

Czesław Bartłomiej Martysz

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
<https://orcid.org/0000-0003-2461-0121>

Rola obligacji komunalnych w finansowaniu jednostek samorządu terytorialnego. Część I: Rynek, regulacje, statystyki i uwarunkowania emisji

Streszczenie

Artykuł jest pierwszą częścią cyklu poświęconego roli obligacji komunalnych w finansowaniu jednostek samorządu terytorialnego (JST). Przedstawiono znaczenie obligacji komunalnych w zwrotnym finansowaniu JST w Polsce w porównaniu z kredytami bankowymi oraz w kontekście reformy regulacyjnej z 2018 r., obowiązującej od 1 lipca 2019 r., która wprowadziła obowiązkową dematerializację, rejestrację emisji w KDPW oraz Rejestr Zobowiązań Emitentów (RZE). Analiza danych z lat 2020–2024 wskazuje na wzrost wartości rynku, wydłużenie średniego tenoru oraz wzrost znaczenia rejestracji w KDPW/RZE, przy jednoczesnym utrzymaniu bankowego charakteru popytu i niskiej płynności wtórnej. Z perspektywy JST obligacje komunalne pozostają elastycznym substytutem kredytu bankowego dzięki możliwości kształtowania harmonogramu spłat i struktury zadłużenia. W części drugiej cyklu zaprezentowano wyniki badania ankietowego przeprowadzonego wśród skarbników JST.

Słowa kluczowe: obligacje komunalne, JST, finansowanie samorządów, KDPW, Rejestr Zobowiązań Emitentów, Catalyst

Kody klasyfikacji JEL: G10, G18, G23, H63, H74

1. Wprowadzenie

Obligacje komunalne (dalej: OK)¹ są jednym z kluczowych źródeł finansowania zwrotnego² polskich jednostek samorządu terytorialnego (JST). W literaturze przedmiotu obligacje komunalne pojawiały się pobieżnie „przy okazji” opisu długu JST – rzadziej jako samodzielny obszar badań, a jeszcze rzadziej z perspektywy samych samorządów.

Po 2017 r. otoczenie prawne emisji obligacji w Polsce istotnie się zmieniło – pojawiły się m.in. obowiązkowa dematerializacja w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW) oraz nowe wymogi informacyjne, co przełożyło się na koszty, formalizm i elastyczność emisji. Powstaje więc pytanie, jak samorządowcy oceniają dziś OK na tle kredytów bankowych, jakie widzą bariery rozwoju rynku OK i jakie warunki (ew. jakie zmiany obecnego *status quo*) uznałoby za zachęcające do dalszych emisji – zwłaszcza w kontekście emisji kierowanych do mieszkańców.

Artykuł otwiera cykl poświęcony roli obligacji komunalnych w finansowaniu JST. Przedstawia kluczowe cechy rynku, uwarunkowania emisji i bieżące statystyki, a także porządkuje praktyczne przewagi i ograniczenia tego instrumentu z perspektywy JST. Ma charakter analityczno-opisowy: łączy przegląd literatury i źródeł instytucjonalnych z analizą danych rynkowych oraz obserwacjami z praktyki emisyjnej. W części II cyklu wnioski zostaną skonfrontowane z wynikami ankiety skarbników JST.

Nadrzędnym celem cyklu artykułów jest upowszechnianie wiedzy o obligacjach komunalnych wśród polskich samorządowców, stąd świadomy wybór języka polskiego w publikacji i koncentracja na praktycznych wnioskach z badań. Cykl nawiązuje do wcześniejszych publikacji autora o nieskarbowych papierach dłużnych [Martysz, 2020, 2025], lecz koncentruje się na obligacjach komunalnych, omawia szerokie badania ankietowe i czerpie z doświadczeń zawodowych autora w zakresie obligacji komunalnych³.

Przyjęta procedura badawcza łączy analizę literatury i źródeł instytucjonalnych z analizą danych KDPW/RZE dla lat 2020–2024, co pozwala kompleksowo scharakteryzować współczesny rynek obligacji komunalnych w Polsce. Uzupełnieniem tej perspektywy jest badanie ankietowe skarbników JST, którego wyniki zostaną omówione w drugiej części cyklu.

2. Przegląd literatury poświęconej obligacjom komunalnym

Hadryjańska [2019] podkreśliła, że głównymi źródłami pozabudżetowego finansowania gmin wiejskich pozostają dotacje unijne oraz kredyty i pożyczki – korzysta z nich ok. 90% badanych jednostek, podczas gdy obligacje komunalne emituje mniej niż 30%. Obligacje

¹ Obligacje komunalne zwane są także obligacjami samorządowymi, municypalnymi lub obligacjami JST.

² Finansowanie zwrotne oznacza źródła finansowania podlegające spłacie, w szczególności kredyty, pożyczki i obligacje, w odróżnieniu od finansowania bezzwrotnego (np. dotacje i subwencje).

³ Autor w latach 2018–2024 pracował w biurze banku Pekao specjalizującym się w organizacji emisji obligacji.

przychodowe są wykorzystywane marginalnie z powodu braku wiedzy o tym instrumentcie i obaw przed nadmiernym zadłużeniem, co wpisuje się w ostrożność gmin wobec słabiej znanych form finansowania. Autorka wskazuje także na różnicowanie regionalne (częstsze emisje na północy niż w centrum i na wschodzie kraju) oraz na zbieżność wyników z postulatem Związku Gmin Wiejskich dotyczącym utworzenia Krajowego Funduszu Rozwoju Obszarów Wiejskich, w którym jednym z instrumentów mogłyby być obligacje przychodowe.

Frydrych [2020] zbadała funkcjonowanie rynku obligacji komunalnych w Polsce w latach 2012–2018, ze szczególnym uwzględnieniem rynku Catalyst. Mimo wzrostu zadłużenia JST, dług samorządów był w ok. 95% finansowany kredytami i pożyczkami, a udział papierów dłużnych spadł do 4,8% w 2018 r. OK stanowiły wówczas jedynie 11–15% rynku nieskarbowych papierów dłużnych, a ok. 89% papierów było w portfelach banków, co ograniczało rozwój rynku wtórnego – banki organizujące emisje gwarantowały objęcie tych papierów i nie były zainteresowane ich dalszą odsprzedażą, ponieważ czerpały korzyści z papierów o niewielkim ryzyku. Autorka wskazała też na złożone procedury emisji, brak wiedzy w JST oraz nowe wymogi regulacyjne, postulując edukację i wsparcie centralne.

Martysz [2020] omówił specyfikę polskiego rynku obligacji komunalnych jako segmentu obligacji nieskarbowych. Dla samorządów OK są elastycznym substytutem kredytu bankowego: emisja nie wymaga przetargu, a parametry serii (terminy, marża) pozwalają kształtować koszt finansowania. Jednocześnie OK pozostają niemal wyłącznie w portfelach banków, które traktują je jako bezpieczny składnik aktywów i rzadko nimi handlują⁴. Notowanie wybranych serii OK na Catalyst nie rozszerzyło rynku wtórnego i nie zwiększyło dostępności papierów. W praktyce jedynym celem dopuszczenia OK do publicznego obrotu było obniżenie kosztu płynności banków nabywających OK. Martysz w poprzednich publikacjach szczegółowo omówił zmiany prawne istotne dla rynku obligacji nieskarbowych, w tym skutki ustawy o wzmocnieniu nadzoru nad rynkiem finansowym oraz tzw. ustawy „warzywniakowej”, dlatego niniejszy artykuł ogranicza się jedynie do syntetycznego ujęcia tych regulacji w zakresie niezbędnym dla analizy rynku OK [Martysz, 2020; Martysz, 2025].

Wiśniewski [2021] badał znaczenie dłużnych papierów wartościowych w finansowaniu JST w Polsce. Zdaniem autora niemal połowa długu samorządowego to obligacje o łącznym nominale ok. 40 mld zł. Dominują emisje kierowane na rynek prywatny, podczas gdy na rynek publiczny trafia jedynie niewielka część obligacji, głównie dużych miast. Jednocześnie odsetek niewykonanych świadczeń z tytułu obligacji JST jest znikomy, co potwierdza wysoką wiarygodność samorządów. Autor wskazał też na niski poziom wykorzystania obligacji przychodowych i zielonych, mimo ich potencjalnych korzyści dla emitentów.

Ociepa-Kicińska i Gorzałczyńska-Koczkodaj [2023] przeanalizowały wykorzystanie obligacji komunalnych w finansowaniu długu JST w Polsce w latach 2008–2022. Mimo wzrostu zadłużenia samorządów, udział obligacji w długu JST malał, ponieważ preferowano prost-

⁴ Istotnym argumentem za sprzedażą obligacji komunalnych z portfela jest osiągnięcie zysku ze sprzedaży powyżej nominalu, ale kosztem przyszłych odsetek.

sze i łatwiej dostępne kredyty bankowe. Autorki podkreśliły także przewagi obligacji (niższe koszty, większa elastyczność, brak przetargu) i wskazały na potrzebę uproszczenia procedur i upowszechnienia wiedzy o tym instrumencie.

Antkiewicz i Wyrzykowska-Antkiewicz [2023] przeanalizowali emisje obligacji samorządowych Gdańska i Gdyni na tle pozostałych gmin w Polsce w latach 2000–2023. Wskazali, że Trójmiasto należy do największych emitentów klasycznych OK, wykorzystywanych głównie do finansowania transportu miejskiego i gospodarki wodnej. Analiza całego rynku obligacji ujawnia dynamiczny wzrost emisji po 2010 r., ale też niską płynność obligacji na rynku wtórnym i ostrożne, incydentalne korzystanie z obligacji, zwłaszcza przychodowych, co oznacza niewykorzystany potencjał tego instrumentu wśród JST.

Marszałek i Sekuła [2024] wskazali, że zielone obligacje komunalne są niszowe, ale o dużej skali jednostkowych emisji – przeciętna wartość to ok. 101,9 mln USD. Co ciekawe, globalnym liderem są tu miasta skandynawskie: wśród 15 największych emitentów zielonych obligacji samorządowych aż 10 pochodzi z Europy, z czego 8 ze Szwecji, a emisje w koronach szwedzkich odpowiadają za ok. 40% rynku. Na próbie 44 emisji badacze wykazali, że tzw. greenium (niższa rentowność zielonych papierów względem tradycyjnych) jest niewielkie, nieregularne i często nieobecne. Oznacza to, że inwestorzy nie zawsze „płacą” za zielony charakter długu.

