

Marzanna Poniatowicz

Uniwersytet w Białymstoku

RATING JAKO INSTRUMENT ZARZĄDZANIA DŁUGIEM JEDNOSTKI SAMORZĄDU TERYTORYALNEGO¹

Streszczenie: Obserwowana ostatnio w Polsce wysoka dynamika wzrostu zadłużenia sektora samorządowego powoduje, że szczególnego znaczenia nabiera problematyka optymalnego zarządzania długiem lokalnym. Jednym ze sposobów określenia zdolności jednostki samorządu terytorialnego do spłaty zaciąganych zobowiązań finansowych, niestety wciąż mało popularnym w Polsce, jest rating komunalny. Celem opracowania jest analiza uwarunkowań ekonomicznych związanych z wykorzystaniem tego instrumentu zarządzania długiem przez polskie jednostki samorządu terytorialnego, a także identyfikacja jego podstawowych zalet i wad, zwłaszcza w kontekście specyfiki sektora samorządowego.

Słowa kluczowe: dług samorządu terytorialnego, zarządzanie długiem, rating komunalny, agencja ratingowa

1. Wstęp

Od 1999 r. obserwujemy stały, systematyczny wzrost zobowiązań finansowych jednostek samorządu terytorialnego (JST) w Polsce, tj. gmin, powiatów i województw samorządowych. Jednak szczególnym rokiem, zarówno jeśli chodzi o wielkość, jak i dynamikę zadłużenia, okazał się rok 2009. Według danych Ministerstwa Finansów na koniec tego roku łączne zadłużenie sektora rządowego i samorządowego (ang. *general government sector*), liczone według unijnej metodologii ESA 95² wzrosło do ponad 684,4 mld zł, czyli wyniosło 51,0% polskiego PKB, a więc przekroczyło próg ostrożnościowy z ustawy o finansach publicznych³. Z kolei według danych

¹ Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2009–2010 jako projekt badawczy własny nr NN 113 241436 pt. *Efektywne zarządzanie długiem w jednostce samorządu terytorialnego (na przykładzie JST w województwie podlaskim)*.

² Jest to zalecany przez UE system rachunków narodowych, czyli wewnętrznie uporządkowany zbiór jednolitych zasad dotyczących prowadzenia rachunków makroekonomicznych, służący do pomiaru efektów działalności gospodarczej w krajach członkowskich UE.

³ *Komunikat dotyczący deficytu i długu instytucji rządowych i samorządowych w 2009 r.*, GUS, Warszawa, 22.04.2010, Portal Informacyjny Głównego Urzędu Statystycznego: http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_rm_kom_dot_def_dlug_inst_rz_i_sam_w_22_04_2010.pdf (dostęp: 23.04.2010).

NBP zadłużenie instytucji samorządowych w krajowych bankach wynosiło na koniec 2009 r. ponad 29 mld zł, czyli wzrosło w stosunku do 2008 r. o ponad 11,2 mld zł, czyli o około 40% (dla porównania – w przypadku zadłużenia sektora państwowego był to wzrost o 10%). Rekordowy wzrost zadłużenia w instytucjach samorządowych odnotowano w grudniu 2009 r. (o 4,3 mld zł – czyli ponad dwa razy więcej niż w całym 2008 r.)⁴.

Pojawia się pytanie, jakie są przyczyny tak gwałtownego wzrostu długu samorządu terytorialnego? W opinii autorki niniejszego opracowania można je zdiagnozować następująco:

Po pierwsze, jest to efekt wyraźnego spadku dochodów własnych samorządu, spowodowanego kryzysem gospodarczym. W 2009 r. w istotny sposób pogorszyła się sytuacja finansowa jednostek samorządu terytorialnego w Polsce. Uszczuplenie dochodów samorządowych wiąże się zwłaszcza z tymi źródłami, które wprost uzależnione są od koniunktury gospodarczej. Dotyczy to przede wszystkim udziałów JST w podatku dochodowym od osób prawnych (CIT) oraz w podatku dochodowym od osób fizycznych (PIT). Jest także efektem obserwowanej stagnacji na rynku nieruchomości, co w zdecydowany sposób rzutuje m.in. na mniejsze dochody samorządów z tytułu opodatkowania nieruchomości, jak i mniejsze dochody z majątku (np. dochody czynszowe z tytułu najmu, dzierżawy), a także niższe wpływy ze sprzedaży mienia komunalnego i z tytułu podatku od czynności cywilnoprawnych.

Po drugie, obserwowana wysoka dynamika wzrostu zadłużenia to w znacznym stopniu efekt uruchamiania samorządowych inwestycji współfinansowanych z funduszy pomocowych Unii Europejskiej. Należy pamiętać o tym, że instrumenty dłużne odgrywają ważną rolę jako czynnik podnoszenia zdolności absorpcyjnych JST w tym zakresie.

Po trzecie, w samorządach pojawił się swoisty czynnik psychologiczny, spowodowany bardzo żywą reakcją władz lokalnych na zapisy nowej ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych⁵, zmieniające w zasadniczy sposób dopuszczalne limity zadłużenia JST na rzecz powiązania zdolności kredytowej jednostki samorządowej i możliwości zaciągania przez nią zobowiązań z wielkością nadwyżki operacyjnej wypracowanej za ostatnie trzy lata. Wprawdzie wprowadzono równocześnie długie *vacatio legis* (nowe limity dotyczą dopiero zobowiązań ustalanych w uchwałach budżetowych na 2014 r.), ale już sam fakt planowanych zmian spowodował obawy samorządowców, że przyszłości niektóre jednostki stracą formalną zdolność kredytową, a co za tym idzie możliwość korzystania z instrumentów dłużnych.

