

**ZAKRES I CHARAKTER ODPOWIEDZIALNOŚCI JEDNOSTKI
SAMORZĄDU TERYTORIALNEGO JAKO EMITENTA Z TYTUŁU
EMISJI OBLIGACJI PRZYCHODOWYCH**

Scope and nature of the local authority's liability as issuer for the issue of revenue bonds

ABSTRACT

The essay discusses revenue bonds as a separate economic category and their appearance in the Polish financial system. The thesis of the essay is that the responsibility of local government units for issuing revenue bonds is limited, which indicates that revenue bonds are a very beneficial way of financing projects for the issuer and an attractive offer for future investors. The essay is divided into blocks, with each one covering a different aspect.

Keywords: revenue, responsibility, units, local government units

1. UWAGI WSTĘPNE

Obligacje przychodowe, jako odrębna kategoria ekonomiczna i przedmiot regulacji prawnych, pojawiły się w 2000 roku. Wprowadzenie tych instrumentów na grunt krajowego systemu finansowego stanowiło pierwszy krok w kierunku popularyzacji wykorzystania obligacji przychodowych w praktyce zarządzania finansami samorządowymi⁶³. Są one idealnym rozwiązaniem dla sfinansowania wszelkiego typu inwestycji infrastrukturalnych, w ramach których istnieje możliwość wyodrębnienia określonego majątku projektu oraz określenie strumienia płatności za korzystanie z usług

⁶³ M. Klupczyński, *Obligacje przychodowe a indywidualny wskaźnik spłaty zobowiązań*, „Prawo budżetowe Państwa i Samorządu” 2015, nr 1.

oferowanych przez emitenta obligacji. Obligacje przychodowe mają wiele zalet jako źródło realizacji inwestycji gminnych w porównaniu z kredytem lub pożyczką. Są one emitowane w celu sfinansowania projektów inwestycyjnych lub przedsięwzięć, z których dochody mają stanowić źródło spłaty tych emisji⁶⁴.

Tezą niniejszego opracowania jest stwierdzenie, że odpowiedzialność jednostek samorządu terytorialnego z tytułu emisji obligacji przychodowych ma charakter ograniczony, co wskazuje na fakt, że obligacje przychodowe są bardzo korzystnym sposobem sfinansowania przedsięwzięć przez emitenta oraz interesującą ofertą dla przyszłego inwestora. Celem pracy jest natomiast krótkie scharakteryzowanie obligacji przychodowych, a także wskazanie zakresu i ograniczonego charakteru odpowiedzialności jednostek samorządu jako emitentów tychże papierów wartościowych. Wybór tematu został podyktowany natomiast chęcią przedstawienia zalet i korzyści płynących z obligacji przychodowych, które choć mało popularne, stanowią jednak jeden z najbardziej bezpiecznych papierów wartościowych.

Praca została podzielona na bloki, każdy w oddzielnym paragrafie. Pierwszy zawiera charakterystykę obligacji przychodowych, w drugim wskazano zaś na zakres i charakterystykę odpowiedzialności jednostek samorządu terytorialnego jako emitenta tychże obligacji. W trzecim bloku natomiast poruszono kwestię ewentualnych korzyści i wad płynących z tegoż narzędzia.

2. CHARAKTERYSTYKA I SPECYFIKA OBLIGACJI PRZYCHODOWYCH

Obligacja sensu stricto 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. Obligacje przychodowe są więc rodzajem dłużnych papierów wartościowych, które mogą emitować między innymi jednostki samorządu terytorialnego, których to głównym przedmiotem działalności jest zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej⁶⁵.

Obligacje przychodowe służą finansowaniu podmiotów prowadzących działalność z zakresu użyteczności publicznej, z którą często wiąże się konieczność

⁶⁴ M. Pawłowski, *Rynek obligacji przychodowych w Polsce*, „Ekonomiczne Problemy Usług” 2016, nr 125.