Lipowicz [2025] badała wykorzystanie OK w finansowaniu inwestycji JST Metropolii GZM. Ankieta pokazała, że mimo dużego zainteresowania alternatywami wobec kredytów, obligacje – zwłaszcza zielone – są rzadko stosowane, a większość gmin opiera się na kredytach, pożyczkach i środkach Unii Europejskiej (UE). Włodarze wskazywali jednak kluczowe atuty obligacji komunalnych: niski koszt kapitału, możliwość zaangażowania lokalnej społeczności oraz niski poziom ryzyka, zbliżony do obligacji skarbowych. Oceny tej (zdaniem autora) nie należy jednak utożsamiać z istnieniem gwarancji Skarbu Państwa dla obligacji komunalnych – trafniejsze byłoby odwołanie się do szczególnego statusu prawnego JST, w tym braku ich zdolności upadłościowej. Autorka w swym artykule konkluduje, że obligacje komunalne mają duży, wciąż niewykorzystany potencjał.

Raport EIB Municipalities Survey 2024–2025 pokazał, że dług rynkowy, obejmujący m.in. emisje obligacji komunalnych, ma nadal marginalne znaczenie w finansowaniu inwestycji samorządów UE. Zewnętrzne źródła finansowania (kredyty, obligacje, inne instrumenty rynkowe) odpowiadają łącznie za ok. 15% nakładów inwestycyjnych, podczas gdy główną rolę odgrywają środki własne, transfery rządowe i dotacje UE. Finansowanie „rynkowe” rozważa jedynie ok. 1/3 gmin, przede wszystkim większe i zamożniejsze jednostki, co wskazuje na niewykorzystany potencjał obligacji komunalnych [EIB, 2025].

W literaturze przedmiotu trudno odnaleźć aktualne przekrojowe informacje o udziale obligacji w zadłużeniu samorządów. Najbardziej spójnym i aktualnym źródłem wydaje się baza SNG-WOFI (OECD/UCLG) z danymi⁵ na koniec 2020 r. Na jej podstawie można

⁵ Dane dotyczą całego sektora samorządowego (*subnational government*) – regiony + powiaty + gminy (w RFN: landy + gminy), a nie tylko gmin czy miast. Dane SNG-WOFI opierają się na metodologii rachunków narodowych i obejmują zobowiązania klasyfikowane jako dłużne papiery wartościowe w relacji do całkowitego zadłużenia

stwierdzić, że wśród europejskich krajów OECD (Organisation for Economic Cooperation and Development) [2022]:

- najwyższy udział obligacji w zadłużeniu JST notuje się w części państw federalnych i nordyckich, np. Niemcy (53%), Szwajcaria (30%), Norwegia (26%) i Szwecja (24%);
- średni udział obligacji w zadłużeniu JST notują duże gospodarki strefy euro, np. Francja (17%), Hiszpania (13%), Austria (13%), Włochy (6,5%);
- najniższy udział obligacji w zadłużeniu JST notują państwa Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie dominują kredyty bankowe, a obligacje pełnią rolę uzupełniającą, np. Czechy (6%), Polska (4%), Słowacja (0,3%) i Węgry (0,06%).

Dla porównania, na rozwiniętym rynku amerykańskim OK także pozostają segmentem, którego atrakcyjność inwestycyjna zależy nie tylko od sytuacji emitentów, ale także od płynności rynku i jakości informacji dostępnych dla inwestorów. Według analiz LSEG rynek amerykańskich OK odnotował w 2024 r. wyraźne ożywienie, wspierane jednocześnie przez wzrost nowej podaży, dodatnie napływy kapitału oraz poprawę fundamentów. Nawet na rynku dużo bardziej rozwiniętym od polskiego zainteresowanie OK wymaga odpowiedniej skali emisji, aktywności inwestorów oraz dostępu do wiarygodnych danych i wycen. Z perspektywy polskiego rynku może to stanowić argument za tym, że rozwój segmentu OK – zwłaszcza kierowanych do szerszego grona inwestorów – zależy nie tylko od samych emitentów, lecz także od infrastruktury informacyjnej i warunków obrotu wtórnego [Neilson, 2025].

Podsumowując, dotychczasowe publikacje naukowe poświęcone obligacjom komunalnym koncentrują się najczęściej na wybranych okresach historycznych, pojedynczych kategoriach obligacji JST, aspektach prawnych emisji lub ogólnych danych dotyczących zadłużenia samorządowego. W literaturze można zatem dostrzec lukę badawczą, w którą wpisuje się niniejszy cykl artykułów, łączący trzy perspektywy: 1) zmiany regulacyjne po 2019 r., 2) aktualne dane rynkowe dotyczące emisji i struktury rynku w latach 2020–2024 oraz 3) ocenę obligacji JST z perspektywy praktyków, czyli skarbników JST.

3. Metodyka i dane

Artykuł ma charakter analityczno-opisowy. W części jakościowej wykorzystano przegląd literatury oraz dokumentów instytucjonalnych dotyczących rynku obligacji komunalnych i jego otoczenia regulacyjnego. W części ilościowej przeprowadzono analizę danych z Rejestru Zobowiązań Emitentów (RZE) prowadzonego przez KDPW, obejmującą: 1) stan niezapadłych obligacji JST (*outstanding*) w dwóch punktach czasowych (30.04.2020 oraz 31.12.2024) oraz 2) emisje obligacji JST w okresie 2020–2024. Przez *outstanding* rozumie się łączny nominal niezapadłych serii. Przez tenor rozumie się czas od daty emisji do daty zapadalności (dla obligacji amortyzowanych: do terminu ostatniej spłaty kapitału). Dane zagregowano według

sektora samorządowego, dlatego nie są bezpośrednio porównywalne z krajowymi danymi o udziale wszystkich obligacji JST w zadłużeniu.

emitentów, organizatorów emisji oraz miesiąca emisji; obliczono m.in. średnie wartości serii i miary koncentracji. Analiza uwzględnia ograniczenie metodologiczne polegające na możliwym przesunięciu dnia rejestracji papieru w KDPW o dwa dni robocze w stosunku do faktycznego dnia emisji⁶.

4. Kluczowe statystyki polskiego rynku obligacji komunalnych

Polskie prawo nie przyznaje jednostkom samorządu terytorialnego zdolności upadłościowej. Choć nie oznacza to zupełnego braku ryzyka niewypłacalności, to w praktyce rynkowej obligacje komunalne traktuje się jak instrumenty o ryzyku zbliżonym do obligacji skarbowych. Warto jednak wskazać różnice w skali i znaczeniu obu instrumentów. Obligacje skarbowe są nie tylko kluczowym źródłem finansowania Skarbu Państwa (84,8%) [Ministerstwo Finansów, 2025a], lecz także najważniejszym instrumentem polskiego rynku dłużnych papierów wartościowych, stanowiąc aż 73% wartości nominalnej wszystkich papierów w KDPW na koniec 2024 r. Z kolei OK – lokalny odpowiednik obligacji skarbowych – na koniec 2024 r. stanowiły jedynie ok. 39,3% zadłużenia sektora JST [Ministerstwo Finansów, 2025b]⁷ i zaledwie 1,4% wszystkich papierów nieskarbowych w KDPW [Martysz, 2025].

Od 1 lipca 2019 r. wszystkie nowe emisje obligacji w Polsce muszą być zarejestrowane w KDPW. Wcześniej obligacje rejestrowano na ogół w niepublicznych depozytach poszczególnych organizatorów emisji (banków i domów maklerskich), a sporadycznie zdarzały się także obligacje materialne (w formie papierowej). Przed 1 lipca 2019 r. w przypadku obligacji nieskarbowych w KDPW zasadniczo rejestrowano tylko papiery przeznaczone do obrotu giełdowego na platformie obligacji Catalyst. Reforma rynku obligacji po tzw. aferze GetBack wprowadziła również obowiązek raportowania do KDPW informacji o obligacjach zapisanych w depozytach prowadzonych poza KDPW⁸. W tym celu stworzono centralny Rejestr Zobowiązań Emitentów [RZE, 2025], który od kwietnia 2020 r. ukazuje pełen obraz rynku obligacji w Polsce⁹. RZE istotnie poprawił przejrzystość rynku obligacji, dając publiczny dostęp do podstawowych informacji o wszystkich papierach dłużnych w Polsce.

Tabela 1 ukazuje obraz rynku obligacji komunalnych tuż po uruchomieniu RZE w kwietniu 2020 r. oraz na koniec 2024 r. W ciągu tych niespełna 5 lat łączny nominal niezapadłych obligacji JST (*outstanding*) wzrósł z 25 mld zł do ponad 42 mld zł (+68,7%) na koniec 2024 r., a liczba emitentów wzrosła o 140. Średni tenor obligacji (czas od emisji do wykupu) wzrósł o ponad rok z niecałych 9 lat do niecałych 10 lat (8,8 vs. 9,8). Liczba serii obligacji JST jed-

⁶ W związku z rejestracją przez agenta emisji zgodnie z art. 7a ust. 8b [Dz.U. 2024 poz. 722, ze zm.].

⁷ Dług JST poza Skarbem Państwa po konsolidacji na koniec 2024 r. wyniósł 107,4 mld zł, natomiast *outstanding* obligacji JST to 42,2 mld zł (tabela 1), co daje udział 39,3% OK w zadłużeniu JST.

⁸ Szczegóły reformy oraz ewolucję systemu rejestracji obligacji opisano szczegółowo w pierwszej publikacji autora poświęconej obligacjom [Martysz, 2020].

⁹ Pełen obraz obejmuje obligacje zarejestrowane w KDPW oraz poza KDPW w formie zdematerializowanej (w rejestrach banków lub firm inwestycyjnych) lub materialnej (papierowej).

