a decyzje finansowe jednostek samorządu terytorialnego*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin – Polonia”, vol. LI(6), Sectio H, s. 75–84, DOI: 10.17951/h.2017.51.6.75.
- Dunn W.N., 2018, *Public Policy Analysis: An Integrated Approach*, Routledge, New York.
- Feltynowski M., 2015, *Systemy informacji przestrzennej – narzędzie partycypacyjnej polityki rozwoju lokalnego*, [w:] *Nowoczesne metody i narzędzia zarządzania rozwojem lokalnym i regionalnym*, Nowakowska A. (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Flammer C., 2020, *Green Bonds: Effectiveness and Implications for Public Policy*, “Environmental and Energy Policy and the Economy”, vol. 1(1), s. 95–128, DOI: 10.1086/706794.
- Fossati A., Panella G., 2005, *Fiscal Federalism in the European Union*, Routledge Studies in the European Economy, London and New York.
- Hajdys D., 2011, *Obligacje komunalne na rynku regulowanym Catalyst*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 158, s. 949–956.
- Hausner J., 2007, *Polityka a polityka publiczna*, „Zarządzanie Publiczne”, nr 1(1), s. 43–60.
- Huczek S., 2010, *Obligacje komunalne na Catalyst*, Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Warszawa.
- Jastrzębska M., 2012, *Finanse samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa.
- Jędrzejowska K., 2022, *Zrównoważone finanse*, [w:] *Wprowadzenie do zrównoważonego rozwoju. Podręcznik akademicki*, Drosik A., Heidrich D., Ratajczak M. (red.), Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2022.

- Kaminker C., Stewart F., 2012, *The Role of Institutional Investors in Financing Clean Energy*, „OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions”, no. 23, s. 28–47, DOI: 10.1787/5k9312v2116f-en.
- Kraft M.E., Furlong S.R., 2007, *Public Policy. Politics, Analysis and Alternatives*, CQ Press, Waszyngton.
- Lipowicz M., 2023, *Rola i miejsce zielonych obligacji w finansowaniu zrównoważonego rozwoju*, „Studies in Risk and Sustainable Development. Ryzyko i Zrównoważony Rozwój. Studia Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, nr 397, s. 1–21, https://srdsd.ue.katowice.pl/wp-content/uploads/sites/3/2023/03/2023_397_06_Lipowicz.pdf [data dostępu: 26.04.2024].
- Łukomska J., 2023, *System finansowania samorządów do rewizji*, [w:] *Co dalej z samorządem?*, Załuska J. (red.), Fundacja im. Stefana Batorego, Warszawa, <https://www.batory.org.pl/wp-content/uploads/2024/01/Co-dalej-z-samorzadem.pdf> [data dostępu: 26.04.2024].
- Martysz C., 2020, *Polski rynek obligacji nieskarbowych – nowe zasady rejestracji obligacji oraz analiza rejestru zobowiązań emitentów*, „Finanse i Prawo Finansowe”, vol. 3(27), s. 91–107.
- Mielech E., 2020, *Instrumenty dłużne w lokalnej polityce publicznej na przykładzie miast na prawach powiatu*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok.
- Paitner M., 2020, *An Inconvenient Cost: The Effects of Climate Change on Municipal Bonds*, „Journal of Financial Economics”, vol. 135(2), s. 468–482.
- Partridge C., Medda F.R., 2020, *The Evolution of Pricing Performance of Green Municipal Bonds*, „Journal Of Sustainable Finance & Investment”, nr 10(1), s. 44–64, DOI: 10.1080/20430795.2019.1661187.
- Pawłowski M., 2016, *Rynek obligacji przychodowych w Polsce*, „Ekonomiczne Problemy Usług”, nr 125, s. 289–298, DOI: 10.18276/epu.2016.125-23.
- Peters B.G., 2004, *American Public Policy, Promise and Performance*, CQ Press, Waszyngton.
- Przegląd Rynku Nieskarbowych Instrumentów Dłużnych*, 2019, Rating&Rynek, Fitch Ratings, 31.12.2019, 12(388), <https://www.fitchratings.com/research/pl/international-public-finance/rating-rynek-12-2019-25-02-2020> [data dostępu: 3.01.2024].
- Przegląd Rynku Nieskarbowych Instrumentów Dłużnych*, 2020, Rating&Rynek, Fitch Ratings, 31.12.2020(400), <https://www.fitchratings.com/research/pl/international-public-finance/rating-rynek-12-2020-03-03-2021> [data dostępu: 3.01.2024].
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2021 r.*, 2022, Narodowy Bank Polski, Warszawa, <https://nbp.pl/system-finansowy/raporty-o-rozwoju-systemu-finansowego> [data dostępu: 26.01.2024].
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2022 r.*, 2023, Narodowy Bank Polski, Warszawa, <https://nbp.pl/system-finansowy/raporty-o-rozwoju-systemu-finansowego> [data dostępu: 21.01.2024].
- Różnorodność polskich samorządów terytorialnych na tle wspólnych wyzwań*, 2023, Bank Gospodarstwa Krajowego, Warszawa, https://www.bgk.pl/files/public/Pliki/Ekspertyzy_i_badania/22.05.2023_Roznorodnosc_polskich_samorzadow_final.pdf [data dostępu: 15.01.2024].

