

Jan Czempas
Tomasz Kobiński
Krzysztof Marcinek

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

RATING JAKO NARZĘDZIE OCENY WIARYGODNOŚCI KREDYTOWEJ INWESTORA SAMORZĄDOWEGO

Wprowadzenie

Posiadanie przez prywatny lub publiczny podmiot (samorząd, spółka, instrument finansowy) oceny wiarygodności nadanej przez renomowaną agencję ratingową skutkuje większym zaufaniem w środowisku finansowym, co przy wysokich ocenach może zwiększać bazę potencjalnych inwestorów.

Poprzez rating dokonuje się racjonalnej wyceny emisji i jej weryfikacji w porównaniu do wyceny dokonanej przez organizatora emisji. Rating w dużej mierze jest też narzędziem marketingowym zwiększającym wiarygodność danego samorządu.

Rosnący zakres zadań jednostek samorządu terytorialnego i ograniczone środki finansowe, jakimi dysponują samorządy, powodują konieczność korzystania z zewnętrznych źródeł finansowania, które umożliwiają realizację zwłaszcza zadań inwestycyjnych. Bezpieczne zadłużanie staje się czynnikiem pozytywnym, wspierającym/umożliwiającym przyspieszenie procesów inwestycyjnych samorządów i nie budzi zaniepokojenia, jeżeli rzeczywiście służy finansowaniu inwestycji, a powstające z tego tytułu zobowiązania mogą być spłacone z osiągniętych w następnych latach dochodów. Umiejętne korzystanie z instrumentów dłużnych świadczy o racjonalnym podejściu do efektywności gospodarowania środkami publicznymi. Informacje o stanie zobowiązań są istotnym instrumentem zarządzania, ułatwiającym prawidłowe dokonywanie oceny sytuacji finansowej samorządu¹.

¹ L. Kuśnierz: Zadłużenie miast na prawach powiatu w latach 1999-2004, <http://www.gmina.pl/pwp/index.php?id=26> (18.11.2012); P. Swianiewicz z Centrum Europejskich Studiów Regionalnych i Lokalnych stwierdza: „Jeszcze do niedawna największym problemem był strach przed wykorzystaniem kredytów do finansowania inwestycji. Obecnie trzeba podkreślić, że rozsądne zadłużanie się na cele inwestycyjne jest wręcz wskazane. Natomiast pożyczanie, by finansować wydatki bieżące, to akt rozpaczny albo głupoty”. Por. P. Swianiewicz: *Finanse lokalne: teoria i praktyka*. Municipium, Warszawa 2004.

1. Istota ratingu

Współczesny rynek finansowy, cechujący się znaczną dynamiką i rosnącą w tempie geometrycznym ilością informacji, wymaga poszukiwania uniwersalnych wskaźników umożliwiających pomiar, ocenę oraz redukcję ryzyka inwestowania, przy jednoczesnym wzroście jego bezpieczeństwa.

Niewystarczająca baza ekonomiczna przy jednoczesnym braku pokrycia finansowego nowych zadań, spowodowała konieczność poszukiwania przez samorządy nowych źródeł środków pieniężnych. Wejście na rynek kapitałowy stało się szansą na pozyskanie brakującego kapitału dla tych podmiotów. Jednostki samorządu terytorialnego, na podstawie zapisów zawartych m.in. w Europejskiej Karcie Samorządu Lokalnego², mają dostęp do rynku kapitałowego. Wraz z jego rozwojem, przejawiającym się w rosnącej liczbie dostępnych instrumentów oraz zbliżonych pod kątem konstrukcji i rentowności emisji papierów dłużnych, pojawiło się zapotrzebowanie na jedną, a zarazem prostą w zastosowaniu skalę, która umożliwiłaby inwestorom relatywnie szybką ocenę i porównanie wiarygodności dłużników bądź ocenę ryzyka inwestycji. Ryzyko, które w tym przypadku można utożsamiać z prawdopodobieństwem podjęcia błędnej decyzji, winno być przedmiotem procesu minimalizacji na podstawie dostępnych narzędzi rynkowych³. Taką możliwość daje wykorzystanie ocen zwanych ratingami, które są przyznawane przez niezależne i wyspecjalizowane podmioty – agencje ratingowe. Za pomocą obiektywnych miar dokonują one wystandaryzowanych ocen i klasyfikacji ryzyka inwestycyjnego, jakim są obarczone dłużne papiery wartościowe⁴.

Historia ratingu sięga pierwszej połowy XIX w.⁵. Początek wprowadzenia systemu ocen ratingowych wiąże się z 1909 r., w którym John Moody opublikował

² Art. 9 ust. 8 stanowi, iż: „Dla potrzeb finansowania nakładów inwestycyjnych społeczności lokalne powinny mieć dostęp do krajowego rynku kapitałowego, w granicach określonych prawem”. Europejska Karta Samorządu Lokalnego sporządzona w Strasburgu z dnia 15 października 1985 r., Dz.U. 1994, Nr 124, poz. 607 (sprostowanie tytułu dokumentu – wcześniej Europejska Karta Samorządu Terytorialnego – Obwieszczenie Ministra Spraw Zagranicznych z dnia 22 sierpnia 2006 r. o sprostowaniu błędu, Dz.U. 2006, Nr 154, poz. 1107).

³ K. Marcinek: Finansowanie projektów inwestycyjnych na zasadach Project finance. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Katowice 2006; K. Marcinek: Ryzyko w finansowej ocenie projektów inwestycyjnych: wybrane zagadnienia. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Katowice 2010, s. 17.