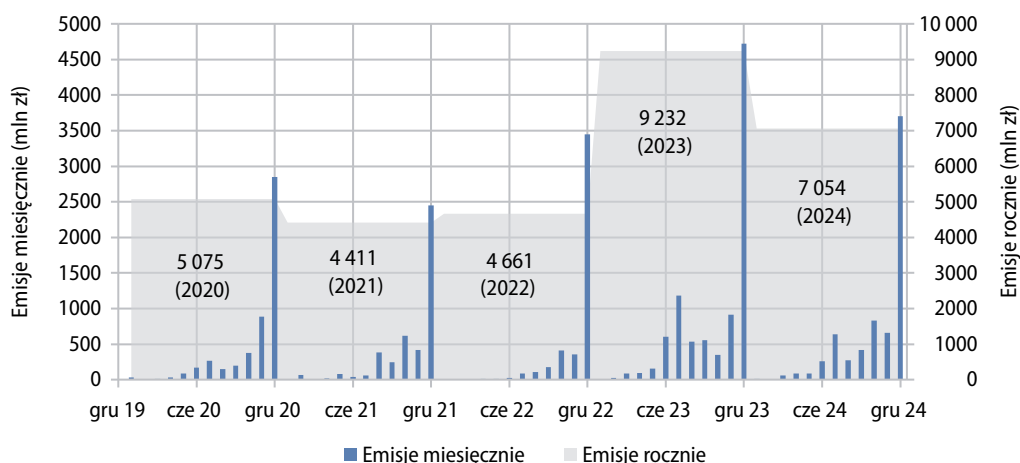
nak spadła, podnosząc średnią wartość serii z 1,42 mln zł do 2,50 mln zł – to zjawisko należy wiązać z efektem wspomnianej reformy rynku obligacji. Jako że emisja i obsługa każdej serii obligacji generuje dodatkowe koszty KDPW, samorządy zaczęły zmniejszać liczbę serii, częściej emitując obligacje o dłuższych zapadalnościach i wyższych nominałach, ale niektóre serie z rozłożoną w czasie spłatą kapitału (są to tzw. obligacje amortyzowane)¹⁰.

Tabela 1. Obligacje JST na dzień 30.04.2020 oraz 31.12.2024 (*outstanding*)

Data	Rejestracja poza KDPW (mln zł)	Rejestracja w KDPW (mln zł)	Razem (mln zł)	Liczba emitentów (JST)	Liczba serii	Średnia wartość serii (mln zł)	Średni tenor (lata)
30.04.2020	20 231,5	4806,2	25 037,7	938	17 627	1,42	8,80
31.12.2024	10 042,0	32 207,8	42 249,811	1078	16 867	2,50	9,84
Różnica	-10 189,5	+27 401,6	+17 212,1	+140,0	-760,0	+1,1	+1,04

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KDPW [RZE, 2025]¹².

Rysunek 1. Emisje obligacji komunalnych w latach 2020–2024 (miesięcznie i rocznie)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KDPW [RZE, 2025].

Następnie przeanalizowano emisje obligacji komunalnych w latach 2020–2024¹³. W tym czasie 767 samorządów wyemitowało 8026 serii obligacji o łącznym nominale 30 433 mln zł (rysunek 1), z maksimum w 2023 r. (9232 mln zł). Przeciętna wartość serii wyniosła 3,8 mln zł.

¹⁰ W praktyce samorządy dzieliły potrzebne finansowanie na kilka serii zapadających kolejno rok po roku, tak aby dokładnie dopasować wartość danej serii do potrzeb finansowych w danym roku zgodnie z WPF. JST mogły też emitować kilka serii w ciągu roku, zależnie od bieżącego zapotrzebowania. Od 1 lipca 2019 r. emisja każdej serii generuje dodatkowe koszty (m.in. KDPW – min. 1 tys. zł za serię – oraz koszty emisji i obsługi płatności odsetek przez agenta emisji i agenta płatniczego). W efekcie praktyka rynkowa ewoluuje w kierunku łączenia serii w większe, ale z wykupem rozłożonym w czasie (amortyzowane).

¹¹ Według NBP outstanding obligacji JST (OK) na koniec 2024 r. wyniósł 41,9 mld zł [NBP, 2025].

¹² Za pomoc w przygotowaniu tabeli dziękuję dr. Pawłowi Węgrzynowi z SGH.

¹³ Rok 2020 był pierwszym pełnym rokiem, w którym wszystkie emisje obligacji zarejestrowano w KDPW.

Emisje są silnie sezonowe: w każdym roku ponad połowa wartości nominalnej przypadała na grudzień (51–74% rocznie; 56% w całym okresie). Kumulacja w IV kwartale wynika z domykania wykonania budżetu (realny deficyt i potrzeby finansowania są znane dopiero pod koniec roku) oraz z rocznych limitów w uchwałach emisyjnych – grudzień to ostatni moment, by je wykorzystać bez wcześniejszego zadłużania się „na zapas”.

Tabela 2 prezentuje dziesięciu największych emitentów obligacji komunalnych w latach 2020–2024. Wyemitowali oni łącznie 177 serii o nominale 10,4 mld zł (średnio 58,8 mln zł na serię), co stanowi ok. 34% łącznej wartości emisji wszystkich samorządów. Dla pozostałych 757 JST średnia wartość serii wyniosła zaledwie ok. 2,6 mln zł, co potwierdza silną koncentrację rynku po stronie największych emitentów.

Tabela 2. Najwięksi emitenci obligacji komunalnych w latach 2020–2024

	Emitent	Nominał (mln zł)	Liczba serii	Średnia wartość serii (mln zł)
1	Łódź	3057	37	82,6
2	Kraków	2568	11	233,5
3	Lublin	1160	14	82,9
4	Poznań	970	19	51,1
5	Radom	534	13	41,1
6	Katowice	460	11	41,8
7	Rzeszów	456	28	16,3
8	Warszawa	400	2	200,0
9	Województwo mazowieckie	400	4	100,0
10	Zabrze	398	38	10,5
	Suma 1–10	10 402	177	58,8
	Pozostałe JST (11–767)	20 031	7 849	2,6
	Razem	30 433	8 026	3,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KDPW [RZE, 2025].

W tabeli 3 przedstawiono największych organizatorów emisji obligacji JST w latach 2020–2024 – byli to PKO BP (11,4 mld zł), Bank Gospodarstwa Krajowego (5,8 mld zł) oraz Bank Pekao (5,4 mld zł). Łącznie te trzy banki zorganizowały ok. 74% nominału i ok. 60% liczby wszystkich serii. Domeną emisji organizowanych przez domy maklerskie były dużo niższe średnie wartości serii obligacji, odpowiadające mniejszym samorządom.

Ciekawym uzupełnieniem powyższych statystyk jest artykuł Ptak-Iglewskiej opublikowany 12 października 2024 r. w dzienniku giełdowym „Parkiet”. Wskazano w nim, że wzrost emisji OK w ostatnich latach był związany przede wszystkim z nasileniem inwestycji w końcowej fazie cyklu samorządowego, osłabieniem dochodów własnych JST po zmianach podatkowych związanych z tzw. Polskim Ładem oraz kumulacją projektów współfinansowanych ze środków unijnych. Po rekordowym 2023 r., w którym wartość emisji obligacji komunalnych przekroczyła 9 mld zł, w materiale cytowano także szacunki sugerujące możliwość osiągnię-

cia nawet 10 mld zł emisji w 2024 r.¹⁴. Zwrócono również uwagę, że mimo atrakcyjności OK jako źródła finansowania samorządów, pozostają one w praktyce dostępne głównie dla inwestorów instytucjonalnych, podczas gdy udział inwestorów detalicznych jest marginalny. Zdaniem Gemry, OK mogłyby stanowić interesującą alternatywę dla detalicznych obligacji skarbowych (podobne ryzyko kredytowe), natomiast podstawową barierą ich szerszej dystrybucji są wyższe koszty emisji kierowanej właśnie do inwestorów indywidualnych¹⁵ [Ptak-Iglewska, 2024]. Przyczyny niedostępności OK dla inwestorów detalicznych opisano także w dalszej części niniejszego artykułu naukowego.

Tabela 3. Organizatorzy emisji obligacji komunalnych w latach 2020–2024

	Organizator	Nominał (mln zł)	Liczba serii	Średnia wartość serii (mln zł)
1	PKO BP	11 416	2917	3,9
2	Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK)	5781	1425	4,1
3	Bank Pekao	5358	461	11,6
4	Dom Maklerski Banku BPS	2431	1387	1,8
5	NWAI Dom Maklerski	1923	558	3,4
6	SGB-Bank	990	432	2,3
7	ING Bank Śląski	814	60	13,6
8	Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska	721	409	1,8
9	Dom Maklerski BDM	424	193	2,2
10	Santander Bank Polska	229	28	8,2
11	IPOPEMA Securities	201	38	5,3
12	Michael/Ström Dom Maklerski	137	114	1,2
13	Bank Millennium	7	4	1,6
	Suma	30 433	8 026	3,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KDPW [RZE, 2025].

5. Obligacje komunalne – notowanie giełdowe Catalyst a rodzaje inwestorów

Publiczne notowanie obligacji komunalnych teoretycznie powiększa bazę inwestorów, ułatwia obrót wtórny papierami i wzmacnia transparentność samorządu – co w konsekwencji może prowadzić do obniżenia oprocentowania. W praktyce polskiego rynku kluczowe

¹⁴ Ostatecznie było to jedynie trochę ponad 7 mld zł (rysunek 1).

¹⁵ Zdaniem Gemry rozwiązaniem ograniczonej dostępności obligacji komunalnych dla inwestorów indywidualnych mogłyby być państwowe dopłaty do ich dystrybucji detalicznej albo ustawowy wymóg kierowania minimalnej części emisji do inwestorów indywidualnych [Ptak-Iglewska, 2024]. W ocenie autora pierwsze z tych rozwiązań mogłoby realnie wspierać rozwój emisji kierowanych do detalu, ponieważ koszty emisji są dla JST kluczowym kryterium wyboru struktury finansowania. Z kolei ustawowy obowiązek kierowania części emisji do inwestorów indywidualnych należałoby ocenić negatywnie, gdyż ograniczałby to elastyczność kształtowania warunków emisji, stanowiącą jedną z głównych przewag obligacji komunalnych nad kredytem bankowym.

znaczenie ma jednak głównie sam fakt notowania, który – przy spełnieniu określonych warunków regulacyjnych – pozwala obniżyć koszty płynności banków obligatariuszy, a tym samym oczekiwane przez nich marże¹⁶.