W kontekście zaprezentowanych uwarunkowań szczególnego znaczenia nabiera problematyka optymalnego zarządzania długiem samorządowym. Celem niniejszego opracowania jest analiza prawno-ekonomicznych uwarunkowań związanych z wykorzystaniem przez JST jednego z instrumentów zarządzania długiem, tj. ratingu

⁴ A. Kurowska, *Zadłużenie samorządów sięga już 40 mld zł*, „Rzeczpospolita”, 21.01.2010.

⁵ Dz.U. nr 157, poz. 1240.

komunalnego, identyfikacja pozytywnych aspektów jego zastosowania w sektorze samorządowym oraz wyjaśnienie przyczyn słabego zainteresowania tym instrumentem przez analizowane jednostki.

2. Definicja i cele zarządzania długiem w jednostce samorządu terytorialnego

Integralnym elementem zarządzania finansami JST jest zarządzanie długiem samorządowym. M. Bitner określa je jako dyscyplinę naukową i działalność praktyczną zajmującą się analizą działań zmierzających do planowego zaciągnięcia i spłaty zadłużenia, zgodnych z potrzebami i możliwościami finansowymi JST oraz z sytuacją na rynkach finansowych. Zarządzanie długiem polega na wyborze odpowiedniej formy instrumentów dłużnych, dostosowaniu związanych z nimi przepływów gotówkowych do wielkości dochodów i wydatków budżetowych oraz na kwantyfikowaniu i ograniczaniu różnego rodzaju ryzyk towarzyszących procesom zadłużania się przez jednostkę samorządową⁶.

M. Dylewski definiuje proces zarządzania długiem w jednostce samorządu terytorialnego jako wszystkie te działania, które najogólniej rzecz ujmując, związane są z pozyskaniem środków dłużnych, obsługą oraz spłatą zadłużenia. Jako podstawowe cele zarządzania długiem cytowany autor wymienia następujące⁷:

- finansowanie zadań, na które brakuje pokrycia w dochodach własnych JST,
- minimalizacja kosztów zadłużenia,
- minimalizacja ryzyka finansowego, w tym minimalizacja ryzyka utraty płynności oraz niewypłacalności JST.

W literaturze przedmiotu⁸ podkreśla się, że instrumenty dłużne mogą być efektywnym, prorozwojowym narzędziem w procesie zarządzania finansami JST.

Reasumując, zarządzanie długiem JST to ważny proces decyzyjny związany z zarządzaniem finansami lokalnymi, przy czym decyzje te dotyczą między innymi takich elementów jak: delimitacja i optymalizacja celów zadłużenia; wybór optymalnych instrumentów dłużnych (kredytów, pożyczek, obligacji komunalnych itp.) w kontekście zróżnicowanych warunków zaciągnięcia długu, a w konsekwencji kształtowanie optymalnej struktury długu; określenie maksymalnego poziomu zadłużenia oraz indywidualnych dla danej JST, bezpiecznych wskaźników zadłużenia; minimalizacja kosztów obsługi zadłużenia; minimalizacja ryzyka obsługi zadłużenia, opra-

⁶ M. Bitner, *Gmina na rynku kapitałowym. Podstawy zarządzania długiem komunalnym*, Agencja Rozwoju Komunalnego, Warszawa 1999, s. 23.

⁷ M. Dylewski, B. Filipiak, M. Gorzałczyńska-Koczkodaj, *Finanse samorządowe. Narzędzia. Decyzje. Procesy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 177.

⁸ Por.: K. Piotrowska-Marczak, T. Uryszek, *Zarządzanie finansami publicznymi*, Difin, Warszawa 2009, s. 114, cyt. za: A. Bogus, M. Marcinkowska, *Instrumenty finansowe jako dźwignia finansowa rozwoju gmin*, w: S. Wieteska, M. Wypych, *W poszukiwaniu efektywności finansów publicznych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009, s. 232.

cowanie strategii postępowania w sytuacjach ekstremalnych (niewątpliwie do takich zalicza się aktualna sytuacja kryzysu gospodarczego), a także ciągle monitorowanie i nadzorowanie stanu zadłużenia oraz przebiegu jego obsługi.

Według M. Jastrzębskiej jednostka samorządu terytorialnego, która chce efektywnie zarządzać swoim długiem, powinna między innymi⁹:

- a) opracowywać systematycznie takie dokumenty, jak:
 - strategia zarządzania długiem (strategia polityki długu) – jej zadaniem jest określenie długoterminowych celów w zakresie lokalnej polityki zadłużenia, maksymalnego poziomu długu oraz okresu jego spłaty, instrumentów zaciągania długu, a także sposobów ograniczania ryzyka związanego z wykorzystaniem instrumentów dłużnych;
 - wieloletni plan inwestycyjny (WPI) – jest narzędziem usystematyzowania procesu realizacji najważniejszych zadań inwestycyjnych planowanych do wykonania przez JST w szerokim horyzoncie czasowym, umożliwiającym znalezienie optymalnej równowagi pomiędzy potrzebami rozwojowymi a możliwościami finansowymi jednostki samorządowej i ułatwiającym planowanie rocznych budżetów odnoszących się do zadań inwestycyjnych (w planie szacowany jest maksymalny poziom wydatków inwestycyjnych);
 - wieloletnia prognoza finansowa (WPF) – zgodnie z nową ustawą o finansach publicznych opracowywanie przez samorządy tego dokumentu stało się obligatoryjne od 2010 r. (dokument musi zostać uchwalony nie później niż uchwała budżetowa na 2011 r.); ma to na celu zapewnienia długookresowej perspektywy prowadzenia gospodarki finansowej, również w zakresie polityki długu; WPF jest sporządzana na okresy czteroletnie (okres roku budżetowego i 3 kolejnych lat; minimalny okres sporządzania prognozy będzie podlegał obowiązkowemu wydłużeniu, na okres na jaki przewiduje się limity wydatków wieloletnich); jednym z elementów WPF jest prognoza kwoty długu;
- b) wyodrębnić jednostkę/stanowisko ds. zarządzania długiem;
- c) być stale obecna na rynku kapitałowym;
- d) posiadać ocenę ratingową.

Ostatni z wymienionych aspektów efektywnego zarządzania długiem JST jest kluczowy, z punktu widzenia problematyki niniejszego opracowania. Wydaje się, że w niektórych przypadkach (dotyczy to zwłaszcza większych JST) celowe jest skorzystanie z usług zewnętrznych i specjalistycznych podmiotów w procesie zarządzania długiem, na przykład agencji ratingowych. Oczywiście taki sposób jest kosztowny, ale często pozytywne efekty wynikające z jego zastosowania przewyższają owe koszty.

⁹M. Jastrzębska, *Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego*, Wolters Kluwer, Warszawa 2009, s. 89–90.

3. Istota, rodzaje i funkcje ratingu

Rating (ang. *credit rating*) to niezależna i obiektywna ocena wiarygodności finansowej, wyrażona za pomocą symboli, oparta na kodzie literowym, obrazująca ogólną zdolność podmiotu do wywiązywania się ze swoich zobowiązań finansowych lub dotycząca konkretnej emisji zobowiązania lub programu finansowego. Oceny takiej dokonują instytucje wyspecjalizowane w analizach gospodarczych i finansowych pod kątem oceny ryzyka niewypłacalności.

Ocena ratingowa spełnia wiele istotnych funkcji na rynku kapitałowym¹⁰. Po pierwsze, stanowi instrument promocji (pod warunkiem, że jest pozytywna) badanego podmiotu. Poprawia jego wizerunek, umacnia jego pozycję i podnosi prestiż na rynku, w konsekwencji przyczyniając się do zwiększenia zaufania środowiska finansowego. Po drugie jest ważnym instrumentem informacyjnym. Uwiarygodnia dane finansowe danego podmiotu. Po trzecie, stanowi skuteczne i efektywne narzędzie porównawcze, np. pozwalając na porównywanie ryzyka inwestycyjnego różnych podmiotów, przez co przyczynia się do zwiększenia przejrzystości rynków kapitałowych. Po czwarte, wyższa ocena ratingowa umożliwi JST wynegocjowanie u instytucji kredytującej korzystniejszej ceny długu. Wreszcie po piąte, ocena stanowi ważne narzędzie optymalizujące zachowania uczestników rynku, sprzyjając podejmowaniu przez nich optymalnych decyzji dotyczących alokacji kapitału.

Rozróżniamy różne rodzaje ocen ratingowych. Mogą mieć one charakter ogólny (ang. *credit rating*), czyli wyrażać ogólną zdolność podmiotu do wywiązywania się ze swoich zobowiązań finansowych lub szczegółowy, czyli dotyczący konkretnej emisji zobowiązania lub programu finansowego (np. ratingi akcji – ang. *stock rating* lub ratingi obligacji – ang. *bond rating*). Inny podział ratingu uwzględnia kwestie upublicznienia oceny. Wyróżniamy rating indykacyjny (ang. *indicative rating*), stosowany do emisji dopiero planowanej, w przypadku gdy jej parametry nie są jeszcze definitywnie ustalone. Rating ten nie jest publikowany, a ocena jest podawana tylko do wiadomości potencjalnego emitenta. Rating publikowany stosowany jest w sytuacji, gdy decyzja o emisji została podjęta w sposób nieodwołalny, a wszystkie jej parametry są już znane. Dodatkowo ratingi mogą być dobrowolne, czyli nadawane są na zlecenie badanego podmiotu lub kwalifikowane (ang. *qualified rating*), czyli opracowywane bez zamówienia i zgody ocenianego podmiotu, na podstawie publicznie dostępnych informacji (ang. *public informations rating*). Agencje ratingowe sporządzają ponadto ratingi kraju (ang. *sovereign rating*), branży (ang. *industry rating*), przedsiębiorstwa (ang. *company rating*), produktów (ang. *product rating*), banków (ang. *bank rating*) i wreszcie jednostek samorządu terytorialnego (ang. *local and regional governments rating*).

¹⁰ Szerzej na ten temat: M. Poniatowicz, *Rating jako ocena wiarygodności kredytowej jednostki samorządu terytorialnego*, „OPTIMUM. Studia Ekonomiczne” 2000, nr 4, s. 53–54.