⁴ Agencje ratingowe zwracają jednak uwagę, że są to subiektywne oceny, które nie stanowią gwarancji „[...] przed ewentualną niewypłacalnością ocenianego podmiotu”. Por. M. Dylewski, B. Filipiak, M. Gorzałczyńska-Koczkodaj: Analiza finansowa w jednostkach samorządu terytorialnego, Municipium, Warszawa 2004, s. 202. Nie ponoszą też one „[...] odpowiedzialności prawnej ani bezpośredniej finansowej za swoje oceny”. Por. A. Janc, A. Krymarys-Balcerzak: Funkcjonowanie współczesnego banku. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2004, s. 277.

⁵ E. Mączyńska: Ekonomiczne aspekty upadłości przedsiębiorstw w Polsce. Materiały i Prace Instytutu Funkcjonowania Gospodarki Narodowej, tom XCII, SGH, Warszawa 2005, s. 130.

pierwszy rating obligacji⁶. Następnym znaczącym etapem był rok 1973, w którym agencja Fitch Publishing Company jako pierwsza wprowadziła do systemu ocen ratingowych dodatkowe, oprócz liter, znaki w postaci „plusa” i „minusa”: („+/-”)⁷, służące dodatkowemu wartościowaniu ocen. Z kolei agencja Moody’s stosuje dodatkowe oznaczenia – 1/2/3⁸. Istotność ratingu jako ważnego elementu rynku finansowego zaczęła być podkreślana począwszy od lat 60. i 70. XX w.

Współcześnie credit-rating nabrał szczególnego znaczenia w kontekście trwającego kryzysu, który ewoluował w kierunku kwestii związanych z zadłużeniem. Dodatkowo potwierdził fakt, iż współczesne rynki finansowe stanowią system naczyń połączonych, obalił tezę o bezpieczeństwie obligacji jako papieru inwestycyjnego oraz przyczynił się do wzrostu znaczenia wskaźników oceniających stan finansów publicznych, czyli:

- oprocentowania obligacji,
- ocen ratingowych.

Można zadać pytanie, czy i w jaki sposób znajomość wyżej wymienionych miar może posłużyć do zmniejszenia ryzyka inwestycyjnego, a także czy istnieje jakaś zależność między nimi. Ryzyko nieterminowej regulacji zobowiązań wzrasta, gdy:

- wydłuża się horyzont czasu⁹,
- obniżyć ulega rating podmiotu, który zaciągnął dług.

Niejednokrotnie pojawiające się oceny ratingowe (głównie obniżki) poszczególnych krajów czy też instytucji finansowych (w tym banków) silnie oddziaływały na rynek, w tym notowania na europejskich giełdach, zwiększając awersję inwestorów do ryzyka związanego z inwestowaniem w akcje¹⁰.

⁶ Rating obligacji stanowił fragment książki poświęconej analizie amerykańskim kolejom. Zob. D. Dziawgo: Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 108.

⁷ „[...] takich modyfikatorów nie dodaje się do kategorii ratingu długoterminowego »AAA (pol)«, do kategorii poniżej »CCC (pol)« ani do ratingów krótkoterminowych z wyjątkiem »F1 (pol)« [...]”. Zob. www.fitchpolska.com.pl.

⁸ 1 oznacza najwyższą jakość, a 3 – najniższą. Zob. Rating Symbols and Definitions, February 2012, s. 4, www.gioa.us/presentations/2012/18-Duffy.pptx (13.11.2012).

⁹ D. Dziawgo: Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym. PWE, Warszawa 2010, s. 83.

¹⁰ Znaczenie i rola ratingów, potrzeby kontroli nad nimi oraz problematyka zadłużenia we współczesnej gospodarce została omówiona m.in. w: <http://www.bloomberg.com/news/2011-08-06/u-s-credit-rating-cut-by-s-p-for-first-time-on-deficit-reduction-accord.html> (13.11.2012), <http://www.parkiet.com/artykul/1126132-S-P-naciska-na-euroland.html> (13.11.2012), http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/29092,ke_planuje_zwiekszony_nadzor_nad_agencjami_ratingowymi.htm (13.11.2012); rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) NR 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych. W 2009 r. zostało przyjęte rozporządzenie, w którym podkreślano istotę prowadzenia działalności w zakresie nadawania ocen ratingowych „[...] zgodnie z zasadami uczciwości, przejrzystości, odpowiedzialności i dobrego zarządzania w celu zapewnienia niezależności, obiektywizmu i odpowiedniej jakości powstających ratingów kredytowych [...]”, które dodatkowo powinny być „[...] uzasadnione i poparte solidnymi dowodami, by uniknąć niewiarygodności [...]”. Rosnąca krytyka agencji ratingowych przyczyniła się do zaostrożenia regulacji w maju (rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) Nr 513/2011 z dnia 11 maja 2011 r. dotyczące zmiany rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji

Specyfika ocen ratingowych jest związana z szerokim zakresem ich wykorzystania oraz możliwościami, jakie z nich wynikają dla inwestorów.

Współcześnie credit-rating nabrał szczególnego znaczenia w kontekście kryzysu zadłużeniowego w Europie, kiedy to niejednokrotnie pojawiające się oceny ratingowe (głównie obniżki) poszczególnych krajów czy też instytucji finansowych (również banków), silnie oddziaływały na rynek, w tym notowania na europejskich giełdach, zwiększając awersję inwestorów do ryzyka związane go z inwestowaniem w akcje¹¹.