⁶⁵ M. Wójcik, *Obligacje przychodowe jako źródło finansowania inwestycji jednostek samorządu terytorialnego*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia” 2012, nr 50, s. 749-759.

dokonywania znacznych inwestycji infrastrukturalnych. Inwestycje tego rodzaju potrafią być atrakcyjne dla inwestorów, gdyż w długim terminie z reguły wykazują zdolność do generowania znacznych, stabilnych i powtarzalnych przychodów, np. z opłat wnoszonych za użytkowanie autostrad. Finansowanie tego typu przedsięwzięć za pomocą typowych obligacji potrafi być więc wysoce ryzykowne dla inwestorów, którzy nie zawsze mogą zapobiec dalszemu zadłużaniu się emitenta. Nadmierne zadłużenie emitenta może z kolei spowodować, że przychody z przedsięwzięcia użyteczności publicznej sfinansowanego za pomocą środków z emisji obligacji zostaną spożytkowane na zaspokojenie roszczeń innych wierzycieli emitenta ze szkodą dla interesów obligatariuszy, których pomogli "sfinansować" to przedsięwzięcie. Szczególna konstrukcja obligacji przychodowych pozwala uprzywilejować obligatariuszy, gwarantując im pierwszeństwo w zakresie zaspokajania się z przychodów lub majątku określonego przedsięwzięcia emitenta⁶⁶.

Zgodnie z art. 24 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach, emitent może emitować obligacje uprawniające obligatariusza do zaspokojenia roszczeń z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami emitenta: z całości albo części przychodów lub z całości albo części majątku przedsięwzięć, które zostały sfinansowane w całości albo części ze środków uzyskanych z emisji obligacji, lub z całości albo części przychodów z innych przedsięwzięć określonych przez emitenta – zwane dalej „obligacjami przychodowymi”. Ustawowe wyodrębnienie obligacji przychodowych z ogólnej definicji obligacji następuje więc poprzez nadanie obligatariuszowi prawa do zaspokojenia swoich roszczeń w pierwszeństwie przed pozostałymi wierzycielami⁶⁷.

Jedną z kluczowych cech tego rodzaju obligacji jest zapewnienie ich posiadaczom pierwszeństwa w zaspokajaniu roszczeń ze wskazanego przez emitenta majątku oraz z określonego strumienia stałych przychodów otrzymywanych przez emitenta. Przedsięwzięciami, które mają generować środki niezbędne do spłaty zobowiązań mogą być zarówno przedsięwzięcia sfinansowane środkami pozyskanymi z tytułu emisji, jak i inne przedsięwzięcia wskazane przez emitenta, nawet jeżeli nie były finansowane środkami pozyskanymi z emisji obligacji przychodowych⁶⁸.

⁶⁶ B. Hadryjańska, J. Mrowicki, *Obligacje przychodowe jako narzędzie zwiększające zdolności inwestycyjne gmin wiejskich w Polsce*, „Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie - Problemy Rolnictwa Światowego” 2017, nr 3, s. 111–127.

⁶⁷ Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. 2015 poz. 238), dalej jako: u.o.

⁶⁸ Dom Maklerski NWAi, *Obligacje przychodowe – atrakcyjny sposób pozyskania kapitału dla samorządów* 15.04.2021, <https://pap-mediroom.pl/biznes-i-finanse/obligacje-przychodowe-atrakcyjny-sposob-pozyskania-kapitalu-dla-samorzadow> (dostęp 20.05.2023).

Tak jak przy każdej emisji obligacji, tak i w przypadku obligacji przychodowych do przeprowadzenia takiej emisji niezbędne jest podjęcie uchwały o emisji obligacji przychodowych, która w swojej treści powinna określać m.in.: przedsięwzięcie, sposób obliczenia przychodów z przedsięwzięcia oraz wskazuje, do jakiej części przychodów z przedsięwzięcia lub majątku przedsięwzięcia przysługuje obligatariuszom uprawnienie, o którym mowa w art. 24 ust. 1 u.o.