Przyznawaniem ocen zajmują się wyspecjalizowane firmy – agencje ratingowe, które mogą mieć znaczenie międzynarodowe bądź narodowe (działające na terenie danego kraju). Aktualnie na świecie działa od 140 do 150 takich podmiotów, jednak najsilniejszą pozycję posiada zaledwie kilka. Do najbardziej renomowanych należy tzw. „Wielka Trójka” (ang. *The Big Three*), którą tworzą Fitch Rating, Moody’s Corp (MCO) and Standard and Poor’s¹¹.

Przykładem polskiej agencji narodowej było powołane w 1996 r. w Warszawie, z inicjatywy Związku Banków Polskich, Środkowoeuropejskie Centrum Analiz i Ratingu (*Central European Rating Agency* – CERA). W 2000 r. większościowy pakiet akcji agencji przejął Fitch Rating i w styczniu 2002 r. oficjalnie zmieniła ona nazwę na Fitch Polska SA. Warszawska siedziba Fitch Polska jest jedynym biurem międzynarodowej agencji ratingowej w Europie Środkowej.

4. Skale ocen ratingowych i ich interpretacja

System oceny ratingowej składa się z dwóch poziomów – inwestycyjnego i spekulacyjnego. Poziom inwestycyjny (ang. *Investment Grade*) oznacza zdolność podmiotu do spłaty odsetek i kapitału, czyli niskie lub umiarkowane ryzyko, natomiast poziom spekulacyjny (ang. *Speculative Grade*) wskazuje, że ryzyko spłaty jest duże. W ramach wspomnianych poziomów wyróżnia się poszczególne szczeble ryzyka, od najwyższej oceny AAA (najwyższa zdolność kredytowa – najniższe ryzyko) do najniższej oceny D (ryzyko największe – brak zdolności do obsługi długu). Osobno oceniana jest zdolność kredytowa długo- (ang. *Long-term Credit Rating*) i krótkoterminowa (ang. *Short-term Credit Rating*), a w jej ramach ratingi dla długu w walucie zagranicznej (ang. *Foreign Currency Rating* – FCR) i w walucie krajowej (ang. *Local Currency Rating* – LCR). Stosowane przez agencje ratingowe określenie „wysoka jakość” oznacza niskie ryzyko inwestycyjne, czyli wysokie prawdopodobieństwo spłaty zobowiązań, a „niska jakość” to wysoki poziom ryzyka i zagrożenie spłaty zobowiązań.

W tabeli 1 przedstawiono skale i interpretacje ocen w przypadku trzech, wspomnianych wcześniej międzynarodowych agencji ratingowych.

¹¹ Reputacja i dobry wizerunek tych instytucji zostały poważnie nadszarpnięte podczas ostatniego kryzysu hipotecznego, kiedy to okazało się, że agencje wystawiały bardzo wysokie oceny ratingowe dla tzw. obligacji śmieciowych (ang. *junk bonds*), czyli obligacji emitowanych przez firmy o słabej kondycji finansowej, w które to inwestowały banki hipoteczne. Analizowane agencje na kilka miesięcy przed bankructwem Lehman Brothers wystawiały temu bankowi najwyższą z możliwych ocen ratingowych, tzn. na poziomie AAA. Podobna sytuacja miała miejsce w przypadku amerykańskiego Enronu. Dosłownie na kilka dni przed jego bankructwem Standard & Poor’s i Moody’s stwierdziły, iż kondycja finansowa tego koncernu nie budzi żadnych wątpliwości i również nadały mu najwyższy rating.

Tabela 1. Skale i interpretacja ocen ratingowych

| Znaczenie oceny | Moody's | Standard & Poor's | Fitch Rating |
|--|------------|-------------------|--------------|
| Poziom inwestycyjny – dobra sytuacja finansowa podmiotu daje gwarancję terminowej spłaty rat kapitałowych i odsetek; niskie ryzyko kredytowe | Aaa | AAA | AAA |
| | Aa | AA | AA |
| | A | A | A |
| | Baa | BBB | BBB |
| Poziom spekulacyjny – gwarancja spłaty rat i odsetek nie jest wystarczająca | Ba | BB | BB |
| | B | B | B |
| Poziom wysoce spekulacyjny – wysokie ryzyko niewypłacalności (raty i odsetki płacone ze zwłoką) | Caa, Ca, C | CCC, CC, C | CCC, CC, C |
| Niewypłacalność – co najmniej raz odsetki nie zostały zapłacone | D | D | DDD, DD, D |

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji agencji ratingowych.

Na rynku usług ratingowych istnieje generalna zasada, że każda oceniana firma, czy też jednostka samorządu terytorialnego może otrzymać rating co najwyżej równy (nigdy wyższy) ratingowi nadanemu krajowi, w którym się znajduje¹². Międzynarodowe ratingi jednostek samorządu terytorialnego są więc ograniczone ratingami przyznanymi Polsce. Aktualne oceny wiarygodności kredytowej naszego państwa przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2. Aktualna ocena ratingowa Polski (stan na 1 stycznia 2010 r.)

| Agencja ratingowa | Waluta zagraniczna | | Waluta krajowa | | Perspektywa Oceny |
|-------------------|--------------------|-------------|----------------|-------------|-------------------|
| | Długoterm. | Krótkoterm. | Długoterm. | Krótkoterm. | |
| Fitch | A- | F2 | A | no | Stabilna |
| Moody's | A2 | P-1 | A2 | no | Stabilna |
| Standard & Poor's | A- | A-2 | A | A-1 | Stabilna |

no – nie podlega ocenie.