Jak przyjmuje się w literaturze przedmiotu, rating to ocena wiarygodności kredytowej podmiotu zaciągającego dług (emitenta) lub emisji wyrażona za pomocą kombinacji następujących symboli:

1. Liter (od „Aaa” w przypadku agencji Moody's Investors Service do „D” – charakterystycznej dla agencji Fitch Ratings – które wykorzystywane są w systemie ocen obligacji, mającym dwa szczeble: poziom inwestycyjny oraz poziom spekulacyjny).
2. Cyfr (1,2,3).
3. Znaków (+/-)¹².

Jest to także „[...] system oceny i klasyfikacji ryzyka inwestycyjnego”¹³, w szczególności ryzyka kredytowego, a także możliwości obsługi zaciągniętych zobowiązań¹⁴. Credit-rating to innymi słowy także: „specyficzny znak jakości”, forma rangowania, miara zdolności i gotowości do obsługi zobowiązań finansowych, standing finansowy, „certyfikat jakości finansowej [...]”¹⁵, miara rentowności¹⁶, „[...] syntetyczny wskaźnik określający stopień zaufania do państwa, podmiotu gospodarczego lub jednostki samorządu terytorialnego”¹⁷, „[...] profesjonalna prognoza kondycji finansowej [...]”¹⁸. Ratingiem można określić także prawdopodobieństwo: terminowej obsługi krótko- i długoterminowego zadłużenia¹⁹ lub niewypłacalności podmiotu, który podlega ocenie²⁰.

Istota credit-ratingu polega na możliwości wykorzystania go jako narzędzia optymalizacji alokacji kapitału²¹ oraz porównywania ryzyka finansowego i hie-

ratingowych) oraz w oraz listopadzie 2011 r. Por. http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/529997,unia_kontra_agencje_ratingowe_czyli_kto_moze_oceniac_gospodarke.html (13.11.2012).

¹¹ Ibid.

¹² Zob. D. Dziawgo: Credit-rating. Ryzyko i obligacje..., op. cit., s. 113.

¹³ D. Dziawgo: Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym, op. cit., s. 69.

¹⁴ W. Jaworski: Rating ubezpieczeniowy. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2002, s. 64.

¹⁵ D. Dziawgo: Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym, op. cit., s. 71.

¹⁶ Ibid., s. 85.

¹⁷ M. Poniatowicz: Rating jako ocena wiarygodności kredytowej jednostki samorządu terytorialnego. „Optimum. Studia Ekonomiczne” 2000, nr 4, s. 53.

¹⁸ M. Poniatowicz, J.M. Salachna, D. Perło: Efektywne zarządzanie długiem w jednostce samorządu terytorialnego. Wolters Kluwer, Warszawa 2010, s. 197.

¹⁹ A. Janc, A. Krymarys-Balcerzak: Op. cit., s. 267.

²⁰ www.fitchpolska.com.pl.

²¹ M. Poniatowicz: Op. cit., s. 54.

rarchizowania podmiotów/emisji z punktu widzenia ryzyka niewypłacalności. Mechanizm wpływu nadawanych ocen ratingowych sprowadza się do sytuacji, w której podwyższeniu oceny towarzyszy spadek kosztów pozyskania i obsługi kapitału, a w przypadku obniżenia – wzrost kosztów. Zauważalny jest wzrost rentowności obligacji, których rating został obniżony²².

1.1. Agencje credit-ratingu

Przyznania ratingu dokonują niezależne i suwerenne agencje ratingowe, które tworzą „[...] pomost między emitentem a indywidualnym i instytucjonalnym inwestorem oraz między inwestorami [...]”²³. D. Dziawgo, przyjmując jako kryterium zasięg działania, wskazuje na podział agencji credit-ratingu na agencje o zasięgu: krajowym oraz globalnym²⁴.

Agencje ratingowe, których na świecie jest 74²⁵, można określić mianem firm doradztwa inwestycyjnego, które wykonując analizy kredytowe emitentów i emisji, nadają określone oceny dłużnym walorom, standaryzując ryzyko „[...] poprzez sprowadzenie do jednej, porównawczej skali [...]”²⁶. Wraz z rozwojem rynku finansowego i popularności sięgania po kapitał poprzez emisję dłużnych papierów wartościowych²⁷, agencje stały się integralną częścią rynku obligacji, które działają w celu zapewnienia jego bezpieczeństwa. Największą renomą oraz popularnością cieszą się agencje z tzw. Wielkiej Trójki, czyli: Fitch Ratings²⁸, Moody's Corporation²⁹, Standard&Poor's³⁰. Decyzje podejmowane przez te specyficzne firmy doradztwa inwestycyjnego można, jak podnosi S. Gomulka, podzielić na dwie kategorie:

- „[...] reakcja na wydarzenia i dane napływające z krajów lub instytucji finansowych”,
- przewidywanie wydarzeń³¹.

²² Za przykład mogą posłużyć ratingi greckich obligacji. Wraz z coraz niższą oceną wiarygodności kredytowej tego państwa (przejawiającą się w obniżaniu ratingów, a także rosnącym ryzykiem inwestycyjnym), rosła rentowność greckich papierów wartościowych. Por. D. Dziawgo: Credit-rating a wycena. W: Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora. Red. M. Panfil, A. Szablewski. Poltext, Warszawa 2006, s. 452.

²³ D. Dziawgo: Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym, op. cit., s. 127.

²⁴ Ibid., s. 125.

²⁵ http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/454935,agencje_ratingowe_pod_specjalnym_nadzorem.html (3.11.2012).