Bardzo ważnym elementem emisji obligacji przychodowych jest ponadto wprowadzenie zakazu zbywania i obciążania składników majątkowych przedsięwzięcia, z wyjątkiem sytuacji, gdy dokonuje się zbycia w ramach prawidłowej gospodarki, nie powodując istotnego zmniejszenia wartości tego przedsięwzięcia. Dodatkowo wierzytelności tworzące przychody, do których pierwszeństwo przysługuje obligatariuszom obligacji przychodowych, nie mogą być przedmiotem zabezpieczenia zastawem ani też przedmiotem cesji.

Podsumowując, obligacje przychodowe są idealnym rozwiązaniem dla sfinansowania wszelkiego typu inwestycji infrastrukturalnych, w ramach których istnieje możliwość wyodrębnienia określonego majątku projektu oraz określenie strumienia płatności za korzystanie z usług oferowanych przez emitenta obligacji.

3. ZAKRES I CHARAKTER ODPOWIEDZIALNOŚCI JEDNOSTEK SAMORZĄDU TERYTORIALNEGO JAKO EMITENTÓW OBLIGACJI PRZYCHODOWYCH

Obligacje ogólne zabezpieczone są wszelkimi zasobami jednostek samorządu terytorialnego. Obligacje przychodowe natomiast – tylko przyszłymi wpływami z inwestycji realizowanej ze środków uzyskanych z ich emisji. Emitent obligacji przychodowych nie odpowiada zatem całym swoim majątkiem, ale ponosi odpowiedzialność do wysokości wpływów uzyskanych ze sfinansowanego przy ich pomocy przedsięwzięcia. Emisja obligacji przychodowych jednostek samorządu terytorialnego odbywa się na podstawie uchwały organu stanowiącego i powinna określać w szczególności: rodzaj i cel tego przedsięwzięcia, sposób obliczenia przychodów z przedsięwzięcia; wskazanie, do jakiej części przychodów z przedsięwzięcia lub majątku z przedsięwzięcia służy obligatariuszom prawo pierwszeństwa. Uchwała, o której mowa, może także

wskazywać na więcej niż jedno przedsięwzięcie jako źródło dochodów, które mają być przeznaczone na obsługę obligacji⁶⁹.

Ważną cechą obligacji przychodowych jest możliwość ograniczenia odpowiedzialności przez emitenta z tytułu emisji tychże obligacji. Odpowiedzialność emitenta może zostać ograniczona do kwoty określonych przychodów lub do wartości zdefiniowanego majątku przedsięwzięcia. Zabezpieczeniem jest wówczas jedynie precyzyjnie określony i wyodrębniony strumień przychodów, np. wpływy z tytułu zawartej z miastem umowy na świadczenie usług komunikacyjnych lub część majątku gminy, czy spółki komunalnej, np. tabor zakupiony ze środków pozyskanych z emisji. Warto pamiętać, że omówione wyżej ograniczenie odpowiedzialności emitenta nie jest jego obowiązkiem, a jedynie uprawnieniem, z którego może skorzystać.

Obligacje przychodowe są szczególne ze względu na odejście od ogólnej zasady, która stanowi, iż emitent za zobowiązania z obligacji odpowiada całym swoim majątkiem. Odstępstwo od głównej zasady tworzy unikatowy charakter obligacji przychodowych jako papierów wartościowych z ograniczoną odpowiedzialnością. Oznacza to bowiem, że w przypadku nieosiągnięcia planowanych przychodów z przedsięwzięcia i niewystarczającej wielkości powstałego majątku przy jednoczesnym braku dodatkowego zabezpieczenia, negatywne skutki przejdą na wierzyciela, tj. obligatariusza, a nie dłużnika, tj. emitenta. Omawiane ograniczenie musi jednak zostać wskazane w warunkach emisji.