- Sprawozdania z działalności regionalnych izb obrachunkowych i wykonania budżetu przez jednostki samorządu terytorialnego w 2022 roku*, 2023, Krajowa Rada Regionalnych Izb Obrachunkowych, Warszawa, <https://rio.gov.pl/153/sprawozdanie-krrio-za-2022-rok.html> [data dostępu: 30.01.2024].
- Stefaniak S., Padiasek A., 2023, *Zielone obligacje. Perspektywy wsparcia rozwoju rynku w Polsce*, Instrat Policy Note 01/2023, Warszawa, <https://odpowiedzialnybiznes.pl/wp-content/uploads/2023/06/Instrat-Policy-Note-01-2023-Zielone-obligacje.-Perspektywy-wsparcia-rozwoju-rynku-w-Polsce.pdf> [data dostępu: 20.01.2024].
- Suwaj P.J., Szczepankowski R., 2009, *Polityka publiczna jako instrument administrowania*, [w:] *Nauka administracji*, Kudrycka B., Peters B.G., Suwaj P.J. (red.), Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa.
- Szacowanie poziomu zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w warunkach zwiększonego ryzyka utraty płynności finansowej, 2013, Denek E., Dylewski M. (red.), Wydawnictwo Difin SA, Warszawa.
- Szołno-Koguc J., 2013, *Przyczyny oraz możliwości zadłużania się jednostki samorządu terytorialnego*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin – Polonia”, Sectio H, vol. 47, s. 201–208.
- Wiśniewski M., 2021, *Dłużne papiery wartościowe w finansowaniu jednostek samorządu terytorialnego w Polsce*, „Studia BAS”, nr 4(68), s. 131–146, DOI: 10.31268/StudiaBAS.2021.39.
- Zawadzka P., 2013, *Prawne aspekty emisji obligacji przez jednostki samorządu terytorialnego*, „Acta Universitatis Wratislaviensis Przegląd Prawa i Administracji”, nr 3515, s. 73–86.
- Zawora J., 2014, *Obligacje komunalne jako zewnętrzne źródło finansowania zadań jednostek samorządu terytorialnego*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 65, s. 205–214.
- www 1, <https://www.gov.pl/web/finanse/sprawozdania-budzetowe> [data dostępu: 15.02.2024].
- www 2, <https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/statystyka-monetarna-i-finansowa/naleznosci-i-zobowiazania-monetarnych-instytucji-finansowych-i-bankow/> [data dostępu: 15.01.2024].
- www 3, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10dd_logd__custom_11112809/default/table?lang=en [data dostępu: 27.04.2024].
- www 4, <https://gpwcatalyst.pl/statystyki> [dostęp: 10.01.2024].
- www 5, <https://bip.radom.pl/ra/finanse-podatki-i-oplaty-lokal/obligacje-przychodowe/56599,Informacja-o-obligacjach-przychodowych.html> [data dostępu: 10.02.2024].
- www 6, <https://leszno.pl/100 mln zł dla MPWiK w Lesznie z obligacji przychodowych BGK.html> [data dostępu: 15.02.2024].
- www 7, <https://bip.uml.lodz.pl/urząd-miasta/programy-publicacje-raporty/ochrona-srodowiska/zielone-obligacje-green-bonds/> [data dostępu: 20.01.2024].
- www 8, <https://obligacje.pl/pl/a/pierwsze-zielone-obligacje-komunalne> [data dostępu: 19.01.2024].

Akty prawne

- Ustawa z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie gminnym, Dz.U. 2023 poz. 40.
Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych, Dz.U. 2023 poz. 1270.
Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, Dz.U. 2022 poz. 2244.
Ustawa z dnia 11 września 2019 r. – Prawo zamówień publicznych, Dz.U. 2023 poz. 1605.
Ustawa z dnia 15 września 2022 r. o zmianie ustawy o dochodach jednostek samorządu terytorialnego oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. 2022 poz. 1964.