²⁶ D. Dziawgo: Credit-rating a wycena, op. cit., s. 448.

²⁷ Głównie obligacje i bony.

²⁸ <http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/fitch-home.jsp>; <http://www.fitchpolska.com.pl/> (13.11.2012).

²⁹ <http://www.moodys.com/> (13.11.2012).

³⁰ <http://www.standardandpoors.com/ratings/en/eu/> (3.11.2012).

³¹ <http://www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/artykul/agencje;ratingowe;rzadza;polska;gospodarka;zobacz;jak;25,0,1007897.html> (13.11.2012).

Agencje ratingowe poprzez swoją działalność, przejawiającą się m.in. w badaniu obszarów narażonych na ryzyko inwestycyjne, wpływają na bezpieczeństwo obrotu, jaki występuje na rynkach finansowych. Reputacja agencji ratingowych, stanowiąca o wiarygodności oceny ratingowej, została nadwątlona w czasie ostatniego kryzysu hipotecznego, kiedy okazało się, iż podmioty te nadawały wysokie oceny tzw. obligacji śmieciowych (*junk bonds*). Przypadki Lehmann Brothers, Enronu czy wspomnianej obniżki ratingu USA to kolejne przykłady wątpliwej adekwatności przyznanych ocen do sytuacji badanych podmiotów.

W przypadku Polski dopiero zawarcie umów z Klubem Paryskim oraz z Klubem Londyńskim umożliwiło uzyskanie oceny ratingowej. Początek wykorzystania ratingu na krajowym rynku sięga 1995 r., kiedy trzy agencje³² nadały ocenę pierwszej emisji euroobligacji³³. Obecnie w Polsce spośród agencji zaliczanych do Wielkiej Trójki funkcjonuje tylko spółka Fitch Polska SA. Pozostałe dwie prowadzą współpracę z polskimi podmiotami z zagranicznych siedzib. W 1996 r. została powołana do działania polska agencja ratingowa – CERA, czyli Środkowoeuropejskie Centrum Ratingu i Analiz SA. Po licznych przekształceniach organizacyjnych od 2002 r. funkcjonuje podmiot pod nazwą Fitch Polska SA.

2. Obszary wykorzystania ocen ratingowych

Uniwersalność i różnego rodzaju metodyki uwzględniające specyfikę konkretnych podmiotów lub emisji papierów wartościowych sprawia, iż system ocen ratingowych znajduje zastosowanie w różnych dziedzinach gospodarki. Ocenie ratingowej mogą podlegać³⁴:

- kraje (*sovereign rating*)³⁵, a właściwie prowadzona przez nie polityka fiskalna,
- branże (*industry rating*)
- przedsiębiorstwa³⁶,
- instytucje finansowe (np. banki³⁷ i fundusze inwestycyjne),

³² Moody's, IBCA (aktualnie Fitch) i Standard&Poor's.

³³ S&P (BB), Moody's (Baa3), IBCA (BB+).

³⁴ Fitch, stan na dzień 11.05.2011 r.; Por. M. Dylewski, B. Filipak, M. Gorzałczyńska-Koczkodaj: Analiza finansowa w jednostkach samorządu terytorialnego. Municipium SA, Warszawa 2004, s. 199.

³⁵ A. Janc, A. Krymarys-Balcerzak: Op. cit., s. 267; <http://www.pb.pl/2522679,94123,fitch-obnizyl-rating-portugalii> (20.07.2012); http://www.pb.pl/a/2011/08/16/Fitch_potwierdza_rating_AAA_dla_USA (13.11.2012); <http://www.parkiet.com/artukul/1154695-Moody-s-potwierdzil-rating-Polski--A2---perspektywa-stabilna.html> (13.11.2012); <http://www.parkiet.com/artukul/1104692-Agencja-Standard-Poor-s-obnizyla-rating-Hispanii-.html> (1.12.2011); <http://www.pb.pl/2544037,81255,francja-traci-topowy-rating> (1.12.2011); <http://biznes.onet.pl/moody-ocena-polski-na-najwyzszym-mozliwym-poziomie,18543,5057108,1,news-detel> (1.12.2011).

³⁶ D. Dziawgo: Credit-rating a wycena, op. cit., s. 456-464.

- jednostki samorządu terytorialnego³⁸ (*local and regional governments rating*),
- listy zastawne,
- obligacje, w tym obligacje przychodowe,
- zakłady ubezpieczeń³⁹.

System ocen nadawanych obligacjom przez najważniejsze agencje ratingowe przedstawiono w tabeli 1.

Tabela 1

System ocen nadawanych przez agencje ratingowe wraz z interpretacją

Agencja			Poziom	Charakterystyka oceny
Moody's	Standard & Poor's	Fitch		
Aaa	AAA	AAA	inwestycyjny	– najwyższa jakość obligacji, – bardzo wysoka zdolność podmiotu do wywiązywania się z płatności rat i odsetek, – zerowe ryzyko niewypłacalności
Aa	AA	AA		– wysoka jakość obligacji, – wysoka zdolność do płatności rat i odsetek, – różnica: prestiż
A	A	A		– duża wiarygodność spłaty, – istnieje ryzyko obniżenia korzystnych cech inwestycyjnych
Baa	BBB	BBB		– średnia jakość obligacji, – niedostateczna ocena określonych elementów emisji
Ba	BB	BB	spekulacyjny	– średnia ochrona długu, – charakter spekulacyjny
B	B	B		– niewystarczająca gwarancja spłaty rat oraz odsetek
Caa	CCC	CCC		– niska jakość emisji,
Ca	C	C		– wysoce spekulacyjne emisje, – duża niepewność
C	DDD	DDD		– obligacje bardzo ryzykowne, – charakter „śmieciowy”,
	DD	DD		– bardzo duże ryzyko niewypłacalności
	D	D		

Źródło: D. Dziawgo: Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym. PWE, Warszawa 2010, s. 109-110; <http://gpwcatalyst.pl/ratingi>, (1.12.2011).