Obligacje komunalne generują nieco wyższe ryzyko kredytowe od skarbowych. W standardowym podejściu CRR [Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych], ekspozycje wobec samorządów regionalnych (władz lokalnych) mają zasadniczo wagę ryzyka 20%¹⁷, podczas gdy ekspozycje wobec rządu centralnego – 0%. OK mają też nieco wyższą rentowność od długu skarbowego, ale generują podatek bankowy¹⁸, którego podstawę opodatkowania obniża się m.in. o wartość obligacji skarbowych [Martysz, Bartlewski, 2018]. Mimo to obligacje komunalne pozostają dla banków atrakcyjnym aktywem, stąd większość OK tuż po emisji trafia do portfeli kredytowych¹⁹ banków i zostaje tam zwykle aż do wykupu.

Ewentualna sprzedaż OK z portfela banku uwarunkowana jest głównie chęcią wygenerowania dodatkowych przychodów (przy sprzedaży po cenie powyżej nominału) lub uwolnienia (optymalizacji) aktywów, zwłaszcza w związku z podatkiem bankowym. Konstrukcja tego podatku sprawia, że względnie uprzywilejowaną pozycję w konkursach JST mają małe banki spółdzielcze (dotychczas reprezentowane przez będący w likwidacji Dom Maklerski BPS) oraz BGK²⁰. Od lutego 2016 r., kiedy wprowadzono podatek bankowy, OK stały się dla dużych banków mniej atrakcyjne w bilansach, co zwiększyło skłonność banków do sprzedaży OK z własnej książki do instytucji finansowych tuż po emisji.

Na koniec 2024 r. na rynku regulowanym GPW Catalyst notowanych było 337 serii obligacji 47 samorządów o łącznym nominale 6,825 mld zł, tj. ok. 16,2% nominału wszystkich OK. Wśród największych emitentów znalazły się miasta takie jak Kraków (2,4 mld zł), Łódź (764 mln zł), Warszawa (400 mln zł), Siedlce (312 mln zł) i Wałbrzych (306 mln zł). Średni nominal notowanych serii OK wyniósł ok. 20,2 mln zł, a średni kupon ok. 6,92%. Średnia

¹⁶ Obligacje komunalne o wartości nominalnej przekraczającej 10 mln zł mogą być uznane przez NBP jako zabezpieczenie w transakcjach typu repo, co pozwala bankom obligatariuszom na obniżenie kosztu płynności związanego z posiadaniem tych obligacji. Jeżeli spada koszt płynności, to bank (jako organizator emisji) może zaproponować samorządom niższą marżę dla poszczególnych serii obligacji, zastrzegając jednocześnie ich obowiązkowe wprowadzenie do obrotu giełdowego.

¹⁷ Chodzi o wartość aktywów ważonych ryzykiem (RWA, *risk weighted assets*), używaną do obliczania współczynnika wypłacalności Banku zgodnie z Rozporządzeniem CRR (Rozporządzenie 575/2013).

¹⁸ Jest to podatek dla banków, SKOK-ów i części innych instytucji finansowych, naliczany od wartości aktywów przekraczających określone progi. Podstawowa stawka wynosi 0,0366% miesięcznie – tj. 0,44% rocznie i efektywnie 0,54%, gdyż podatek nie stanowi kosztów uzyskania przychodu [Martysz, Bartlewski, 2018, s. 101–133].

¹⁹ Zgodnie ze standardem IFRS9 portfelami kredytowymi nazywa się portfele „*hold to collect*” (HTC), w których papiery są zasadniczo trzymane aż do zapadalności; wycena takich portfeli dokonywana jest za pomocą efektywnej stopy procentowej przy stałej wartości nominalnej co oznacza, że w wycenie takiego instrumentu pomija się wpływ zmiennej ceny giełdowej [zob. Grant Thornton, 2015].

²⁰ W przypadku banków spółdzielczych wynika to z sumy bilansowej niższej niż 4 mld PLN, natomiast podatek w ogóle nie dotyczy BGK. Ponadto, w przeciwieństwie do banków komercyjnych, BGK nie musi również ponosić kosztów wynikających z ustawy z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji [Dz.U. 2024 poz. 487].

wartość wskaźnika WIBOR 6M (Warsaw Interbank Offered Rate) w drugim półroczu 2024 r. wyniosła 5,84%, zatem średnia marża notowanych OK wyniosła w przybliżeniu 1,08%.

Obroty papierami komunalnymi na Catalyst w 2024 r. były ekstremalnie małe i wyniosły niecałe 2 mln zł, tj. zaledwie 0,029% nominału. Dla porównania, dla obligacji skarbowych było to już 0,25% nominału zaś dla obligacji korporacyjnych ok. 3% nominału [GPW, 2025]. Skrajnie niska płynność publicznego rynku wtórnego wspiera tezę, że założona w 2009 r. platforma obligacji Catalyst nie przyczyniła się do rozwoju obligacji komunalnych. W praktyce do obrotu OK dochodzi poza giełdą (na rynku OTC, *over-the-counter* (rynek pozagiełdowy)) pomiędzy instytucjami finansowymi. OK są zatem trudno dostępne dla inwestorów indywidualnych, którzy ekspozycję na dług komunalny mogą uzyskać pośrednio poprzez wyspecjalizowane fundusze inwestycyjne²¹.

Zwiększenie dostępności OK dla inwestorów indywidualnych najłatwiej osiągnąć przez oferowanie ich tej grupie już na rynku pierwotnym. Taki model oznacza jednak dłuższy okres subskrypcji²², większy nakład pracy organizacyjnej oraz wyższe koszty emisji niż w klasycznych emisjach do instytucji finansowych. Aby popyt detaliczny na OK był realny, inwestorzy musieliby zobaczyć wyraźną premię względem detalicznych obligacji skarbowych – wyższą marżę i przewidywalną płynność. Detaliczne obligacje skarbowe są bowiem pozbawione ryzyka rynkowego²³ i płynności, bo można je spieniężyć w ciągu kilku dni po znanej z góry cenie. Aby zapewnić płynny rynek wtórny, nominal pojedynczej serii OK powinien wynosić przynajmniej 25 mln zł²⁴ i każda seria powinna być objęta animacją (a to dodatkowe koszty). Przy obecnym rozdrobnieniu serii (średni nominal ok. 2,5 mln zł) oraz potrzebie dopasowania emisji do potrzeb finansowania JST wynikających z wieloletniej prognozy finansowej (WPF), tak duże emisje byłyby realne tylko dla większych samorządów.

Jednocześnie wejście inwestorów indywidualnych do grona obligatariuszy oznaczałoby dla JST istotnie mniejszą swobodę późniejszej zmiany warunków emisji obligacji (WEO)²⁵, zwłaszcza postanowień kwalifikowanych, takich jak termin wykupu, ze względu na wymogi dotyczące trybu i większości głosów na zgromadzeniu obligatariuszy. W praktyce wielu skarbników nadal traktuje obligacje jak kredyt, zakładając, że papiery pozostają u organizatora emisji, z którym negocjuje się znacznie łatwiej niż z rozproszoną grupą inwestorów.

Znaczenie samego notowania OK na Catalyst wyraźnie odbiega od roli, jaką rynek publiczny zasadniczo odgrywa dla emitentów korporacyjnych. Dla spółek niepublicznych emisja obligacji kierowanych do szerszego rynku bywa elementem zwiększania przejrzystości, budowy rozpoznawalności oraz stopniowego „otwierania się” na rynek kapitałowy. W odniesieniu do JST mechanizm ten działa znacznie słabiej, ponieważ samorządy już z natury podlegają

²¹ W grudniu 2025 r. były to dwa fundusze zarządzane przez PKO TFI i jeden przez Pekao TFI.

²² Subskrypcje obligacji kierowanych do szerokiego grona inwestorów indywidualnych trwają zwykle ok. dwóch tygodni, natomiast „klasyczne” emisje OK do banków można przeprowadzić nawet z dnia na dzień.

²³ Detaliczne obligacje skarbowe nie są notowane na giełdzie – ich cena nie podlega wahaniom.

²⁴ Im większy nominal, tym więcej inwestorów i potencjalnie większy rynek wtórny.

²⁵ Warunki emisji obligacji (WEO) to dokument określający świadczenia z tytułu obligacji oraz prawa i obowiązki emitenta i obligatariuszy.

daleko idącym obowiązkom informacyjnym wynikającym z przepisów o jawności finansów publicznych i dostępie do informacji publicznej, a ich podstawowe dokumenty finansowe, uchwały i sprawozdania są publikowane w Biuletynie Informacji Publicznej (BIP). Oznacza to, że samo notowanie obligacji komunalnych nie prowadzi do jakościowo istotnego wzrostu transparentności emitenta. W przypadku JST notowanie obligacji na Catalyst nie jest przełomowe ani dla zwiększenia transparentności emitenta ani dostępności jego obligacji, lecz ma znaczenie techniczno-regulacyjne dla inwestorów instytucjonalnych oraz wtórne znaczenie wizerunkowe dla samego samorządu²⁶. Z tej perspektywy notowanie nie jest podstawowym sposobem „otwierania” rynku OK na detal, lecz raczej elementem infrastruktury obrotu i regulacyjnej użyteczności papierów dla inwestorów instytucjonalnych.