Źródło: strony internetowe Ministerstwa Finansów, adres internetowy: <http://www.mf.gov.pl/index.php?const=5&dzial=2122&wysw=2&sub=sub3&PortalMF=+-+15k+-> (dostęp: 10.04.2010).

¹² Zasada ta została ostatnio złamana przez agencję ratingową Fitch, która podniosła w związku z przystąpieniem Polski i innych krajów do UE pułap ratingów dla firm i banków, uznając, że gdy jest to należycie uzasadnione, ich oceny mogą przewyższać oceny państw, z których pochodzą.

5. Specyfika ratingu komunalnego oraz korzyści i wady jego zastosowania w polskim sektorze samorządowym

Polskie jednostki samorządu terytorialnego powoli stają się pełnoprawnymi uczestnikami rynku kapitałowego. Chcąc zaistnieć na nim w sposób skuteczny i efektywny, muszą aktywnie kształtować swoją politykę finansową, sięgając po najnowsze rozwiązania, jakie oferuje ten rynek. Takim nowoczesnym i sprawdzonym w innych państwach instrumentem rynku kapitałowego jest rating komunalny, który może służyć jako syntetyczny miernik wiarygodności komunalnego kredytobiorcy, odzwierciedlający jego zdolność i gotowość do terminowego regulowania spłat kapitału i odsetek od zaciąganych długów.

Proces nadania ratingu w przypadku JST zwykle składa się z następujących etapów:

1. Określenie wymagań i przedmiotu ratingu.
2. Wybór przez JST agencji ratingowej w drodze przetargu.
3. Podpisanie umowy o nadanie oceny ratingowej.
4. Wizytowanie przez zespół analityków ocenianej JST.
5. Zaprezentowanie JST przez analityków Komitetowi Ratingowemu.
6. Posiedzenie Komitetu Ratingowego i nadanie oceny ratingowej JST.
7. Nadzór i monitoring przyznawanej oceny.

Ocena ratingowa powinna uwzględniać specyfikę podmiotów samorządowych wynikającą z faktu, że są one nie tylko jednostkami gospodarczymi, ale jednocześnie organizacjami społecznymi, politycznymi i administracyjnymi. Agencja ratingowa dokonując oceny jednostki samorządu terytorialnego, wykorzystuje wiele szczegółowych informacji.

Po pierwsze, brane są pod uwagę aspekty instytucjonalno-administracyjne. Analiza struktury zarządzania emitenta samorządowego, zakresu i rodzajów świadczonych przez niego usług publicznych, rozpoznanie otoczenia prawnego – regulacji konstytucyjnych, ustrojowych, statutowych, pomaga ocenić stopień autonomii, zapotrzebowanie na kapitał oraz inne czynniki oceny kredytowej. Uwzględnia się również układ sił politycznych w danej jednostce samorządu terytorialnego oraz relacje władzy samorządowej z opozycją.

Po drugie, analizuje się bazę ekonomiczną emitenta samorządowego na tle gospodarki kraju oraz regionu. Ocenia się jego potencjał, stabilność uwarunkowań rozwojowych, stopień dywersyfikacji gospodarki (zdywersyfikowana gospodarka lokalna jest traktowana jako pozytywny czynnik kredytowy), rodzaj i charakter zatrudnienia. Ponadto analizuje się położenie geograficzne emitenta i pozycję administracyjno-funkcjonalną. Uwzględnia się także dostępność infrastruktury technicznej i społecznej. Ważną pozycję w tego rodzaju analiz stanowi sytuacja demograficzna w danej jednostce samorządu terytorialnego.

Po trzecie, dokonuje się szczegółowej analizy budżetu JST. Na podstawie sprawozdań finansowych określa się podstawowe źródła dochodów jednostki samorządowej, ich stabilność i zakres dywersyfikacji, bada się również możliwości zwiększania wpływów podatkowych, a także trendy wydatków, analizuje się kwestie zarządzania gotówką oraz plany inwestycji finansowych i kapitałowych. Analizie finansowej poddawane są również podmioty nieskonsolidowane z jednostką samorządu terytorialnego, np. różnego rodzaju spółki komunalne.

Wreszcie po czwarte, analizuje się zadłużenie JST, jego rozmiary, strukturę i dynamikę wzrostu. Ocenia się również ogólne obciążenie emitenta kosztami długu. Wskaźniki zadłużenia mają zdecydowanie największy wpływ na ostateczną ocenę ratingową. W przypadku JST konstruuje się je, odnosząc poziom długu lub wielkości spłat do takich kategorii, jak: budżet, dochód na jednego mieszkańca, wartość mienia komunalnego, poziom inwestycji itp. Ocena agencji ratingowych powinna obejmować także zobowiązania spółek satelickich JST, które również mogą się zadłużać. W ten sposób, obok ryzyka bezpośredniego związanego z zadłużeniem, określa się również zakres tzw. ryzyka pośredniego i jego wpływ na jakość kredytową jednostek samorządowych¹³.