³⁷ Bank rating; <http://www.pb.pl/2533868,73613,fitch-obniza-rating-banku-unicredit> (1.12.2011); http://www.parkiet.com/artukul/1102912_Moody-s-obcial-ratingi-brytyjskich-bankow.html (1.12.2011).

³⁸ <http://samorzady.pb.pl/2533597,83600,fitch-negatywnie-ocenia-perspektywy-samorzadow>, (21.11.2013); <http://www.fitchpolska.com.pl/komunikat.htm?rep=8335> (1.12.2011).

³⁹ W. Jaworski, Rating ubezpieczeniowy, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002, s. 36, 79-91; http://www.fitchpolska.com.pl/biblioteka_podmiot.htm?issuer=54 (1.12.2011).

Specyfika jednostek samorządowych, wynikająca m.in. z braku możliwości zbankrutowania, determinuje odmienną metodologię wykorzystywaną w procesie nadawania oceny ratingowej. Metodyka dotycząca JST poza USA, pomimo podobieństwa czynników ratingu, jest odmienna od tej, którą stosuje się w amerykańskich finansach publicznych⁴⁰.

Dodatkowo, ocena krajowych podmiotów gospodarczych, w tym JST, podlega zasadzie, w myśl której poziom oceny „[...] jest uzależniony od tzw. pułapu suwerennego [...]”, czyli innymi słowy, ratingu, jaki posiada kraj⁴¹. Zasada ta, jak podkreśla D. Dziawgo⁴², jest dyskutowana oraz krytykowana ze względu na fakt, iż obniżenie oceny rządu bezpośrednio wpływa na obniżenie konkurencyjności całej gospodarki. W większości przypadków rating przyznany krajowi ogranicza poziom ratingu dla jednostki samorządu terytorialnego. W przypadku Agencji Fitch Ratings jest jednak akceptowana sytuacja, w której JST posiadająca „[...] wysoką autonomię (zarówno prawną, jak i fiskalną) [...]”⁴³ może otrzymać rating na poziomie wyższym⁴⁴.

3. Wykorzystanie ratingu przez jednostki samorządu terytorialnego

Nieadekwatność dochodów do wydatków, związanych z realizacją obligatoryjnych zadań nakładanych przez rząd na samorzady, przekłada się na rosnącą rolę pozyskiwania kapitału, poprzez zaciąganie długu, które jest obarczone koniecznością ponoszenia kosztów związanych z jego późniejszą obsługą. Dodatkowym obciążeniem, które może negatywnie wpłynąć na zdolność kredytową JST jest ustawowo uregulowane ograniczanie deficytów. Istnieje zagrożenie, iż wymienione czynniki wpłyną negatywnie na dobrą opinię, jaką cieszą się polskie samorzady wśród inwestorów oraz agencji ratingowych, a skutkiem tego będą obniżki ratingów.

⁴⁰ Zob. Local Government General Obligation Guidelines z dnia 22.03.2007.

⁴¹ Agencja ratingowa Fitch, podnosząc ocenę wiarygodności kredytowej banków i firm, złamała tę zasadę w związku z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej; Por. M. Wartalska, E. Wojciechowski: Gmina na rynku finansowym. Zarys problemu. W: Prawne i finansowe aspekty funkcjonowania samorządu terytorialnego. T. 2. Finanse i budżety samorządów. Red. S. Dolata. Wydawnictwo Uniwersytetu Opolskiego, Opole 2000, s. 368; G. Kozuń-Cieślak: Obligacje komunalne. Instrument dłużny dla jednostek samorządu terytorialnego. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 119,122; www.fitchratings.com (1.12.2012).

⁴² D. Dziawgo: Credit-rating a wycena, op. cit., s. 465.

⁴³ Metodyka ratingu międzynarodowego jednostek samorządu terytorialnego, s. 8, www.fitchratings.com (1.12.2012).

⁴⁴ Zob. Raport Specjalny Fitch Rating Subnationals above the Sovereign in Euro Area – A Fine Tuning.

Z punktu widzenia jednostki samorządu terytorialnego podstawowymi celami nadania ratingu jest oszacowanie wiarygodności kredytowej samorządu jako dłużnika⁴⁵, czyli innymi słowy „[...] ocena zdolności podmiotu do wywiązywania się ze zobowiązań”⁴⁶ oraz „[...] obniżenie kosztu pozyskania kapitału [...]”⁴⁷. Otrzymanie ratingu przez JST zwiększa jej wiarygodność z punktu widzenia potencjalnych kredytodawców oraz stwarza możliwość wejścia na nowe rynki finansowe⁴⁸ i skutecznego uplasowania emisji. Istotna jest także wartość diagnostyczna, jaką posiada uzasadnienie przyznanej oceny. Wynikająca z oceny ratingowej znajomość ryzyka kredytowego⁴⁹ pozwala – jak pisze M. Wiśniewski – „[...] na podjęcie odpowiednich decyzji”⁵⁰ przez kapitałodawców i inwestorów.