Na emitencie obligacji przychodowych ciąży szczególne zobowiązania w stosunku do obligatariuszy. Emitent obligacji przychodowych udostępnia obligatariuszom, co najmniej na 14 dni przed każdym terminem wypłaty świadczeń z obligacji przychodowych, jednakże nie rzadziej niż raz w roku, sprawozdanie zawierające informacje o sumie przychodów z przedsięwzięcia, które wpłynęły na rachunek bankowy przeznaczony do ich gromadzenia i dokonywania wypłat, oraz o kwotach wypłaconych obligatariuszom uprawnionym z obligacji przychodowych, oraz emitentowi z tego rachunku w okresie od poprzedniej wypłaty świadczeń, a także omówienie struktury przychodów z przedsięwzięcia oraz struktury kosztów ponoszonych przez emitenta w związku z przedsięwzięciem w tym okresie.

⁶⁹ *Obligacje jako instrument finansowania działalności jednostek samorządu*, 20.11.2015, <https://prawo.money.pl/aktualnosci/okiem-eksperta/artukul/obligacje-jako-instrument-finansowania,154,0,1959834.html> (dostęp 20.05.2023).

Zasadnym wydawałoby się również stwierdzenie, że do najważniejszych elementów konstrukcji obligacji przychodowych zalicza się ograniczenie odpowiedzialności dłużnika za zobowiązania w obligacjach wyrażone. Ustawa o obligacjach w art. 24 ust. 1 stwierdza jednak, że emitent „może” ograniczyć swoją odpowiedzialność do kwoty przychodów lub wartości majątku, co oznacza, że ograniczenie odpowiedzialności nie jest obowiązkowe, a tym samym istnieją obligacje przychodowe z ograniczoną, bądź nie odpowiedzialnością emitenta. W przypadku gdy emitent nie ograniczy swojej odpowiedzialności znajdzie zastosowanie ogólny przepis art. 13 ustawy, który wyraża zasadę odpowiedzialności całym majątkiem. W związku z tym w ramach obligacji przychodowych można wyróżnić obligacje przychodowe, z których tytułu emitent ponosi odpowiedzialność ograniczoną oraz obligacje przychodowe, z których emisją wiąże się nieograniczona odpowiedzialność emitenta⁷⁰.

W odniesieniu do obligacji, w których treści zastrzeżona została odpowiedzialność ograniczona, emitent zawęży swoją odpowiedzialność do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia. Dlatego też, w razie nierentowności danej inwestycji sfinansowanej w wyniku emisji obligacji, roszczenia obligatariuszy mogą pozostać niezaspokojone. Z kolei, w przypadku obligacji przychodowych, których treść nie przewiduje ograniczenia odpowiedzialności, emitent odpowiada za swoje zadłużenie względem obligatariuszy całym swoim majątkiem, co zostało już podkreślone.

Emitent obligacji przychodowych, w związku ze szczególnym rodzajem powiązania inwestycji z emisją, nie może zbywać ani obciążać składników przedsięwzięcia a wierzytelności tworzące przychody nie mogą być przedmiotem zabezpieczenia, ani cesji. Co więcej, na emitenta, który przyznaje obligatariuszom prawo pierwszeństwa zaspokojenia roszczeń z przychodów przedsięwzięcia, został nałożony obowiązek utworzenia oddzielnego rachunku bankowego dla gromadzenia tych środków. Ustanowiony został zakaz dokonywania wypłat z tego rachunku w celach innych niż dla zaspokojenia roszczeń obligatariuszy. Wyjątek dotyczy sytuacji określonej w art. 23b ust. 3 u.o., w której to pojawia się znaczna nadwyżka na rachunku bankowym, która gwarantuje, oprócz wypłaty kwoty przez emitenta, spełnienie świadczeń na rzecz obligatariuszy w okresie następnym 12 miesięcy.