Z punktu widzenia tematu niniejszego opracowania, kluczowy wydaje się ostatni z wymienionych aspektów. Należy pamiętać jednak, że na rozmiary, strukturę i dynamikę zadłużenia mają również wpływ (czasami pośredni) wszystkie z wymienionych aspektów analizy ratingowej. Dla przykładu, istotny wpływ na decyzje dotyczące zadłużenia JST mają uwarunkowania polityczne. Wiąże się z tym tzw. teoria politycznego cyklu budżetowego (ang. *political budget cycle*), nawiązująca do teorii politycznego cyklu koniunkturalnego W. Nordhaus'a (ang. *political business cycle*), a opisywana w polskiej literaturze między innymi przez A. Babczuka¹⁴. Zgodnie z nią w okresach poprzedzających reelekcję decydenci samorządowi starają się zademonstrować swoim wyborcom jak największą zdolność do dostarczania dóbr publicznych. W tym celu zwiększają lokalne wydatki budżetowe bez adekwatnego zwiększania obciążeń fiskalnych swoich wyborców, a rosnące deficyty budżetowe starają się pokrywać w drodze bardziej intensywnego wykorzystania instrumentów dłużnych (kredytów, pożyczek, emisji obligacji komunalnych itp.).

Zastanówmy się teraz, jakie są pozytywy wykorzystania przez JST instrumentu ratingu komunalnego? Część z nich została już wymieniona w punkcie 2 niniejszego opracowania (rating komunalny jako instrument komunikacji i PR – przyczynia się do zwiększania zaufania środowiska finansowego wobec JST, jako instrument informacyjny – uwiarygodnia sytuację finansową JST, jako efektywne narzędzie po-

¹³ W polskich warunkach ryzyko pośrednie wiąże się na przykład z zadłużeniem publicznych zakładów opieki zdrowotnej, dla których samorząd jest organem założycielskim i w przypadku ich likwidacji przejmuje ich długi.

¹⁴ A. Babczuk, *Polityczny cykl budżetowy w polskich gminach*, w: *Samorząd terytorialny w zintegrowanej Europie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 526, Szczecin 2008, s. 44–50.

równawcze dla inwestorów – pozwala na porównywanie ryzyka inwestycyjnego, przez co przyczyniające się do zwiększenia przejrzystości rynków kapitałowych, jako instrument zwiększający pozycję negocjacyjną JST w negocjacjach z instytucją kredytującą – pozwalający na uzyskanie korzystniejszej ceny długu itp.).

Do zdefiniowanych w ten sposób zalet i korzyści można dodać kilka innych. Rating dokonywany jest przez ekspertów zewnętrznych, niebiorących udziału w ocenianym przedsięwzięciu. Jest to istotny czynnik większej obiektywności oceny, a przez co większej jej profesjonalności, rzetelności i trafności (abstrahując od opisanego wcześniej swoistego „nadszarpięcia” reputacji agencji ratingowych w dobie kryzysu hipotecznego i wielu przykładów ich nadmiernie optymistycznych ocen). Ocena ratingowa może być traktowana jako profesjonalna prognoza kondycji finansowej w długim okresie i nabiera szczególnego znaczenia jako instrument umożliwiający wejście JST jako dłużnika na międzynarodowe rynki finansowe. Jest to również istotny instrument zarządzania ryzykiem JST. Wysoka ocena ratingowa może stać się pozytywnym instrumentem motywacji pracowników samorządowych, mieszkańców oraz inwestorów. Dodatkowo, pozytywna ocena pozwala na poszerzenie grupy potencjalnych pożyczkodawców, co może okazać się szczególnie ważne wobec spowodowanej kryzysem większej „ostrożności” i spowolnienia dynamiki kredytowej sektora bankowego. Taka ocena zwiększa również szansę na uzyskanie przez JST gwarancji i poręczeń Skarbu Państwa.

Ważnym bodźcem do przeprowadzania ocen ratingowych na większą skalę może stać się szersze wykorzystanie w polskim sektorze instrumentu obligacji przychodowych, czyli takich obligacji, w przypadku których odpowiedzialność za zobowiązanie emitenta samorządowego ogranicza się do kwoty przychodów pochodzących z danego przedsięwzięcia (przedsięwzięć) lub z majątku związanego z przedsięwzięciem, na które wyemitowano owe papiery wartościowe. Ponieważ są to zobowiązania, za które JST nie odpowiada całym swoim majątkiem, obligacje te często określane są w żargonie jako obligacje komunalne z ograniczoną odpowiedzialnością, a więc obligacje obciążone większym ryzykiem. To z kolei uzasadnia celowość udokumentowania wysokiej wiarygodności kredytowej emitenta w celu pozyskania odpowiedniej liczby obligatariuszy. Ważną rolę w tym zakresie może odegrać pozytywna ocena ratingowa.

Wobec faktu, że niewiele jednostek samorządu terytorialnego w Polsce posiada ocenę ratingową, pozytywna ocena może stanowić także ważny instrument zdobycia przewagi konkurencyjnej w sektorze samorządowym (samorzady konkurują między sobą o kapitał inwestorów, środki kredytowe instytucji finansowych, środki budżetu państwa, środki pomocowe UE itp.).

Ocena ratingowa to również solidna baza informacyjna, niejako punkt wyjścia, do opracowania strategii rozwoju JST, wieloletniej prognozy finansowej, czy też strategii zarządzania długiem (strategii polityki długu).

Niestety, analizowany instrument posiada również pewne wady. Po pierwsze, jest to instrument kosztowny, zwłaszcza jeśli oceny dokonuje renomowana agencja

ratingowa. W odniesieniu do ratingu o zasięgu krajowym jest to kwota od 100 do 120 tys. zł, natomiast przy ratingu o zasięgu międzynarodowym jest to koszt od 50 tys. euro. Po drugie, nadanie oceny ratingowej jest procesem złożonym i długotrwałym¹⁵. Po trzecie, ocena ta charakteryzuje się pewnym schematyzmem i nie zawsze jest możliwe uwzględnienie specyfiki danej JST. Po czwarte, nie daje ona żadnej gwarancji dla inwestorów i ma wyłącznie znaczenie informacyjne.