Zestawienie zalet i wad, związanych z użyciem ratingu przez podmioty samorządowe przedstawiono w tabeli 2. Liczba zalet z tytułu otrzymania oceny ratingowej przez JST zdecydowanie przemawia za wykorzystaniem tego typu instrumentu. Przykładami wymiernych korzyści finansowych z tytułu uzyskania przez samorząd wysokiego ratingu są:

1. W przypadku Łodzi – oszczędności rzędu 4,2 mln zł rocznie od zaciągniętego na korzystnych warunkach kredytu z Europejskiego Banku Inwestycyjnego, dzięki bardzo dobrej ocenie wiarygodności kredytowej,
2. Niższe – średnio o 0,45 punktu procentowego – oprocentowanie kredytów udzielanych przez banki komercyjne miastom⁵¹.

Słuszne wydaje się postawienie tezy, że narzędzie oceny wiarygodności kredytowej, jakim jest ocena ratingowa, jest jeszcze marginalnie znane i wykorzystywane na polskim rynku. Potwierdzeniem tego faktu jest liczba not nadanych przez agencje polskim jednostkom samorządu terytorialnego⁵², która wskazuje na fakt, iż na prawie 3000 jednostek samorządu terytorialnego w Polsce, z ratingu skorzystała zaledwie niewielka ich część.

⁴⁵ Jak zwiększyć wiarygodność finansową samorządu. „Gazeta Samorządu i Administracji” 2009, nr 9, s. 13.

⁴⁶ M. Dylewski, B. Filipiak, M. Gorzałczyńska-Koczkodaj: Op. cit., s. 202.

⁴⁷ K. Brzozowska: Oceny ratingowe a konkurencyjność projektów inwestycyjnych. W: Strategia Lizbońska. Zarządzanie wartością. Red. L. Pawłowicz. Warszawa 2006, s. 332.

⁴⁸ G. Kozuń-Cieślak: Specyficzny znak jakości. „Wspólnota” 2006, nr 17, s. 23.

⁴⁹ M. Poniatowicz: Op. cit., s. 53.

⁵⁰ M. Wiśniewski: Rating jednostek samorządu terytorialnego w Polsce jako innowacyjny sposób wspierania rozwoju lokalnego i regionalnego. W: Współczesne wyzwania miast i regionów. Red. A. Jewtuchowicz, A. Rzeńca. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009, s. 239.

⁵¹ http://biznes.gazetaprawna.pl/artykuly/581029,dobry_rating_samorzadu_to_dobry_kredyt.html (1.09.2012).

⁵² Zob. M. Poniatowicz, J. M. Salachna, D. Perło: Op. cit., s. 199-201; www.fitchpolska.com.pl (1.09.2012).

Tabela 2

Zalety i wady wykorzystania ocen ratingowych dla jednostek samorządu terytorialnego

Lp.	Zalety	Wady
1	efektywne i obiektywne narzędzie porównawcze	kosztochłonność
2	instrument informacyjny służący zwiększeniu zaufania i uwiarygodnieniu sytuacji finansowej	złożoność i czasochłonność procesu przyznawania oceny ratingowej
3	jasność i przejrzystość uzyskanej oceny i jej interpretacji (dzięki istnieniu wystandaryzowanej skali)	brak gwarancji dla inwestorów
4	ocena i prognoza sytuacji finansowej	analiza ex post (wykorzystanie danych z przeszłości)
5	narzędzie zarządzania ryzykiem i informowania o nim	schematyczność ocen, nieuwzględniająca indywidualnej specyfiki samorządów
6	budowanie wizerunku i wiarygodności inwestycyjnej	znaczenie informacyjne
7	czynnik motywujący organy samorządowe	
8	bodziec dla potencjalnych inwestorów – zwiększenie zainteresowania JST	
9	szansa uzyskania przewagi konkurencyjnej	
10	baza informacyjna	
11	instrument wpływający na polepszenie sytuacji negocjacyjnej jednostki samorządu terytorialnego z instytucją kredytową (bankiem) – szansa na pozyskanie tańszego kapitału	
12	znajomość i akceptowalność oceny ze strony rynków finansowych oraz inwestorów	
13	obiektywna ocena zdolności podmiotu do wywiązywania się z zobowiązań	
14	jasność i zrozumiałość oceny	

Źródło: Na podstawie M. Poniatowicz, J.M. Salachna, D. Perło: Efektywne zarządzanie długiem w jednostce samorządu terytorialnego. „Optimum. Studia Ekonomiczne” 2000, nr 4, s. 197-199; M. Dylewski, B. Filipiak, M. Gorzałczyńska-Koczkodaj: Analiza finansowa w jednostkach samorządu terytorialnego. Municipium, Warszawa 2004, s. 201 i n.; M. Wiśniewski: Rating jednostek samorządu terytorialnego w Polsce jako innowacyjny sposób wspierania rozwoju lokalnego i regionalnego. W: Współczesne wyzwania miast i regionów. Red. A. Jewtuchowicz, A. Rzeńca. Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009, s. 245.

4. Czynniki analizowane w procesie nadawania ratingu

Analiza ratingowa JST uwzględnia badanie zarówno czynników ilościowych, jak i jakościowych. Czynniki jakościowe to:

- a) otoczenie instytucjonalne samorządów,
- b) czynniki natury politycznej pokazujące relacje pomiędzy różnymi szczeblami samorządu i rządu,
- c) charakterystyka społeczno-ekonomiczna oraz

d) inne elementy pokazujące gotowość danej jednostki do spłaty swoich zobowiązań finansowych lub skłonność do zapewnienia jej wsparcia ze strony wyższych szczebli władzy.