Z punktu widzenia gospodarki finansowej jednostki samorządu terytorialnego, ważną cechą obligacji przychodowych jest wyłączenie świadczeń emitenta

⁷⁰ Więcej na ten temat zob. P. Czaplicki, *Wpływ regulacji prawnych na rozwój rynku obligacji w Polsce*, Białystok 2020.

należnych obligatariuszom w wykonaniu zobowiązań z obligacji, a także środków zgromadzonych na rachunku bankowym przeznaczonych na zaspokojenie roszczeń obligatariuszy z limitów zadłużenia ustanowionych przepisami ustawy o finansach publicznych.

Jak już zostało wspomniane, celem skutecznej emisji długu podmiot zainteresowany finansowaniem na rynku obligacji przychodowych zobowiązany jest podjąć stosowną uchwałę oraz przygotować warunki emisji. Uchwała o emisji obligacji przychodowych powinna bowiem w swej treści nie tylko określać rodzaj podejmowanego przedsięwzięcia, ale co równie istotne – ujmować sposób ustalenia wielkości przychodów osiąganych z tytułu jego realizacji. Ponadto w treści uchwały emitent obligacji przychodowych zobowiązany jest do wskazania części przychodów lub majątku przedsięwzięcia, do jakiej obligatariuszom przysługiwać będzie prawo pierwszeństwa w zaspokajaniu swoich roszczeń. Podniesiony problem jest niezwykle istotny, gdyż zgodnie z dyspozycją ustawy o obligacjach informacje ujawnione w warunkach emisji długu powinny umożliwiać potencjalnym inwestorom zapoznanie się z efektami przedsięwzięcia finansowanego przy wykorzystaniu obligacji przychodowych. Po wyemitowaniu obligacji przychodowych emitent jest obowiązany ponadto ogłosić na swojej stronie internetowej łączną wysokość zadłużenia z tytułu tych obligacji oraz wskazać przedsięwzięcie⁷¹.

4. KORZYŚCI I WADY WYNIKAJĄCE Z OBLIGACJI PRZYCHODOWYCH DLA EMITENTA, W TYM DLA JEDNOSTEK SAMORZĄDU TERYTORIALNEGO

Obligacje stanowią dogodny instrument finansowania m.in. Działalności jednostek samorządu terytorialnego. W konsekwencji wprowadzonych zmian legislacyjnych, usunięte zostały istotne przeszkody do upowszechnienia emisji obligacji, w tym obligacji przychodowych przez jednostki samorządu. Większa swoboda w ustalaniu warunków finansowania w drodze emisji obligacji powinna pozytywnie przełożyć się na dostępność tego instrumentu i dopasowanie go do specyfiki działania jednostek samorządu terytorialnego.

Niebywałą korzyścią dla emitenta jest szansa sfinansowania przedsięwzięć niezbędnych do poprawy standardów życia lokalnej społeczności, m.in. Inwestycji wodno-

⁷¹ T. Sójka, Komentarz do art. 24 ustawy o obligacjach, [w:] *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, red. *idem*, Warszawa 2022.

kanalizacyjnych, w zakresie transportu publicznego czy infrastruktury sportowej. Ponadto emisja obligacji przychodowych stwarza możliwość elastycznego ustalenia warunków spłaty zadłużenia w powiązaniu z przychodami z tego tytułu - np. w zakresie określenia karencji w spłacie, formy wykupu, wysokości marży oraz oprocentowania. Emisja obligacji przychodowych pozwala także na wspomnianą wcześniej możliwość ograniczenia odpowiedzialności emitenta wyłącznie do przychodów z finansowanego projektu oraz majątku przedsięwzięcia finansowanego z emisji. Atrakcyjność tego rodzaju papierów wartościowych wynika również z braku konieczności uwzględniania zadłużenia z tytułu obligacji przychodowych przy wyliczaniu limitów zadłużenia obowiązujących jednostki samorządu terytorialnego⁷².