6. Oceny ratingowe uzyskane przez polskie JST

Na blisko 3 tys. jednostek samorządu terytorialnego w Polsce zaledwie 35 jednostek poddało się ocenie ratingowej, w tym 29 miast i 6 województw (tabela 3). W zdecydowanej większości oceny dokonała agencja ratingowa Fitch (wyjątki dotyczą Krakowa, ocenianego przez S&P oraz Poznania, Warszawy i woj. pomorskiego – ocenianych przez Moody's).

Tabela 3. Oceny ratingowe polskich jednostek samorządu terytorialnego (stan na 1 kwietnia 2010 r.)

| Jednostka samorządu terytorialnego | Ratingi międzynarodowe | | |
|------------------------------------|------------------------|-------------------------------------|-------------|
| | Agencja | Ocena | Perspektywa |
| Białystok | Fitch | BBB | Stabilna |
| Bielsko-Biała | Fitch | BBB+ | Stabilna |
| Bydgoszcz | Fitch | BBB | Stabilna |
| Częstochowa | Fitch | BBB | Stabilna |
| Gdańsk | Fitch | BBB+ | Stabilna |
| Gliwice | Fitch | BBB | Stabilna |
| Katowice | Fitch | A- | Stabilna |
| Kielce | Fitch | BBB- | Negatywna |
| Kraków | S&P | A- | Stabilna |
| Łódź | Fitch | BBB+ | Stabilna |
| Płock | Fitch | BBB+ | Stabilna |
| Poznań | Moody's | A3 | Stabilna |
| Rzeszów | Fitch | BBB | Pozytywna |
| Szczecin | Fitch | BBB+ F2 (rating krótkoterminowy) | Stabilna |
| Warszawa | Moody's | A2 | Stabilna |
| Wrocław | Fitch | A- | Negatywna |
| Woj. dolnośląskie | Fitch | A- | Stabilna |
| Woj. łódzkie | Fitch | A- | Stabilna |
| Woj. małopolskie | Fitch | A- | Stabilna |

¹⁵ Przykładowo, w przypadku ubiegania się o rating międzynarodowy miasta stołecznego Warszawy w agencji Moody's procedura trwała ponad 7 miesięcy, tj. od maja do grudnia 2007 r.

| | | | |
|----------------------|---------|--|----------------------|
| Woj. mazowieckie | Fitch | A- (ZWZ) A (ZWK) | Stabilna Stabilna |
| Woj. pomorskie | Moody's | Baa1 | Stabilna |
| Woj. wielkopolskie | Fitch | A- (ZWZ) A (ZWK) F2 (rating krótkoterminowy) | Stabilna Stabilna |
| Zabrze | Fitch | BBB- | Stabilna |
| Zielona Góra | Fitch | BBB- | Stabilna |
| Ratingi krajowe | | | |
| Białystok | Fitch | A (pol) | Stabilna |
| Bielsko-Biała | Fitch | AA- (pol) | Stabilna |
| Bydgoszcz | Fitch | A (pol) | Stabilna |
| Gliwice | Fitch | A (pol) | Stabilna |
| Jarocin | Fitch | BBB+ (pol) | Stabilna |
| Kielce | Fitch | A- (pol) | Negatywna |
| Koszalin | Fitch | BBB- (pol) | Stabilna |
| Łódź | Fitch | AA- (pol) | Stabilna |
| Myślenice | Fitch | BBB (pol) | Stabilna |
| Olsztyn | Fitch | BBB+ (pol) | Stabilna |
| Opole | Fitch | BBB (pol) | Stabilna |
| Ostrów Wielkopolski | Fitch | A- (pol) | Stabilna |
| Piotrków Trybunalski | Fitch | BBB- (rating wycofany) | Stabilna |
| Płock | Fitch | AA- (pol) | Stabilna |
| Ruda Śląska | Fitch | A- (pol) | Negatywna |
| Rybnik | Fitch | A (pol) | Stabilna |
| Rzeszów | Fitch | A+ (pol) | Stabilna |
| Sochaczew | Fitch | BBB- (pol) | Stabilna |
| Warszawa | Fitch | AAA (pol) | Stabilna |
| Woj. dolnośląskie | Fitch | AA (pol) | Stabilna |
| Woj. łódzkie | Fitch | AA- (pol) | Stabilna |
| Woj. małopolskie | Fitch | AA (pol) | Stabilna |
| Woj. mazowieckie | Fitch | AAA (pol) | Stabilna |
| Woj. wielkopolskie | Fitch | AA+ (pol) | Stabilna |
| Wrocław | Fitch | AA- (pol) | Stabilna |
| Zabrze | Fitch | A- (pol) | Stabilna |
| Zielona Góra | Fitch | A- (pol) | Stabilna |

Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji jednostek samorządu terytorialnego oraz danych agencji ratingowych: http://www.fitchpolska.com.pl/finanse_publiczne_podmioty.htm; *Moody's statistical handbook. Non-U.S. Regional and local governments*, Moody's Investor Service, December 2009, s. 56.