Sama publiczna emisja OK nie wymaga prospektu emisyjnego, bez względu na adresatów tej emisji²⁷, a publiczne notowanie tylko nieznacznie rozszerza zakres informacji ujawnianych ponad to, co JST publikuje już w BIP. Poza publikacją WEO na stronie giełdy²⁸ samorządy powinny także zamieszczać raporty bieżące w ESPI²⁹. Obligacje komunalne mogą być co do zasady notowane zarówno w alternatywnym systemie obrotu (ASO), jak i na rynku regulowanym, jednak w praktyce trafiają na rynek regulowany, co należy wiązać przede wszystkim z oczekiwaniami inwestorów instytucjonalnych oraz organizatorów emisji. Ma to także znaczenie prawne, ponieważ w przypadku JST przekraczających próg 150 tys. mieszkańców dopuszczenie papierów do obrotu na rynku regulowanym współwystępuje z obowiązkiem badania ustawowego rocznego sprawozdania finansowego, a tym samym z wejściem w reżim właściwy dla jednostek zainteresowania publicznego (JZP), obejmującym również komitet audytu³⁰. Dzięki wyjątkom ustawowym obowiązek ten rodzi jednak przede wszystkim koszty organizacyjne (czas pracy samorządowców), a nie istotne koszty finansowe, dlatego nie stanowi zasadniczej bariery w dopuszczaniu OK do publicznego obrotu. Ogółem można stwierdzić, że reżim publicznego notowania obligacji dopuszcza wiele wyjątków i uproszczeń³¹ dla obligacji komunalnych.

²⁶ Żartobliwie można to ująć tak, że z perspektywy inwestora indywidualnego publiczne notowanie obligacji komunalnych przypomina trochę otwarcie kolejnego sklepu Pewex w PRL, gdzie za szybą widać atrakcyjne produkty, ale możliwe do kupienia tylko za drogie dewizy.

²⁷ Zgodnie z wyjątkiem prospektowym – art. 1 ust 2 lit. b [Rozporządzenie 2017/1129].

²⁸ Dokumenty JST – dostępne na stronie <https://gpwcatalyst.pl/emitenci-obligacji-dokumenty-miasta> (dostęp: 31.12.2025).

²⁹ ESPI to Elektroniczny System Przekazywania Informacji stworzony przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF). Obowiązek publikacji raportów bieżących wynika z art. 56 ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie publicznej [Dz.U. 2025 poz. 592]. W praktyce są to m.in. raporty o uchwaleniu budżetu, terminach raportowania czy o powołaniu wójta/burmistrza/prezydenta lub przewodniczącego rady JST.

³⁰ Obowiązek utworzenia komitetu audytu dotyczy tzw. jednostek zainteresowania publicznego (JZP) – zgodnie z art. 128 w zw. z art. 2 pkt 9 ustawy z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym [Dz.U. 2024 poz. 1035]. JST staje się JZP, gdy ma obligacje notowane **na rynku regulowanym** oraz jej sprawozdania finansowe podlegają obowiązkowemu badaniu – a to, zgodnie z art. 268 ustawy o finansach publicznych [Dz.U. 2025 poz. 1483], dotyczy właśnie samorządów powyżej 150 tys. mieszkańców.

³¹ Jednostki samorządu terytorialnego m.in. nie muszą (tak jak inni emitenci obligacji nieskarbowych) publikować prognoz zadłużenia, ponieważ samorządy *de facto* już wypełniają ten obowiązek, publikując wieloletnią prognozę finansową (WPF).

6. Obligacje komunalne z perspektywy jednostek samorządu terytorialnego

Dla samorządów obligacje komunalne są atrakcyjnym substytutem kredytu bankowego. Dzieje się tak, pomimo faktu, że głównymi nabywcami tych obligacji również są banki. Wynika to z kilku powodów. **Po pierwsze**, obligacje są zbywalne, co ułatwia ich potencjalny obrót, podczas gdy cesja wierzytelności kredytowej jest bardziej sformalizowana i wymaga co najmniej zawiadomienia dłużnika.

Po drugie, bank udziela kredytów w reżimie prawa bankowego i w oparciu o rozbudowane wewnętrzne procedury, co zwykle przekłada się na konieczność ustanawiania zabezpieczeń oraz rozbudowane kowenanty, ograniczające elastyczność JST. Z kolei OK są zwykle niezabezpieczone i opierają się na wiarygodności kredytowej samorządu, dzięki czemu nie obciążają jego konkretnych aktywów ani strumieni dochodów.

Po trzecie, warunki emisji obligacji (w tym tradycyjna „balonowa” spłata kapitału) mogą być w dużej mierze „szyte na miarę” potrzeb danego JST i jego wieloletniej prognozy finansowej (WPF), podczas gdy konstrukcja kredytów jest silniej zdeterminowana standardowymi produktami i sztywnymi procedurami kredytowymi banków³². Z punktu widzenia ograniczeń wynikających z indywidualnego wskaźnika zadłużenia (IWZ) obligacje komunalne mogą ponadto dawać istotną przewagę konstrukcyjną nad kredytem bankowym. Ograniczenie z art. 243 ustawy o finansach publicznych (UoFP) dotyczy rocznej kwoty spłat zobowiązań wraz z kosztami ich obsługi, a nie samego nominalnego poziomu długu [Dz.U. 2025 poz. 1483]. W przypadku klasycznego kredytu do relacji tej wchodziły kolejne raty kapitałowe oraz odsetki³³, natomiast przy typowych emisjach OK – zwłaszcza z wykupem balonowym – w latach poprzedzających termin zapadalności JST ponosi co do zasady głównie koszty odsetkowe. Pozwala to lepiej dopasować harmonogram spłat do WPF i zdolności operacyjnej samorządu, co w praktyce może ułatwiać finansowanie inwestycji przy zachowaniu relacji z art. 243 UoFP.

³² Kredytów mogą udzielać wyłącznie banki, a sama umowa kredytu jest w Prawie bankowym ujęta jako silnie sformalizowany stosunek obligacyjny: wymaga formy pisemnej, musi określać m.in. cel kredytu, zasady i terminy spłaty, sposób zabezpieczenia, zakres kontroli banku nad wykorzystaniem środków oraz warunki zmiany i rozwiązania umowy. Bank uzależnia ponadto przyznanie kredytu od oceny zdolności kredytowej, a w celu zabezpieczenia wierzytelności wynikających z czynności bankowych może żądać odpowiednich zabezpieczeń; przy braku zdolności kredytowej udzielenie kredytu jest co do zasady możliwe tylko przy ustanowieniu szczególnego zabezpieczenia i przedstawieniu programu naprawczego. Finansowanie JST poprzez obligacje ma natomiast inną konstrukcję prawną: nie jest umową kredytu w rozumieniu Prawa bankowego, lecz emisją papierów wartościowych, w której prawa i obowiązki emitenta oraz obligatariuszy określają przede wszystkim warunki emisji. Ustawa o obligacjach dopuszcza przy tym emisje niezabezpieczone, ponieważ zabezpieczenie ma charakter fakultatywny, chyba że emitent sam je przewidzi w warunkach emisji. Z perspektywy JST oznacza to, że pozyskanie finansowania w formule obligacyjnej jest zwykle mniej „sztywne” niż klasyczny kredyt bankowy i pozwala szerzej kształtować parametry długu niż w reżimie standardowych procedur kredytowych. Zob. szerzej: ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe [Dz.U. 2025 poz. 38] oraz ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach [Dz.U. 2025 poz. 1667].

³³ Wynika to głównie z tego, że kredyt jest instrumentem amortyzowanym, w którym kapitał spłacany jest okresowo w trakcie trwania umowy, podczas gdy klasyczne obligacje komunalne przewidują zazwyczaj balonowy wykup kapitału w terminie zapadalności.

Nie jest to zatem obejście ustawowego limitu, lecz wykorzystanie większej elastyczności, jaką obligacje dają w kształtowaniu profilu spłaty zadłużenia [Ptak-Iglewska, 2024].

Po czwarte, wedle Prawa zamówień publicznych (PZP) emisja OK nie wymaga sformalizowanego przetargu³⁴. Ponadto każdej serii obligacji, różniących się od siebie nie tylko wartością nominalną, ale także dniem emisji i wykupu, można przypisać różną marżę, obniżając w ten sposób średni koszt finansowania mierzony wewnętrzną stopą zwrotu (IRR)³⁵. W rezultacie, nawet jeśli po stronie finansującej występuje ten sam bank, to właśnie obligacje komunalne dają JST szersze możliwości kształtowania profilu zadłużenia niż tradycyjne kredyty.

Warto zwrócić uwagę na jedną z potencjalnych słabości obligacji komunalnych względem kredytu bankowego, jaką jest **ograniczona możliwość przedterminowej spłaty obligacji**. Słabość tę wskazywała również część skarbników JST w badaniu ankietowym (opisanym w kolejnym artykule autora w ramach tego samego cyklu). Z praktyki samorządowej wynika bowiem, że JST często – wprost lub dorozumianie – oczekują możliwości wcześniejszego wykupu (spłaty) obligacji, co znajduje odzwierciedlenie w treści zapytań ofertowych i konkursów na organizację emisji. Aby było to możliwe w sensie prawnym i ekonomicznym, w WEO należałoby przewidzieć opcję przedterminowego wykupu (tzw. opcję *call*). Drugą metodą wcześniejszej spłaty obligacji jest ich nabycie przez emitenta od inwestora w celu ich umorzenia³⁶, przy czym zasadnicze znaczenie ma wówczas cena takiego odkupu, ponieważ samorząd zwykle oczekiwałby możliwości nabycia obligacji po wartości nominalnej. Trzecią, bardziej skomplikowaną metodą wcześniejszego zakończenia finansowania jest zmiana terminu wykupu poprzez zmianę WEO. W praktyce w sytuacji, gdy jedynym obligatariuszem OK pozostaje bank, brak klauzuli *call* nie musi mieć istotnego znaczenia dla samorządu, ponieważ WEO można łatwo zmienić za zgodą jedynego inwestora, choć prostsze operacyjnie wydaje się ich odkupienie OK od organizatora (banku) – w formie klasycznej transakcji rynkowej – w celu ich umorzenia.

Inaczej przedstawia się sytuacja wtedy, gdy obligacje zostały sprzedane do inwestorów instytucjonalnych. W takim przypadku zmiana WEO jest bardziej skomplikowana³⁷, zaś wprowadzenie opcji *call* co do zasady obniża atrakcyjność papieru z perspektywy inwestora (im szybsza możliwa spłata, tym gorzej dla inwestorów). Wcześniejszy wykup obligacji po nominale (bez

³⁴ Art. 11 ust. 1 pkt 7 PZP. Jednostki samorządu terytorialnego organizują konkursy na organizację emisji i nabycie obligacji, ale warunki tych konkursów mogą kształtować dowolnie. JST są tu wspierane przez wyspecjalizowane firmy doradcze.