Oprócz oczywistych korzyści, w literaturze wskazuje się także na następujące wady obligacji przychodowych, tj.: zbyt długi okres zwrotu inwestycji finansowanych z obligacji przychodowych, obniżający zainteresowanie potencjalnych inwestorów, niepewność inwestorów co do powodzenia inwestycji i odzyskania zainwestowanych środków, oczekiwania inwestorów dotyczące tworzenia funduszu rezerwowego, co może z kolei zniechęcać potencjalnych emitentów, wyższy koszt niż w przypadku obligacji ogólnych, niechęć banków do angażowania się w emisję obligacji przychodowych z powodu dużo wyższych kosztów emisji niż w przypadku obligacji ogólnych, liczne obowiązki informacyjne emitenta⁷³.

Ponadto ten sposób finansowania inwestycji ma także inne istotne ograniczenie – emisję obligacji przychodowych mogą przeprowadzić wyłącznie podmioty prowadzące działalność o charakterze użyteczności publicznej, szczególnie o charakterze infrastrukturalnym, jak jednostki samorządu terytorialnego tj. gminy, powiaty, województwa oraz związki tych jednostek, BGK, czy też spółki kontrolowane przez Skarb Państwa. Zamknięty katalog tych podmiotów zawiera art. 25 ustawy o obligacjach.

5. UWAGI KOŃCOWE

Pomimo wieloletniej historii funkcjonowania rynek obligacji przychodowych w Polsce znajduje się nadal na wczesnym etapie rozwoju. Charakterystyka tych instrumentów sprawia, że mają one szanse na szersze zastosowanie gospodarcze, a za

⁷² Zob. J. Cichy, *Emisja obligacji przychodowych - niewykorzystany obszar aktywności banku*, „Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2013.

⁷³ U. Ziarko-Siwiek, *Jednostki Samorządu terytorialnego jako emitenci papierów wartościowych*, „Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny”, rok LXXI, zeszyt 3, 2009.

formułowanym wnioskiem przemawiają zarówno walory obligacji przychodowych odnotowane po stronie emitenta, jak również aspekty odnoszące się do osoby inwestora i poziomu ochrony jego interesu. Jak podkreślono, obligacje przychodowe, wyposażając samorządy w kapitał służący realizacji działalności inwestycyjnej, pozostają bez wpływu na ustawowe limity zadłużenia i co istotne – umożliwiają ograniczenie odpowiedzialności emitenta za zobowiązania zaciągane w ramach emisji długu. Na bazie doświadczeń zagranicznych wskazać można co najmniej kilka obszarów, w jakich analizowana grupa instrumentów mogłaby znaleźć szerokie zastosowanie – m.in. finansowanie infrastruktury wodno-kanalizacyjnej, finansowanie infrastruktury transportowej czy finansowanie budownictwa komunalnego ⁷⁴.

Praktyczna atrakcyjność obligacji przychodowych dla JST przegrywa jednak z licznymi niedogodnościami wynikającymi z przesłanek formalnoprawnych i organizacyjnych, znacznie podnoszących koszty emisji, a także z przesłanek obiektywnych, tj. z niewątpliwego niedorozwoju tego segmentu rynku finansowego. O ile więc samych samorządów nie trzeba przekonywać do atrakcyjności obligacji przychodowych, jako sposobu pozyskiwania środków na inwestycje, o tyle istnieje pilna potrzeba działań legislacyjnych i organizacyjnych, ukierunkowanych na likwidację ciągle licznych barier, na jakie napotykają ich potencjalni emitenci.