Dodatkowo agencja Fitch dokonała oceny ratingowej dwóch (jak na razie jedy-nych w polskim sektorze samorządowych) przypadków emisji obligacji przychodo-nych w sektorze samorządowym. Obydwie emisje dotyczyły finansowania spółek komunalnych, tj. emisji dokonanej przez Miejskie Przedsiębiorstwo Komunikacyjne – Łódź Sp. z o.o. (uzyskana ocena ratingowa – BBB-) oraz emisji Miejskich Wodo-ciągów i Kanalizacji w Bydgoszczy Sp. z o.o. (ocena ratingowa – BBB-).

Badania ankietowe przeprowadzone przez autorkę w podlaskich jednostkach samorządu terytorialnego (ankiety skierowano do 118 skarbników)¹⁶ w zakresie sto-sowania analizowanego instrumentu zarządzania długiem raczej nie nastrajają opty-mistycznie. Tylko jedna jednostka – miasto Białystok, uzyskało ocenę ratingową w związku z emisją obligacji komunalnych (rating międzynarodowy Fitch na poziomie BBB, rating krajowy – A). Co więcej, zgodnie z deklaracjami skarbników anali-zowanych gmin, żadna z pozostałych jednostek nie planuje w najbliższym czasie poddania się tej ocenie. Jako najważniejsze przyczyny braku zainteresowania przez władze JST tym instrumentem skarbnicy podają następujące:

- wysokie koszty oceny – za bardzo istotny uznało ten czynnik ponad 50% respon-dentów,
- słabą znajomość instrumentu ratingu wśród pracowników administracji samo-rządowej – jest to bardzo istotny czynnik zdaniem około 18% respondentów.

Incydentalnie wskazywano także na inne przyczyny, w tym między innymi na problem związany z czasochłonnością procesu oceny ratingowej.

7. Podsumowanie

Rating komunalny to nowoczesny, syntetyczny miernik wiarygodności komunalne-go kredytobiorcy, odzwierciedlający jego zdolność i gotowość do terminowego re-gulowania spłat kapitału i odsetek od zaciąganych długów. Informacje zawarte w ocenie ratingowej mogą stanowić ważny element wyjściowy do planowania finanso-wego i polityki zadłużenia JST. Stają się również swoistym argumentem przetargo-wym w negocjacjach prowadzonych z bankami oraz innymi instytucjami finanso-wymi. Wyższa ocena ratingowa umożliwia JST wynegocjowanie u instytucji kredytującej korzystniejszej ceny długu. Nakłada się na to efekt promocyjny anali-zowanego instrumentu. Wysoka i nagłośniona w mediach ocena ratingowa kształtu-je pozytywny *image* jednostki samorządowej, również wśród kredytodawców, co w konsekwencji także przekłada się na korzystniejsze warunki oferowanych przez nich instrumentów dłużnych.

¹⁶ Badania przeprowadzano w związku z realizacją projektu badawczego, o którym mowa w przy-pisie 1. Pytania ankietowe dotyczyły różnych aspektów zarządzania długiem samorządowym, w tym również instrumentu ratingu.

Literatura

1. Babczuk A., *Polityczny cykl budżetowy w polskich gminach*, w: *Samorząd terytorialny w zintegrowanej Europie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 526, Szczecin 2008.
2. Bitner M., *Gmina na rynku kapitałowym. Podstawy zarządzania długiem komunalnym*, Agencja Rozwoju Komunalnego, Warszawa 1999.
3. Bogus A., Marcinkowska M., *Instrumenty finansowe jako dźwignia finansowa rozwoju gmin*, w: S. Wieteska, M. Wypych, *W poszukiwaniu efektywności finansów publicznych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009.
4. Dylewski M., Filipiak B., Gorzałczyńska-Koczkodaj M., *Finanse samorządowe. Narzędzia. Decyzje. Procesy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
5. Jastrzębska M., *Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego*, Wolters Kluwer, Warszawa 2009.
6. *Komunikat dotyczący deficytu i długu instytucji rządowych i samorządowych w 2009 r.*, GUS, Warszawa, 22.04.2010, Portal Informacyjny Głównego Urzędu Statystycznego: http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_rn_kom_dot_def_dlug_inst_rz_i_sam_w_22_04_2010.pdf.
7. Kurowska A., *Zadłużenie samorządów sięga już 40 mld zł*, „Rzeczpospolita”, 21.01.2010.
8. *Moody's statistical handbook. Non-U.S. Regional and local governments*, Moody's Investor Service, December 2009.
9. Piotrowska-Marczak K., Uryszek T., *Zarządzanie finansami publicznymi*, Difin, Warszawa 2009.
10. Poniatowicz M., *Rating jako ocena wiarygodności kredytowej jednostki samorządu terytorialnego*, „OPTIMUM. Studia Ekonomiczne” 2000, nr 4.
11. Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz.U. nr 157, poz. 1240).

RATINGS AS AN INSTRUMENT OF LOCAL AUTHORITY DEBT MANAGEMENT

Summary: The recent rapid growth in levels of debt in the local authority sector in Poland means that issues of local debt management are acquiring particular significance. One of the ways of determining the creditworthiness of a local authority is through municipal ratings, which unfortunately remain little used in Poland. The aim of this paper is to analyse the economic conditions associated with the use of this debt management instrument by Polish local authorities, and to identify its principal advantages and disadvantages, particularly in relation to the specific features of the local government sector.