

**Jan Adamiak, Bożena Kłosowska,
Grażyna Voss**

**Obligacje komunalne na rynku
Catalyst jako źródło finansowania
działalności jednostek samorządu
terytorialnego**

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/3,
101-109

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

JAN ADAMIAK, BOŻENA KOŁOSOWSKA, GRAŻYNA VOSS

*Obligacje komunalne na rynku Catalyst jako źródło
finansowania działalności jednostek samorządu terytorialnego*

Municipal bonds on the Catalyst market as a source of financing
territorial self-government units

Wstęp

Kryzys finansowy i gospodarczy spowodował pogorszenie warunków zaciągania i spłaty długu oraz przyczynił się do wzrostu kosztów zadłużenia polskich samorządów. Wobec trudności w dostępie do kredytu wzrosło wyraźnie zainteresowanie obligacjami komunalnymi jako atrakcyjną formą finansowania inwestycji lokalnych. Instrument ten, znany w Polsce od 1995 r., stał się w ciągu paru ostatnich lat bardziej widoczny dzięki możliwości wprowadzenia emisji na nowo utworzony rynek obligacji GPW Catalyst.

1. Emisja obligacji komunalnych jako źródła finansowania inwestycji lokalnych i regionalnych

Finansowanie inwestycji rozwojowych należy w Polsce nadal do najważniejszych wyzwań, przed którymi stoją władze samorządowe. W związku z niewystarczającymi dochodami bieżącymi samorządy poszukują nowych, alternatywnych wobec tradycyjnych form budżetowych źródeł finansowania potrzeb inwestycyjnych. Jednym z nich mogą być obligacje komunalne, których emisja pozwala emitentowi na czasowe korzystanie z pozabankowych źródeł zewnętrznych. Daje jednostce samorządu terytorialnego możliwość zdobycia środków pieniężnych bezpośrednio na rynku, w związku z tym koszt finansowania inwestycji za

pomocą obligacji może (lecz niekoniecznie zawsze musi) być niższy niż kredytu bankowego¹.

Obligacje są instrumentem równoważenia budżetu oraz zapewnienia płynności finansowej jednostek samorządowych zarówno w krótkim, jak i – przede wszystkim – w długim okresie. Stwarzają też szerokie możliwości aktywnego zarządzania poziomem i kosztami zadłużenia przez konwersję lub zamianę poprzedniego zadłużenia na nowe. Z różnych analiz polskiego rynku obligacji komunalnych wynika, iż samorządy przeznaczają pozyskane w ten sposób środki pieniężne najczęściej na inwestycje związane z utrzymaniem i rozbudową szeroko rozumianej infrastruktury. Skuteczność zaś zastosowania obligacji jako źródła finansowania przedsięwzięć rozwojowych w zakresie infrastruktury komunalnej jest uzależniona od wielu czynników, w tym m.in. od kosztów emisji, rozwoju gospodarczego samorządu, poziomu zaufania do władz samorządowych, systemu gwarancji i zabezpieczeń dla nabywcy obligacji, konkurencyjności oprocentowania, a także obecności tradycji stosowania tej formy pozyskiwania kapitału².

Choć zainteresowanie obligacjami w polskich samorządach wciąż rośnie, zwłaszcza po przystąpieniu Polski do UE, to jednak pozostają one niewielkim segmentem krajowego rynku papierów dłużnych. W ujęciu wartościowym rynek obligacji komunalnych jest również najmniejszym segmentem rynku obligacji pozaskarbowych. Na koniec 2011 r. 476 jednostek samorządowych wyemitowało obligacje na łączną kwotę 14,4 mld zł (tab. 1), a jeszcze w roku 2000 rynek ten wart był jedynie 860 mln zł, przy 90 emisjach.

Do końca roku 2009, na skutek braku emisji publicznych oraz niskiej wartości programów, wśród podmiotów inwestujących w tego typu instrumenty zdecydowanie dominowały banki, przede wszystkim PKO BP, BGK oraz Bank Pekao S.A. Sytuacja ta zniechęcała innych potencjalnych, niebankowych inwestorów, takich jak fundusze emerytalne i firmy ubezpieczeniowe. Brak bieżącej weryfikacji atrakcyjności inwestycyjnej poszczególnych emisji komunalnych przez rynek uniemożliwiał zaś przepływ środków pieniężnych do jednostek samorządowych o najwyższej ocenianej efektywności gospodarowania.