³⁵ Dla amortyzowanego kredytu stworzenie „szarpanej”, rosnącej marży jest trudne. Jednak z praktyki rynkowej autora wynika, że organizatorzy emisji żądają jednej uśrednionej marży dla wszystkich serii (o różnych datach zapadalności) w ramach jednego konkursu, co z jednej strony jest łatwiejsze technicznie, lecz z drugiej strony stoi w kontrze do książkowej zasady różnicowania rentowności obligacji względem zapadalności (obligacje zapadające wcześniej powinny mieć niższą rentowność).

³⁶ Emitent może nabywać własne obligacje jedynie w celu ich umorzenia, co wynika z art. 76 ustawy o obligacjach [Dz.U. 2025 poz. 1667].

³⁷ Zmiana WEO oznacza w praktyce konieczność zwołania zgromadzenia obligatariuszy, gdzie decyzje w sprawie zmiany niektórych parametrów emisji muszą zapaść jednomyślnie przy obecności obligatariuszy reprezentujących przynajmniej połowę łącznego nominalu danej serii. Alternatywnie, jeśli cała seria obligacji pozostaje w posiadaniu niewielkiej liczby obligatariuszy, zmiana warunków emisji może zostać dokonana w drodze jednostronnych porozumień zawartych przez emitenta z każdym z nich.

premii) może bowiem wygenerować u inwestorów stratę³⁸. Z tego względu na rynku obligacji nieskarbowych opcja przedterminowego wykupu (opcja *call*) jest zwykle możliwa, ale na ogół po przekroczeniu połowy życia danej serii obligacji i niemal zawsze z premią (malejącą wraz ze zbliżającą się zapadalnością). W konsekwencji samorządy, które oczekują pełnej swobody wcześniejszej spłaty obligacji bez dodatkowych kosztów, mogą w praktyce napotkać istotne ograniczenia, zwłaszcza gdy papiery zostały przez organizatora emisji sprzedane. W takich przypadkach wcześniejszy wykup może wymagać negocjacji z obligatariuszami i wiązać się z koniecznością odkupu obligacji po cenie wyższej od nominalnej – chyba że OK zawierają opcję *call*, co w praktyce spotyka się rzadko.

W tabeli 4 w ramach podsumowania przedstawiono kluczowe różnice między kredytami bankowymi a obligacjami komunalnymi.

Tabela 4. Porównanie kluczowych cech kredytów bankowych i obligacji komunalnych

Cecha	Kredyt bankowy	Obligacje komunalne
Finansujący	Bank	Obligatariusze (banki, fundusze, TU) przez organizatora emisji (bank lub dom maklerski, zwykle z gwarancją objęcia emisji)
Kontrakt	Umowa kredytowa z bankiem	Umowa emisyjna z organizatorem (bank/dom maklerski) + warunki emisji obligacji (WEO), wiążące emitenta i obligatariuszy ³⁹
Typowe oprocentowanie	Zmienna stopa: stawka referencyjna (np. WIBOR 6M) + marża, zasadniczo taka sama dla całego kredytu	Zmienna stopa: stawka referencyjna (np. WIBOR 3M) + marża, która może się różnić między seriami (np. w zależności od terminu wykupu)
Typowy okres płatności odsetek	1–3 miesiące	6 miesięcy (czasem 3)
Spłata kapitału	Zwykle równe raty kapitałowe co rok – ew. problemy z art. 243 UoFP ⁴⁰	Najczęściej jednorazowa (balonowa) w ostatnim roku, czasem amortyzowana (dowolna liczba okresów), zasadniczo dopasowana do wymogów art. 243 UoFP, w tym IWZ
Opinia RIO o możliwości spłaty	Tak – tylko przed zaciągnięciem	Tak – tylko przed emisją
Wymagane zabezpieczenie	Tak (np. weksel in blanco, hipoteka)	Co do zasady brak (wyjątkiem np. obligacje przychodowe)
Zmiana warunków finansowania	Tak – w granicach wyjątków z art. 455 PZP (w szczególności, gdy klauzule zmian przewidziano w specyfikacji warunków zamówienia (SWZ) i umowie); negocjacje z bankiem	Tak – za zgodą obligatariuszy; negocjacje z obligatariuszami – zwykle za pośrednictwem organizatora; inwestorzy inni niż bank z reguły ostrożni wobec zmian

³⁸ Zob. wyżej uwagi dotyczące praktyki utrzymywania obligacji komunalnych przez banki do terminu wykupu, zbliżonej ekonomicznie do modelu *hold to collect*. Jeżeli obligatariusz nabył papiery powyżej nominalu, a emitent wykonuje opcję CALL po nominale albo z niewielką premią, to wcześniejsze wygaśnięcie instrumentu może oznaczać dla inwestora stratę ekonomiczną lub co najmniej rentowność niższą od pierwotnie zakładanej.

³⁹ Należy tu podkreślić, że organizator emisji się raczej nie zmienia, ale obligatariusze już tak.

⁴⁰ Art. 243 UoFP ustanawia indywidualny limit rocznych obciążeń budżetu JST z tytułu spłaty i obsługi długu (indywidualny wskaźnik zadłużenia, IWZ), co w praktyce determinuje konstrukcję harmonogramu wykupu obligacji.

cd. tabeli 4

Cecha	Kredyt bankowy	Obligacje komunalne
Możliwość przedterminowej spłaty (opcja CALL)	Zwykle tak (wpisana w umowie kredytowej)	Zwykle nie – WEO OK rzadko mają opcję CALL; emitent może jednak nabyć obligacje (w celu ich umorzenia) od obligatariuszy po ustalonej cenie – zwykle powyżej nominału, lub też – za zgodą obligatariuszy – zmienić zapisy WEO
Wybór organizatora	Przetarg wg ustawy PZP (ze SWZ); sformalizowane zasady; zwykle kryterium najniższego kosztu (cena/IRR); obowiązek rozstrzygnięcia zgodnie z PZP	Nie podlega ustawie PZP (bez SWZ); dowolne zasady – najczęściej konkurs ofert i negocjacje („dogrywka”); zazwyczaj kryterium najniższego kosztu (najniższe IRR uwzględniające wszystkie koszty i prowizje); brak obowiązku wyboru którejkolwiek oferty

Źródło: opracowanie własne, częściowo na podstawie Aesco Group [2023].

7. Zarys procedury emisyjnej obligacji komunalnych

W praktyce emisyjnej trzeba wyraźnie odróżnić umowę emisyjną zawieraną z organizatorem⁴¹ od warunków emisji obligacji (WEO) proponowanych inwestorom⁴². Umowa emisyjna reguluje relację pomiędzy emitentem a organizatorem emisji i dotyczy przede wszystkim zasad współpracy przy organizacji emisji, w tym trybu oferowania obligacji, prowizji i opłat, zasad komunikacji operacyjnej, a także warunków nabywania obligacji przez organizatora emisji, czyli w istocie warunków, na jakich organizator jest gotów zapewnić dojsie emisji do skutku lub objąć obligacje na własny rachunek. W tej części mieszczą się w szczególności postanowienia dotyczące sytuacji, w których organizator może odmówić przeprowadzenia emisji lub objęcia papierów, np. w razie nieudostępnienia wymaganych sprawozdań finansowych, braku wymaganej opinii regionalnej izby obrachunkowej (RIO) lub niezgodności parametrów emisji z uchwałą emisyjną.

Natomiast WEO regulują już nie stosunek między emitentem a organizatorem, lecz sam stosunek obligacyjny pomiędzy emitentem a nieoznaczonym obligatariuszem. To właśnie w WEO powinny znaleźć się postanowienia określające m.in. zasady naliczania i płatności odsetek, terminy i sposób wykupu, przypadki oraz tryb wcześniejszego wykupu dokonywanego przez emitenta, a także przypadki naruszenia (*events of default*), których wystąpienie może uprawnian obligatariusza do żądania przedterminowego wykupu obligacji. Innymi słowy, umowa emisyjna odpowiada na pytanie, na jakich zasadach organizowana i przeprowadzana jest emisja, natomiast WEO rozstrzygają, jakie prawa i obowiązki wynikają z samych obligacji po ich wyemitowaniu.

W konsekwencji nie należy oczekiwać, że postanowienia właściwe dla treści obligacji będą zamieszczane w umowie emisyjnej, skoro ich naturalnym i właściwym miejscem są WEO.

⁴¹ Inną nazwą to umowa programowa lub umowa programu emisji, ponieważ obejmuje zwykle emisję kilku serii obligacji na podstawie jednej uchwały emisyjnej.

⁴² W praktyce jednemu inwestorowi – organizatorowi, który obejmuje papiery na swój portfel, gwarantując dojsie emisji do skutku.

Pomieszczenie funkcji tych dwóch dokumentów może w praktyce prowadzić do błędnych oczekiwań emitenta co do zakresu ochrony kontraktowej oraz do nieporozumień na etapie przygotowywania dokumentacji emisyjnej. Aby uporządkować opis praktyki emisyjnej, w tabeli 5 przedstawiono cykl życia obligacji komunalnych – od ustalenia potrzeb finansowych samorządu aż do ostatecznego wykupu OK.