W przypadku informacji ilościowych, Agencja Fitch Ratings analizuje trendy oraz prognozy dotyczące finansów publicznych, w tym dochodów podatkowych, bazy podatkowej oraz transferów operacyjnych, poziomu zadłużenia oraz otoczenia społecznoekonomicznego danej jednostki. Analiza ilościowa stanowi podstawę do tworzenia różnego rodzaju prognoz odnośnie możliwości lub zdolności jednostki do terminowej spłaty swoich zobowiązań finansowych⁵³.

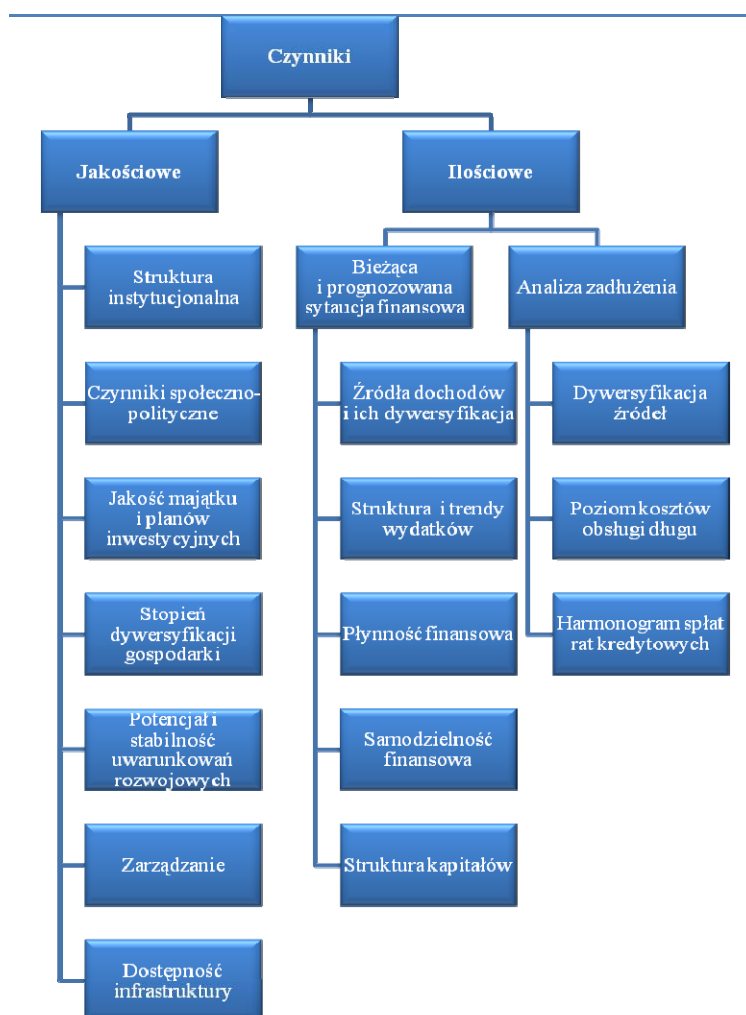
Przeprowadzenie dokładnych analiz i wystawienie wiarygodnej oceny ratingowej wymaga analizy: aspektów instytucjonalno-administracyjnych, bazy ekonomicznej, budżetu JST, skali, struktury i dynamiki zadłużenia⁵⁴. Jak podkreśla się w literaturze przedmiotu, „[...] analiza ratingowa znacznie wykracza zakresem poza tradycyjną analizę finansową”⁵⁵. W jej ramach ocenie poddawane są trendy zmiennych, takich jak: wskaźniki zadłużenia, struktura długu, zapotrzebowanie na dług i przyszłe kapitały, analiza wydatków i przychodów, płynność, polityka instytucjonalna, praktyki budżetowe, bezrobocie, czynniki demograficzne, polityka podatkowa. Przedstawione czynniki, uzupełnione przez analizę otoczenia instytucjonalnego i administracji, kształtując ocenę ratingową, wchodzić we wzajemną interakcję i oddziałują na siebie. Z kolei wyszczególnienie na rysunku 1. analizy zadłużenia, jako jednego z istotniejszych czynników branych pod uwagę w procesie nadawania oceny wiarygodności kredytowej, wynika z faktu, iż wskaźniki zadłużenia mają zdecydowanie największy wpływ na ostateczną ocenę ratingową⁵⁶.

⁵³ Metodyka ratingu międzynarodowego jednostek samorządu terytorialnego. Raport FitchRatings, nr 8, 2008.

⁵⁴ M. Poniatowicz, J.M. Salachna, D. Perło: Op. cit., s. 195-196.

⁵⁵ M. Dylewski, B. Filipiak, M. Gorzałczyńska-Koczkodaj: Op. cit., s. 206; G. Kozuń-Cieślak: Op. cit., s. 121.

⁵⁶ M. Poniatowicz, J.M. Salachna, D. Perło: Op. cit., s. 196.



Rys. 1. Czynniki wykorzystywane w nadawaniu ratingu

Źródło: Na podstawie A. Zakrzewska-Półtorak: Rating jednostki samorządu terytorialnego. W: Finansowe aspekty rozwoju lokalnego i regionalnego u progu XXI wieku. Doświadczenia i perspektywy. Część II. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Zarządzania i Finansów, Wrocław 2003, s. 37; M. Dylewski, B. Filipiak, M. Gorzałczyńska-Koczkodaj: Op. cit., s. 202, 208, 211-212; www.fitchratings.com.pl (13.11.2012).