¹ Zob. szerzej: M. Jastrzębska, *Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego*, Wolters Kluwer business, Warszawa 2009, s. 198–205; G. Kozuń-Cieślak, *Obligacje komunalne. Instrumenty dłużne dla jednostek samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 111–116; W. Misterek, *Zewnętrzne źródła finansowania działalności inwestycyjnej jednostek samorządu terytorialnego*, Difin, Warszawa 2008, s. 103–109; P. Śliwiński, *Kryteria wyboru zewnętrznych źródeł finansowania deficytu budżetowego jednostek samorządu terytorialnego*, „Finanse Komunalne” 2002, nr 5, s. 24–25.

² Zob.: J. Adamiak, *Rynek obligacji komunalnych w okresie spowolnienia gospodarczego w Polsce*, [w:] A. Uziębło, M. Kalinowski, M. Pronobis (red.), *Finanse przedsiębiorstw i finanse publiczne. Wybrane aspekty*, Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku, Gdańsk 2010, s. 145–148.

Tabela 1. Rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce w latach 2000–2011

Rok	Wartość rynku (w mln PLN)	Liczba emitentów	Udział rynku obligacji komunalnych w rynku pozaskarbowych papierów dłużnych w %
2000	859,6	89	7,2
2001	1 628,6	149	8,9
2002	2 218,8	192	11,1
2003	2 639,1	201	11,9
2004	2 954,5	227	12,7
2005	3 295,2	264	13,1
2006	3 830,4	324	12,1
2007	4 132,2	337	9,7
2008	4 461,2	373	10,0
2009	7 100,8	415	14,4
2010	10 854,8	458	16,1
2011	14 350,1	476	14,7

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Fitch Ratings, www.fitchpolska.com.pl (29 lutego 2012).

Uzasadnione nadzieje samorządów na łatwiejsze emisje obligacji i wygodniejsze wprowadzenie ich do obrotu publicznego pojawiły się dopiero po uruchomieniu przez GWP w Warszawie nowego rynku obrotu obligacjami komunalnymi i korporacyjnymi pod nazwą Catalyst.

2. Catalyst jako nowy rynek obrotu papierami dłużnymi

Catalyst został zorganizowany i uruchomiony 30 września 2009 r. przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie i spółkę z grupy kapitałowej GPW – BondSpot (dawniej MTS CeTO). Jednostkom samorządowym i przedsiębiorstwom Catalyst otworzył nową drogę finansowania przedsięwzięć rozwojowych i zaistnienia na rynku publicznym, a inwestorom dał możliwość lokowania oszczędności w mniej ryzykowne niż akcje instrumenty, na w pełni transparentnym rynku długu. Rynek Catalyst jest kompleksową platformą łączącą w sobie cechy rynku regulowanego i bardziej liberalnego, alternatywnego systemu obrotu, skierowaną zarówno do klientów indywidualnych, jak i instytucjonalnych.

Wprowadzenie dłużnych instrumentów finansowych do systemu Catalyst otworzyło nowe możliwości przede wszystkim dla małych emitentów, gdyż system ten uprościł procedury autoryzacji, które do tej pory wymagały sporządzenia rozbudowanego dokumentu emisyjnego. Autoryzacja Catalyst powiązana jest z obowiązkiem przekazywania okresowych raportów; jednostki samorządu terytorialnego zobligowano do przedstawiania rocznych sprawozdań z wykonania budżetów wraz z opiniami Regionalnej Izby Obrachunkowej. Emitenci dłużnych instrumentów finansowych, którzy uzyskali autoryzację Catalyst, realizują obo-

wiązki informacyjne za pośrednictwem Elektronicznej Bazy Informacji (EBI), prowadzonej przez GPW. Uzyskanie autoryzacji Catalyst staje się sygnałem zarówno dla inwestorów, jak i kontrahentów jednostek samorządowych lub spółek emitujących obligacje, że emitent jest podmiotem publicznym, a więc transparentnym i odpowiedzialnym wobec otoczenia rynkowego. Potencjalni inwestorzy mogą więc porównywać oferty różnych samorządów. Nowy rynek zapewnia płynność obligacji o kilkunastoletnim okresie wykupu oraz gwarantuje skuteczne finansowanie inwestycji samorządowych³.