Tabela 5. Etapy przygotowania, emisji i obsługi obligacji komunalnych

	Etap cyklu		Etap życia c.d.
1	Ustalenie potrzeb finansowych samorządu	8	Oczekiwanie na decyzję emitenta o emisji
2	Uchwalenie przez radę samorządu uchwały w sprawie emisji obligacji	9	Emisja obligacji komunalnych – zwykle z gwarancją objęcia przez organizatora
3	Uzyskanie pozytywnej opinii Regionalnej Izby Obrachunkowej o możliwości wykupu obligacji	10	Zatrzymanie obligacji w portfelu organizatora lub ich sprzedaż na rynku wtórnym do instytucji
4	Ogłoszenie przez samorząd konkursu na organizatora emisji (samodzielnie lub przy wsparciu firmy doradczej)	11	Bieżąca obsługa obligacji (najczęściej półroczne odsetki), ewentualne notowanie na GPW Catalyst
5	Wybór organizatora emisji (często poprzedzony negocjacjami z 2–3 najlepszymi oferentami)	12	Ewentualne zmiany warunków emisji (WEO)
6	Podpisanie z organizatorem emisji (bankiem lub domem maklerskim) umowy emisyjnej oraz umowy agenta emisji i agenta płatniczego	13	Ewentualny wcześniejszy wykup – przeważnie nabycie obligacji przez emitenta w celu umorzenia lub (dużo rzadziej) wykonanie opcji CALL
7	Procedury KDPW, w tym uzyskanie kodu LEI i statusu emitenta (przy pierwszej emisji) oraz rejestracja emisji i nadanie uprawnień agentowi emisji (przy pierwszej emisji u danego agenta)	14	Wykup obligacji

Źródło: opracowanie własne.

Aby spełnić wymogi typowego konkursu na organizację emisji obligacji JST, organizator powinien zapewnić w szczególności następujące usługi:

- organizację emisji obligacji z określoną marżą⁴³ – poprzez nabycie obligacji na własny rachunek lub oferowanie obligacji inwestorom,
- organizację wszelkich rozliczeń finansowych związanych z emisją,
- przygotowanie umów i przekazanie ich wzorców,
- przeprowadzenie emisji w określonym czasie⁴⁴ po otrzymaniu wniosku od JST,
- wspieranie emitenta w procesie emisji i obsługi obligacji,
- zapewnienie funkcji agenta emisji, agenta płatniczego i agenta kalkulacyjnego⁴⁵,

⁴³ Do marży jest doliczane zmienne oprocentowanie – na ogół wartość indeksu WIBOR 6M.

⁴⁴ W procedurach konkursowych JST zwykle wyznaczają organizatorowi maksymalny termin ok. 10 dni roboczych na przeprowadzenie emisji konkretnej serii od momentu przesłania mu pismego zawiadomienia.

⁴⁵ Prawo wymaga jedynie agenta emisji; organizator zwyczajowo pełni też funkcję agenta kalkulacyjnego (często bezpłatnie – kalkulacja odsetek i tabele odsetkowe) oraz agenta płatniczego (zwykle odpłatnie – rejestracja zdarzeń w KDPW i dystrybucja płatności do KDPW lub bezpośrednio inwestorom).

g) poinformowanie emitenta o nazwach przyszłych inwestorów, jeżeli oferent zamierza tuż po emisji odsprzedać obligacje (nabyte na rynku pierwotnym na własny portfel)⁴⁶.

Samorządy, organizując konkurs na emisję OK, zwykle żądają podania (ewentualnych) refakturowanych kosztów KDPW. Takie koszty pojawią się, jeżeli pożytki z obligacji są przekazywane inwestorom za pośrednictwem KDPW – ma to miejsce zwłaszcza wtedy, gdy agent emisji (w praktyce organizator) sprzedaje OK na rynku wtórnym i nie jest w stanie ze stuprocentową pewnością ustalić, kim są wszyscy obligatariusze danej serii⁴⁷.

W konkursie na organizację emisji oferenci przedstawiają oczekiwane marże, które zależą przede wszystkim od ogólnej sytuacji finansowej samorządu oraz długości życia obligacji. Istotne znaczenie ma także *outstanding*, rozumiany jako łączna wartość nominalna wszystkich obligacji wyemitowanych przez danego emitenta, gdyż wpływa on na potencjalną skalę zaangażowania inwestorów instytucjonalnych, w szczególności funduszy inwestycyjnych, co wiąże się m.in. z ustawowymi limitami lokacyjnymi.

W procesie emisji OK istotną rolę odgrywa RIO. Zgodnie z art. 91 UoFP zaciągnięcie zobowiązania z tytułu kredytu, pożyczki lub emisji papierów wartościowych wymaga od JST – z wyjątkami przewidzianymi w ustawie – uzyskania opinii RIO o możliwości spłaty takiego zobowiązania [Dz.U. 2025 poz. 1483]. W praktyce uzyskanie opinii RIO może trwać nawet kilka tygodni, co trzeba uwzględnić przy planowaniu harmonogramu emisji.

Obligacje komunalne są co do zasady emitowane bez zabezpieczeń, a trzon obowiązków informacyjnych wynikających z WEO stanowi publikacja rocznych sprawozdań z wykonania budżetu wraz z opinią RIO, projektów uchwał budżetowych na kolejny rok wraz z opinią RIO, a także kwartalnych sprawozdań Rb-NDS, Rb-27S, Rb-28S, Rb-Z oraz Rb-N. Samorządy i tak sporządzają większość tych dokumentów na podstawie przepisów o finansach publicznych i sprawozdawczości budżetowej, natomiast WEO dodatkowo nakładają obowiązek ich publikacji na oficjalnej stronie internetowej JST (w praktyce w BIP). WEO zwykle przewidują również klasyczne przypadki naruszenia, dające obligatariuszom prawo żądania natychmiastowego wykupu obligacji⁴⁸.

⁴⁶ Żądanie, by organizator emisji przekazywał JST z urzędu dane nabywców obligacji po ich odsprzedaży z portfela organizatora (przeważnie do 5 dni od emisji), koliduje z obowiązkiem dochowania tajemnicy zawodowej/bankowej. Takie żądanie jest zatem bezprawne, chyba że JST zastrzeże, iż przekazanie nastąpi wyłącznie po uzyskaniu zgody inwestora, co w praktyce jest niespotykane. JST może oficjalnie poznać bazę inwestorów jedynie w przypadku klasycznej oferty publicznej kierowanej do wielu inwestorów.

⁴⁷ Z praktyki zawodowej autora wynika, że emitenci obligacji korporacyjnych zwykle sami przekazują pożytki z obligacji do KDPW. W przypadku JST płatności z obligacji niemal zawsze obsługuje agent płatniczy (jest to wymóg przetargowy). Agent płatniczy może przekazać pożytki z obligacji bezpośrednio inwestorom (z pominięciem KDPW), ale tylko wtedy, gdy zna dokładną strukturę obligatariuszy (np. gdy obligacje są zapisane na rachunkach papierów wartościowych w tej samej instytucji). Z tego powodu, po sprzedaży obligacji przez organizatora, płatności z tytułu obligacji niemal zawsze przechodzą przez KDPW. Agent płatniczy rejestruje wówczas zdarzenia w systemie KDPW, a KDPW obciąża go opłatami za ich obsługę, następnie agent płatniczy z reguły refakturowuje te opłaty na emitenta.

⁴⁸ Poza brakiem płatności, czyli standardowym przypadkiem naruszenia wynikającym z ustawy o obligacjach, katalog przypadków naruszenia w WEO OK jest węższy niż w obligacjach korporacyjnych i obejmuje m.in. naruszenie zobowiązań wynikających z innych umów finansowania (*cross-default*), nieprawdziwość oświadczeń emitenta czy naruszenie innych obowiązków wynikających z WEO, w tym obowiązków informacyjnych.

Cel emisji OK musi mieścić się w katalogu określonym w art. 89 UoFP – w praktyce najczęściej chodzi o finansowanie planowanego deficytu budżetu JST albo spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań. Aby doszło do emisji, JST składa inwestorowi – w praktyce organizatorowi i zarazem gwarantowi emisji – propozycję nabycia obligacji (PN), do której dołącza się m.in. WEO, oświadczenia wymagane ustawą o obligacjach oraz dokumenty wymagane przez agenta emisji i agenta płatniczego. Następnie inwestor podpisuje formularz przyjęcia propozycji nabycia (FPPN), przekazuje emitentowi środki, a agent emisji doprowadza do rejestracji obligacji w KDPW.

Dopiero po emisji obligacje JST mogą zostać fakultatywnie dopuszczone do obrotu zorganizowanego i notowane na rynku giełdowym – dopiero wtedy następuje interakcja z GPW⁴⁹. Na koniec warto wspomnieć, że dopuszczenie i wprowadzenie OK do obrotu oraz ich notowanie na rynku regulowanym wiąże się z dodatkowymi opłatami i prowizjami – ponad standardowe koszty KDPW obejmujące wszystkie obligacje. Do tych dodatkowych kosztów należą przede wszystkim:

- a) jednorazowe opłaty za wprowadzenie obligacji do obrotu oraz coroczne opłaty za ich notowanie – należne GPW na podstawie Regulaminu Giełdy, oraz
- b) roczne opłaty na pokrycie kosztów nadzoru w wysokości 750 euro, obejmujące (inne niż akcje) instrumenty dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym – należne KNF na podstawie z art. 94b ustawy o ofercie publicznej [Dz.U. 2025 poz. 592].

8. Podsumowanie

Niniejszy artykuł, stanowiący pierwszą część cyklu poświęconego roli obligacji komunalnych w finansowaniu jednostek samorządu terytorialnego, nie tylko syntetyzuje stan i uwarunkowania rynku OK w Polsce po zmianach regulacyjnych, lecz także porządkuje praktyczne znaczenie tego instrumentu z perspektywy samych samorządów. Statystyki pokazują, że wartość rynku OK istotnie wzrosła w ostatnich latach, czemu towarzyszył wyraźny wzrost znaczenia rejestracji emisji w KDPW, wydłużenie średniego tenoru obligacji oraz wzrost przeciętnej wartości serii OK. Jednocześnie wzrost ten nie oznacza pełnego rozwoju rynku OK w kierunku klasycznego rynku kapitałowego. Organizacja emisji OK pozostaje silnie skoncentrowana po stronie kilku największych banków, co utrwała „bankowy” charakter popytu na OK i ogranicza rozwój realnej płynności wtórnej. Choć polski rynek obligacji komunalnych rośnie ilościowo, to jakościowo (jako rynek publiczny) rozwija się w ograniczonym stopniu.