Podsumowując, obligacje przychodowe stanowią świetną alternatywę wobec kredytu czy normalnych obligacji komunalnych. Mała ich popularność wynika obecnie w większym stopniu z niewiedzy ekonomicznej oraz braku doświadczenia samorządów w zakresie emitowania tego rodzaju obligacji, niż z ich małej atrakcyjności. Ponadto, brak wcześniejszych doświadczeń, dość rozbudowane procedury oraz niepewność co do powodzenia emisji skutecznie zniechęcają jednostki samorządu terytorialnego i podmioty z nimi związane do podjęcia decyzji o finansowaniu inwestycji tą drogą.

⁷⁴ B. Nowicki, *Obligacje przychodowe jako sposób finansowania inwestycji*, 26.04.2022, <https://www.lsw.com.pl/aktualnosci/obligacje-przychodowe-jako-sposob-finansowania-inwestycji/> (dostęp 20.05.2023).

BIBLIOGRAFIA:

1. Cichy J., *Emisja obligacji przychodowych - niewykorzystany obszar aktywności banku*, „Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2013, s. 202-211.
2. Czaplicki P., *Wpływ regulacji prawnych na rozwój rynku obligacji w Polsce*, Białystok 2020.
3. Dom Maklerski NWAi, *Obligacje przychodowe – atrakcyjny sposób pozyskania kapitału dla samorządów* 15.04.2021, <https://pap-mediaroom.pl/biznes-i-finance/obligacje-przychodowe-atrakcyjny-sposob-pozyskania-kapitalu-dla-samorzadow> (dostęp 20.05.2023)
4. Hadryjańska B., Mrowicki J., *Obligacje przychodowe jako narzędzie zwiększające zdolności inwestycyjne gmin wiejskich w Polsce*, „Zeszyty Naukowe SGGW w Warszawie - Problemy Rolnictwa Światowego” 2017, s. 111-127.
5. Kędzierski P., *Obligacje przychodowe – aspekty prawne i pionierskie przykłady*, 14.02.2011, https://samorzad.infor.pl/sektor/rozwoj_i_promocja/wspolpraca/463037,Obligacje-przychodowe-aspekty-prawne-i-pionierskie-przyklady.html (dostęp 20.05.2023).
6. Klupczyński M., *Obligacje przychodowe a indywidualny wskaźnik spłaty zobowiązań*, „Prawo budżetowe Państwa i Samorządu” 2015, nr 1.
7. Nowicki B., *Obligacje przychodowe jako sposób finansowania inwestycji*, 26.04.2022, <https://www.lsw.com.pl/aktualnosci/obligacje-przychodowe-jako-sposob-finansowania-inwestycji/> (dostęp 20.05.2023).
8. *Obligacje jako instrument finansowania działalności jednostek samorządu*, 20.11.2015, <https://prawo.money.pl/aktualnosci/okiem-eksperta/arttykul/obligacje-jako-instrument-finansowania,154,0,1959834.html> (dostęp 20.05.2023).
9. Pawłowski M., *Rynek obligacji przychodowych w Polsce*, „Ekonomiczne Problemy Usług” 2016, nr 125.
10. Sójka T., Komentarz do art. 24 ustawy o obligacjach [w:] *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, red. *idem*, Warszawa 2022.
11. Wójcik M., *Obligacje przychodowe jako źródło finansowania inwestycji jednostek samorządu terytorialnego*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia” 2012, nr 50.

12. Ziarko-Siwek U., *Jednostki Samorządu terytorialnego jako emitenci papierów wartościowych*, „Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny” 2009, zeszyt 3.
13. *Co to są obligacje przychodowe?*, 9.05.2021, <https://businessinsider.com.pl/po-radnik-finansowy/oszczedzanie/obligacje-przychodowe-czym-sa-i-co-nalezy-o-nich-wiedziec/gy1yvd7%20%20%20> (dostęp 20.05.2023)
14. Pokropek A., *Obligacje przychodowe - szansa dla samorządów*, 20.10.2015, <https://www.rp.pl/finanse/art4222961-obligacje-przychodowe-szansa-dla-sa-morzadow> (dostęp 20.05.2023).