Stworzenie rynku publicznego dla obligacji komunalnych i korporacyjnych pod marką Giełdy Papierów Wartościowych to dla jednostek samorządu terytorialnego oraz firm dodatkowa możliwość pozyskania tańszego pieniądza na realizację niezbędnych inwestycji. Jest dla tych podmiotów czynnikiem zwiększającym ich wiarygodność wobec inwestorów i kontrahentów oraz doskonałym narzędziem marketingowym wykorzystywanym do promocji nie tylko konkretnej emisji, lecz emitenta – gminy, powiatu lub przedsiębiorstwa. Przestrzeganie obowiązków informacyjnych i stała wycena rynkowa wyemitowanych papierów wartościowych może procentować łatwiejszym pozyskaniem kapitału w przyszłości i lepszą wyceną kolejnych emisji obligacji. Notowanie emisji obligacji komunalnych w alternatywnym systemie obrotu jest zmianą jakościową na polskim rynku obligacji samorządowych⁴.

3. Ocena trzyletniego okresu funkcjonowania rynku Catalyst

Obligacje jako źródło finansowania działalności inwestycyjnej samorządów są instrumentem bardziej elastycznym niż kredyty. Przemawia za tym fakt, iż to jednostka samorządu terytorialnego ustala warunki spłaty. Jednostka samodzielnie ustala termin emisji, dostosowuje także terminy wykupu do swoich możliwości finansowych. Następuje lepsze dopasowanie struktury i harmonogramu spłat do możliwości budżetu. Wskazuje się także na uproszczone procedury emisji obligacji, które dzięki autoryzowanym doradcom⁵ stają się jeszcze bardziej przyjazne niż zaciąganie kredytów, co dla samorządów, przy obecnym trudniejszym dostępie do pieniądza bankowego, nie jest bez znaczenia.

Także korzyści promocyjne związane z emisją obligacji są o wiele większe, jeżeli obligacje są wprowadzane na rynek Catalyst. Informacje o emisji i emi-

³ Zob. więcej: *Catalyst po roku. Dodatek do „Finansów komunalnych”* 2010, nr 11, s. 8–10.

⁴ Zob.: Z. Łękawa, *Jednostki samorządu terytorialnego na rynku kapitałowym*, [w:] T. Juja (red.), *Dylematy i wyzwania finansów publicznych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010, s. 377–378.

⁵ Wśród autoryzowanych doradców najczęściej pojawiają się spółki: Investcon Group S.A., Inwest Consulting S.A.

tencie, pojawiające się na rynku, pomagają w budowaniu wizerunku jednostki samorządowej jako nowoczesnej instytucji, sięgającej po źródła finansowania na rynku kapitałowym.

Dane o obligacjach notowanych na rynku Catalyst (tab. 2) ukazują jego mało jeszcze stabilny charakter, mimo obserwowanej tendencji do wzrostu wartości emisji.

Tabela 2. Rynek obligacji Catalyst z podziałem na instrumenty w latach 2009–2011

Rynek	Transakcje sesyjne		Transakcje pakietowe		Liczba serii	Wartość emisji (w mln zł)
	Wartość obrotów (w mln zł)	Liczba transakcji	Wartość obrotów (w mln zł)	Liczba transakcji		
2009						
Obligacje korporacyjne	107,25	132	4 964,79	72	10	6 819
Obligacje komunalne	62,68	181	14,00	1	9	930
2010						
Obligacje korporacyjne	587,54	3 661	125,13	33	53	17 345
Obligacje komunalne	124,21	621	69,60	9	27	1 753
2011						
Obligacje korporacyjne	304,81	11 352	1 187,91	120	140	34 522
Obligacje komunalne	41,76	432	1,59	2	24	2 222

Źródło: Catalyst dane rynkowe: http://gpwcatalyst.pl/statystyki_roczne (29 lutego 2012).