Analiza regulacji, wsparta praktyką rynkową autora, potwierdza, że OK pozostają dla JST atrakcyjnym substytutem kredytu bankowego – głównie dzięki większej elastyczności w kształtowaniu harmonogramu spłat, możliwości dostosowania struktury emisji do WPF

⁴⁹ Istnieje inna procedura emisji obligacji, połączona z jednoczesnym dopuszczeniem obligacji do obrotu (DvP), gdzie nie występuje agent emisji, ale w przypadku OK jest to procedura niepraktykowana.

oraz braku konieczności stosowania reżimu właściwego dla kredytu bankowego i zamówień publicznych. Szczególne znaczenie ma tu możliwość takiego ukształtowania profilu spłaty kapitału, aby lepiej dopasować go do ograniczeń wynikających z art. 243 UoFP, w tym IWZ. Z perspektywy samorządów obligacje komunalne należy więc postrzegać przede wszystkim nie jako instrument „urynkowienia” długu, lecz jako bardziej elastyczny substytut kredytu bankowego. Autor jednak wskazał też istotne ograniczenia OK, zwłaszcza w zakresie ich dostępności dla inwestorów indywidualnych, niskiej płynności obrotu wtórnego oraz mniejszej swobody zmiany warunków emisji, w szczególności przedterminowej spłaty OK w przypadku papierów trzymanyh przez wielu obligatariuszy (po sprzedaży OK na rynku wtórnym przez organizatora).

Artykuł pokazuje również, że znaczenie notowania obligacji komunalnych na rynku Catalyst należy oceniać ostrożnie. W przypadku JST notowanie obligacji nie pełni zazwyczaj funkcji przełomowego zwiększenia transparentności emitenta, ponieważ samorządy już z natury podlegają daleko idącym obowiązkom jawności finansów publicznych oraz publikują swoje podstawowe dokumenty w BIP. Notowanie na Catalyst ma w praktyce znaczenie techniczno-regulacyjne dla inwestorów instytucjonalnych oraz wtórne znaczenie wizerunkowe dla samego samorządu, bez większego znaczenia dla rynku wtórnego.

W konsekwencji OK należy postrzegać nie jako prosty ekwiwalent kredytu, lecz jako odrębny instrument finansowania, którego istotne przewagi ujawniają się przede wszystkim na etapie projektowania struktury długu, natomiast jego stosunkowo nieliczne słabości stają się bardziej widoczne na etapie wtórnego obrotu i ewentualnej zmiany warunków emisji. Elastyczność obligacji komunalnych dotyczy bowiem przede wszystkim etapu konstruowania zadłużenia, a niekoniecznie pełnej swobody działania po emisji. Oznacza to, że dalszy rozwój rynku OK w Polsce zależy nie tylko od potrzeb pożyczkowych samorządów, lecz także od kosztów regulacyjnych, modelu dystrybucji, aktywności inwestorów oraz jakości infrastruktury rynku wtórnego. Wydaje się zatem, że rozwój obligacji komunalnych w Polsce zależy dziś bardziej od warunków instytucjonalnych i kosztów organizacji rynku niż od samej przydatności tego instrumentu dla JST.

Druga część cyklu artykułów pokaże, w jakim stopniu powyższe wnioski znajdują potwierdzenie w ocenach i doświadczeniach samych skarbników JST.

Bibliografia

Akty prawne

1. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym, oraz uchylające dyrektywę 2003/71/WE.

2. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (CRR).
3. Ustawa z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji (Dz.U. 2024 poz. 487).
4. Ustawa z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym (Dz.U. 2024 poz. 1035).
5. Ustawa z dnia 11 września 2019 r. – Prawo zamówień publicznych (Dz.U. 2024 poz. 1320).
6. Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. 2025 poz. 1667).
7. Ustawa z dnia 16 sierpnia 2023 r. o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. 2023 poz. 1723).
8. Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz.U. 2025 poz. 1483).
9. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2024 poz. 722, zm.).
10. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2025 poz. 592).
11. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz.U. 2025 poz. 38).
12. Ustawa z dnia 9 listopada 2018 r. o zmianie niektórych ustaw w związku ze wzmocnieniem nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ochrony inwestorów na tym rynku (Dz.U. 2018 poz. 2243).

Wydawnictwa zwarte

1. Antkiewicz, S., Wyrzykowska-Antkiewicz, M. (2023). Emisje obligacji samorządowych w trójmiejskich gminach na tle Polski. W: *Potencjał aglomeracji Trójmiasta i metodyka pomiaru jego wykorzystania* (s. 45–59), L. Balcerowicz (red.). Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.

Artykuły naukowe

1. Frydrych, S. (2020). Funkcjonowanie rynku obligacji komunalnych w Polsce w latach 2012–2018, *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, 177, s. 27–36. DOI: 10.33119/SIP.2020.177.2.
2. Hadryjańska, B. (2019). Różnice w użyciu obligacji komunalnych przez gminy wiejskie w Polsce, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 63(10), s. 7–18.
3. Lipowicz, M. (2025). Finansowanie działań Metropolii GZM przez wykorzystanie zielonych obligacji, *Zeszyty Naukowe Akademii Górnośląskiej*, 26(2), s. 57–67. DOI: 10.53259/2025.02.06.
4. Marszałek, J., Sekuła, P. (2024). Green municipal bonds in the energy transition process, *Economics and Environment*, 2(89), s. 1–16. DOI: 10.34659/eis.2024.89.2.700.
5. Martysz, C.B. (2025). Polski rynek obligacji nieskarbowych – kluczowe statystyki, zmiany prawa i wyzwania rozwojowe, *Finanse i Prawo Finansowe*, 1(45), s. 5–34. DOI: 10.18778/2391-6478.1.45.01.

6. Martysz, C.B. (2020) Polski rynek obligacji nieskarbowych – nowe zasady rejestracji obligacji oraz analiza Rejestru Zobowiązań Emitentów, *Finanse i Prawo Finansowe*, 3(27), s. 91–107. DOI: 10.18778/2391-6478.S.2021.06.
7. Martysz, C.B., Bartlewski, B. (2018). Podatek bankowy – koncepcja europejska i studium przypadków wybranych krajów UE, *Studia BAS*, 1(53), s. 101–133.
8. Ociepa-Kicińska, E., Gorzałczyńska-Koczkodaj, M. (2023). Municipal bonds and their significance in financing local and regional development, *European Research Studies Journal*, 26(4), s. 300–307. DOI: 10.35808/ersj/3286.
9. Wiśniewski, M. (2021). Dłużne papiery wartościowe w finansowaniu jednostek samorządu terytorialnego w Polsce, *Studia BAS*, 4(68), s. 131–146. DOI: 10.31268/StudiaBAS.2021.39.

Materiały internetowe

1. Aesco Group (2023). *Obligacje komunalne jako najbezpieczniejsze dla samorządów źródło finansowania zwrotnego* [wideo], <https://www.youtube.com/watch?v=eXITTMwSATE&t=5s> (dostęp: 30.09.2025).
2. European Investment Bank (EIB) (2025). *The state of local infrastructure investment in Europe: EIB Municipalities Survey 2024–2025*, <https://doi.org/10.2867/3529559> (dostęp: 31.12.2025).
3. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW) (2025). *Notowania obligacji – obligacje komunalne*, <https://gpwcatalyst.pl/notowania-obligacji-obligacje-komunalne> (dostęp: 31.12.2025).
4. Grant Thornton International Ltd. (2015). *Get Ready for IFRS 9: Classifying and Measuring Financial Instruments*, <https://www.grantthornton.global/globalassets/1.-member-firms/global/insights/article-pdfs/ifrs/gti-get-ready-ifrs-9-issue-1-classifying-and-measuring-financial-instruments-upd.pdf> (dostęp: 31.12.2025).
5. Ministerstwo Finansów (2025a). *Zadłużenie Skarbu Państwa 12/2024: Biuletyn miesięczny*, <https://www.gov.pl/attachment/aefdb602-8321-442f-a848-686d69fe26d0> (dostęp: 15.12.2025).
6. Ministerstwo Finansów (2025b). *Zadłużenie Sektora Finansów Publicznych IV kw. 2024. Biuletyn kwartalny, Departament Długu Publicznego*, <https://www.gov.pl/attachment/8186bc6c-c29c-4402-89c9-3ecc27bf78f0> (dostęp: 31.07.2025).
7. Narodowy Bank Polski (NBP) (2025). *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2024 r.*, https://nbp.pl/wp-content/uploads/2026/01/RozwojSystemuFinansowegowPolsce_2024.pdf (dostęp: 31.12.2025).
8. Neilson, C. (2025). *Investors seize fresh opportunity in US municipal debt market*, <https://www.lseg.com/en/insights/data-analytics/investors-seize-fresh-opportunity-in-us-municipal-debt-market> (dostęp: 22.05.2025).
9. Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) (2022). *World Observatory on Subnational Government Finance and Investment (SNG-WOFI)*, <https://www.sng-wofi.org/> (dostęp: 15.12.2025).
10. Ptak-Iglewska, A. (2024). *Emisje obligacji komunalnych idą na rekord*, <https://www.parkiet.com/obligacje/art41283721-emisje-obligacji-komunalnych-ida-na-rekord> (dostęp: 22.05.2025).
11. Rejestr Zobowiązań Emitentów (RZE) (2025). *Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych*, <https://rze.info/> (dostęp: 15.12.2025).

The Role of Municipal Bonds in Local Government Financing. Part I: Market, Regulation, Statistics and Issue Conditions

Abstract

The article is the first part of a series devoted to the role of municipal bonds in financing Polish local government units (LGUs). It presents the importance of municipal bonds in the debt financing of LGUs in Poland, in comparison with bank loans and in the context of the 2018 regulatory reform, effective from 1 July 2019, which introduced mandatory dematerialisation, registration of bond issues with the Central Securities Depository of Poland (KDPW), and the Register of Issuers' Obligations (RZE). The analysis of data for 2020–2024 indicates an increase in market value, a lengthening of average tenor, and a growing importance of registration in KDPW/RZE, while the bank-based nature of demand and low secondary-market liquidity have persisted. From the perspective of LGUs, municipal bonds remain a flexible substitute for bank loans due to the possibility of shaping the repayment schedule and debt structure. Part II of the series presents the results of a survey conducted among LGU treasurers.

Keywords: municipal bonds, local government units (LGUs), local government financing, Central Securities Depository of Poland (KDPW), Register of Issuers' Obligations (RZE), Catalyst