Po trzech latach działania Catalyst odgrywa już znaczącą rolę na polskim rynku obligacji samorządowych i korporacyjnych. W materiałach przeznaczonych dla emitentów obligacji komunalnych zwraca się uwagę, że udział wartości obligacji wprowadzonych na Catalyst w ogólnej wartości obligacji na rynku rośnie wraz z kolejnymi emisjami, które trafiają do obrotu. Na koniec 2011 r. na platformie Catalyst wprowadzono do obrotu 28 serii obligacji oraz 20 zarejestrowanych serii obligacji komunalnych o łącznej wartości 2,41 mld zł (w tym 2,35 mld zł w obligacjach notowanych), co stanowi około 7,6% wartości łącznej emisji na platformie Catalyst⁶.

Z punktu widzenia zasad oprocentowania obligacje możemy podzielić na cztery grupy:

⁶ S. Huczek, *Przewodnik dla potencjalnych emitentów. Obligacje komunalne na Catalyst*, Oficjalne wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., Warszawa 2010, http://gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy_do_pobrania/Catalyst_broszura_komunalne.pdf (29 lutego 2012).

1. o stałym oprocentowaniu,
2. o zmiennym oprocentowaniu,
3. indeksowane,
4. zerokuponowe.

Najczęściej emituje się obligacje o zmiennym oprocentowaniu, wyznaczanym w oparciu o stawkę bazową. Do stawki dodawana jest odpowiednia marża, której wysokość zależy od okresu wykupu obligacji.

W 2009 roku najniższa stopa procentowa wynosiła 4,48% i oferowana była przez Poznań, zaś najwyższa – 6,70% – dotyczyła miasta Połczyn Zdrój. Bez kuponowych (autoryzowanych) było 12 emisji. Rozkład stopy procentowej był następujący: 4,48 (1), 4,64 (2), 5,59 (2), 5,62 (1), 6,33 (2), 6,70 (1), bezkuponowe (12).

W 2010 roku sytuacja nie zmieniła się. Najniższa stopa oprocentowania wyniosła 4,19% i także dotyczyła Poznania, zaś najwyższą zaoferowała Warszawa – 7%, ze względu na duży program uplasowania emisji – 1,5 mld zł. Stopy procentowe w 2010 r. rozłożyły się następująco: 4,19 (1), 4,31 (1), 4,78 (1), 5,13 (1), 5,26 (2), 5,35 (1), 5,85 (3), 5,92 (2), 5,99 (1), 6,00 (1), 6,03 (2), 6,04 (3), 6,14 (2), 6,40 (1), 6,45 (1), 6,70 (1), 7,00 (3), bezkuponowe (11, autoryzowane).

W 2011 r. najniższe oprocentowanie zaproponowało miasto Rybnik, zaś najwyższy koszt poniosło miasto Połczyn Zdrój z oprocentowaniem 7,85%. W tym mieście wyemitowano obligacje na łączną kwotę 2,1 mln zł, w trzech seriach po 600, 700 i 800 tys. zł. Obligacje miały sfinansować zobowiązania inwestycyjne i zmniejszyć obciążenia gminy z tytułu spłaty zobowiązań kredytowych przypadających na rok 2009. Termin spłaty będzie rozłożony do 2017 roku. Stopy procentowe w 2011 r. kształtowały się następująco: 4,81 (1), 5,35 (1), 5,63 (1), 5,76 (2), 6,45 (1), 6,48 (1), 6,64 (1), 6,70 (1), 6,78 (1), 6,85 (4), 6,86 (1), 6,94 (2), 6,99 (3), 7,25 (1), 7,85 (3), bezkuponowe (18).

W podsumowaniu można stwierdzić, iż w analizowanym trzyletnim okresie stopy procentowe ustalone na rynku obligacji komunalnych nieznacznie się zmieniały, mieszcząc się w przedziale 4,19–7,85%. Obserwujemy ich systematyczny wzrost, najwyższe w dwóch ostatnich latach oferowało miasto Połczyn Zdrój: w 2010 r. – 7,00%, zaś w 2011 r. – 7,85%. Najniższą stopę w latach 2009 i 2010 oferował Poznań, odpowiednio: 4,48% i 4,18%, przy emisji o wartości 116,5 mln zł.

W obecnych warunkach stałe oprocentowanie mogła zaoferować jedynie Warszawa. W 2009 roku ogłoszono program emisji na 4 mld zł. Aby dokonać tak dużej emisji, musiano zaoferować obligatariuszom oprocentowanie przynoszące stałe dochody z odsetek w całym ustalonym okresie do ich wykupu. W 2009 roku była to stopa 6,7%, przy terminie wykupu 25 października 2019 roku oraz wartości 600 mln zł. W roku 2011 Warszawa przeprowadziła kilka plasowań ob-

ligacji o wartości 600 i 300 mln zł, o stałej stopie oprocentowania, z najpóźniejszym terminem wykupu do 23 września 2022 roku. Stała stopa oprocentowania mieściła się w analizowanym okresie trzech lat w przedziale 5,35–6,70%.

Jednostki samorządowe najczęściej pozyskują kapitał w formie obligacji komunalnych na sfinansowanie dużych inwestycji, takich jak budowa i modernizacja dróg lokalnych, sieci wodociągowych i kanalizacji, zakup taboru autobusowego, budowa oczyszczalni ścieków, obiektów sportowych i rekreacyjnych. Ważniejsze cele emisji obligacji na rynku Catalyst ukazuje tab. 3.

Tabela 3. Cele emisji obligacji na rynku Catalyst w latach 2009–2011 (wybrane przykłady)

Lp.	JST	Cel emisji
1.	Miasto Radlin	Sfinansowanie planowanego deficytu budżetowego związanego z wydatkami majątkowymi na inwestycje i wydatkami remontowymi.
2.	Miasto Zamość	Pokrycie planowanego deficytu budżetowego związanego ze sfinansowaniem udziału własnego w projektach i programach realizowanych z bezzwrotnych środków zagranicznych oraz innych inwestycjach Miasta Zamość, a także na spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów.
3.	Miasto Ząbki	Sfinansowanie planowanego deficytu budżetowego związanego z wydatkami majątkowymi na inwestycje i wydatkami remontowymi
4.	Gmina Kórnik	Pozyskanie środków finansowych na pokrycie wydatków związanych z inwestycjami gminnymi i spłatą wcześniej zaciągniętych zobowiązań
5.	Miasto Turek	Sfinansowanie planowanego deficytu budżetowego związanego z wydatkami na inwestycje w zakresie infrastruktury komunalnej.
6.	Miasto Warszawa	Pozyskanie środków pieniężnych na finansowanie planowanego deficytu budżetu oraz spłatę zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów.
7.	Miasto Poznań	Sfinansowanie m.in. budowy, modernizacji i remontów dróg, inwestycji z zakresu transportu publicznego i infrastruktury komunikacyjnej, z zakresu kultury i sztuki, kultury fizycznej, turystyki i sportu.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: materiały emitentów, http://gpwcatalyst.pl/statystyki_roczne (29 lutego 2012 r.).

Istotnym kryterium podziału obligacji komunalnych jest sposób ich emisji. W świetle obecnie obowiązujących regulacji prawnych⁷ może ona mieć charak-

⁷ Zob. art. 9 ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (tekst jedn. Dz.U. z 2001 r., nr 120, poz. 1300 z późn. zm.) oraz ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn. Dz.U. z 2009 r., nr 185, poz. 1439 z późn. zm.), a także ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn. Dz.U. z 2010 r., nr 211, poz. 1384 z późn. zm.).

ter emisji w drodze oferty publicznej oraz emisji niepublicznej. Oferta publiczna polega na udostępnieniu na terytorium Polski co najmniej 100 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia. W przypadku emisji niepublicznej, czy też zgodnie z terminologią rynkową emisji zamkniętej lub prywatnej, krąg nabywców jest ograniczony do 100 osób lub do nieoznaczonych adresatów; propozycji zakupu obligacji nie dokonuje się też za pośrednictwem środków masowego przekazu. Dotychczas niemalże wszystkie emisje obligacji komunalnych w Polsce przeprowadzone zostały w trybie oferty prywatnej. Jedynie trzy miasta (Rybnik, Poznań i Ostrów Wielkopolski) zdecydowały się na emisję obligacji w trybie publicznym⁸.

Zakończenie

Z dokonanej analizy wynika, że rynek obligacji komunalnych nie zyskał do 2009 r. odpowiedniego miejsca w systemie finansowania inwestycji w samorządach, a głównymi ich nabywcami były banki. Ponadto parakredytowy charakter rynku obligacji komunalnych sprawiał, że obie strony: podaźowa, reprezentowana przez emitentów, oraz popytowa, czyli inwestorzy, nie podlegały mechanizmom typowym dla dojrzałych rynków kapitałowych. Ogólne zaś standardy zmierzały do uproszczenia procedur, na skutek czego emitowane papiery wartościowe trafiały prawie wyłącznie do banków, a nie do inwestorów niebankowych.

Zmiana jakościowa pojawiła się dopiero w momencie uruchomienia nowego rynku obligacji GPW Catalyst, co stało się istotnym impulsem do rozwoju rynku obligacji komunalnych, i to w warunkach ogólnego spowolnienia gospodarczego oraz podwyższonej niepewności podejmowanych decyzji, jak i destabilizacji finansów publicznych. Z krótkiej, bo zaledwie paroletniej działalności Catalyst wynika, że rynek ten może stać się miejscem pozyskiwania tańszego i bardziej elastycznego niż kredyt źródła finansowania długoterminowych celów inwestycyjnych jednostek samorządu terytorialnego.

W opinii autorów obligacje komunalne w ramach Catalyst, choć nie bez trudności, zaczęły się na trwałe wpisywać w strukturę polskiego rynku papierów dłużnych, wykazując, szczególnie pod koniec badanego okresu, wyższą dynamikę rozwoju. Zwiększona emisja obligacji komunalnych nie tylko ożywia polski rynek papierów wartościowych, ale staje się także istotnym czynnikiem rozwoju w skali lokalnej i regionalnej.

⁸ Szczegółowy opis tych emisji zawiera opracowanie P. Śliwińskiego i M. Stępniewskiego (red.) *Obligacje komunalne, zagadnienia prawne, finansowe, praktyczne*, Twigger, Warszawa 2009, s. 89–91.

Bibliografia

- Adamiak J., *Rynek obligacji komunalnych w okresie spowolnienia gospodarczego w Polsce*, [w:] A. Uziębło, M. Kalinowski, M. Pronobis (red.), *Finanse przedsiębiorstw i finanse publiczne. Wybrane aspekty*, Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku, Gdańsk 2010.
- Catalyst po roku. Dodatek do „Finansów komunalnych”* 2010, nr 11.
- Catalyst – rynek obligacji GPW*, www.gpwcatalyst.pl.
- Huczek S., *Przewodnik dla potencjalnych emitentów. Obligacje komunalne na Catalyst*, Oficjalne wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., Warszawa 2010, http://gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy_do_pobrania/Catalyst_broszura_komunalne.pdf (29 lutego 2012).
- Jastrzębska M., *Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego*, Wolters Kluwer business, Warszawa 2009.
- Kozuń-Cieślak G., *Obligacje komunalne. Instrumenty dłużne dla jednostek samorządu terytorialnego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Lękawa Z., *Jednostki samorządu terytorialnego na rynku kapitałowym*, [w:] T. Juja (red.), *Dylematy i wyzwania finansów publicznych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010.
- Misterec W., *Zewnętrzne źródła finansowania działalności inwestycyjnej jednostek samorządu terytorialnego*, Difin, Warszawa 2008.
- Śliwiński P., *Kryteria wyboru zewnętrznych źródeł finansowania deficytu budżetowego jednostek samorządu terytorialnego*, „Finanse Komunalne” 2001, nr 5.
- Śliwiński P., Stępniewski M. (red.), *Obligacje komunalne, zagadnienia prawne, finansowe, praktyczne*, Twigger, Warszawa 2009, s. 89–91.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (tekst jedn. Dz.U. z 2001 r., nr 120, poz. 1300 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn. Dz.U. z 2010 r., nr 211, poz. 1384 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn. Dz.U. z 2009 r., nr 185, poz. 1439 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz.U. z 2009 r., nr 157, poz. 1240 z późn. zm.).

Summary

The study contains an analysis of the municipal bonds market development in Poland, against the general economic slowdown and troubles in public finances sector. Most attention is paid to the new debt security exchange Catalyst market functioning since 30 September 2009. An attempt was made to evaluate the three-year period of operation of the Catalyst market regarding its usefulness as a source of financing territorial self-government units. In conclusion it is argued that the Catalyst is a qualitative change on the Polish municipal bonds market and creates an opportunity for the self-government units to obtain cheaper funds for financing investments at the local and regional level.