Elementy wyróżnione na rysunku 1 stanowią potwierdzenie faktu, iż sporządzenie ratingu wymaga szczegółowej analizy wielorakich parametrów.

W przypadku procesu oceny JST przez agencję Fitch Ratings kluczowe znaczenia ma zasygnalizowana analiza zadłużenia. Standardowy raport kredytowy zawiera 35 wskaźników, które są podzielone na pięć grup (rysunek 2).



Rys. 2. Grupy wskaźników poddawanych analizie przez Agencję Fitch Ratings

Źródło: Interpreting the Financial Ratios in International Public Finance Reports, Annex B.

Dodatkowo wyróżnia się sześć wskaźników, które są mniej podatne na zniekształcenia, co umożliwi porównanie różnych JST. Należą do nich:

- nadwyżka operacyjna do dochodów operacyjnych,
- nadwyżka (deficyt) do dochodów ogółem,
- dochody z podatków do dochodów operacyjnych,
- wydatki majątkowe do wydatków ogółem,
- zadłużenie do nadwyżki bieżącej,
- obsługa zadłużenia do nadwyżki operacyjnej⁵⁷.

Jako przykład potwierdzający powyższe rozważania może posłużyć komunikat prasowy, w którym Agencja Fitch Ratings wskazała na rating Katowic na poziomie „A–” z perspektywą stabilną⁵⁸. Otrzymana ocena jest wynikiem analizy takich zmiennych, jak:

- a) wyniki budżetowe,
- b) płynność badana m.in. na podstawie poziomu wolnych środków,
- c) zdolność do samofinansowania wydatków majątkowych,
- d) wyniki operacyjne, w tym wysokość marży operacyjnej,
- e) wskaźniki zadłużenia, np. wskaźnik spłaty zadłużenia (zadłużenie do nadwyżki bieżącej),
- f) poziom nadwyżki operacyjnej.

⁵⁷ Interpreting the Financial Ratios. In: International Public Finance Reports, s. 2.

⁵⁸ Ocena z 16 września 2011 r.; <http://www.katowice.eu/pl/nasze-miasto/finanse-i-majatek-miasta/rating-finansowy/rating-polskich-miast.htm> (1.02.2012).

W ocenie jakości gospodarowania finansami samorządowymi ważniejsze niż dobrze skonstruowany jednoroczny budżet są perspektywy rozwoju. Samorządy otrzymują z budżetu państwa coraz mniej środków finansowych, muszą więc same szukać funduszy na finansowanie zadań infrastrukturalnych oraz dużych inwestycji⁵⁹. Na rynkach finansowych o pieniądze inwestorów poprzez emisję dłużnych papierów wartościowych stara się wiele podmiotów, mających różną sytuację finansową i oferujących odmienne warunki spłaty zaciągniętych długów. W efekcie inwestorom trudno jest się zorientować jak znaczne ryzyko ponoszą powierzając im swoje pieniądze, a co się z tym wiąże, czy proponowane wynagrodzenie jest odpowiednie. Czacę przeanalizować niezbędne informacje musieliby dysponować odpowiednią wiedzą i czasem. Znacznym ułatwieniem i wskazówką dla nich są ratingi⁶⁰.

Reasumując, korzyści wynikające z posiadania przez JST oceny wiarygodności kredytowej to przede wszystkim:

- łatwiejszy dostęp do atrakcyjniejszych kredytów lub innych źródeł finansowania,
- wzrost zaufania opinii publicznej do papierów dłużnych (np. obligacji) emitowanych przez instytucję poddaną ocenie,
- wzrost zainteresowania papierami dłużnymi instytucji międzynarodowych, funduszy inwestycyjnych, towarzystw ubezpieczeniowych, które z mocy prawa mogą nabywać wyłącznie obligacje posiadające odpowiedni rating⁶¹,
- łatwiejsze pozyskanie kredytów od międzynarodowych funduszy celowych wspomagających rozwój poszczególnych gałęzi gospodarki, np. z EBOR-u (posiadanie oceny ratingowej skraca procedurę bankową, szybsze uzyskanie kredytu),
- szansa na renegotiację oprocentowania zaciągniętych wcześniej kredytów lub negocjacje minimalnego zabezpieczenia zaciągniętego kredytu,
- efekt marketingowy i promocyjny: informacja o nadanym ratingu jest zamieszczona w publikacjach firm analitycznych, agencji ratingowych oraz światowych serwisach finansowych, docierając do wielu inwestorów instytucjonalnych na całym świecie, zwiększa zainteresowanie bezpiecznym lokowaniem kapitału w mieście czy kraju o stabilnej sytuacji ekonomicznej,
- umacnianie pozytywnego wizerunku miasta: posiadanie oceny klasyfikacyjnej poprawia możliwości promocyjne miasta – np. jako uczestnika międzynarodowych targów inwestycyjnych i nieruchomości, jednocześnie wspomaga ona budowanie pozytywnego obrazu miasta.

⁵⁹ M. Wojtuch: Perspektywa ważniejsza niż budżet, artykuł. „Gazeta Prawna. Finanse” 14-16.03.2003, nr 52. Wersja elektroniczna na stronie: www.gazetaprawna.pl/do_druku.html?z_dzial=3&numer=908&dok=908.3.5.2 (12.06.2013).

⁶⁰ AAaby atrakcyjnym być..., NBP, 23.02.2005, www.nbportal.pl/common/Wiadomosc.jsp?nid=9984&oage=1&active=3028 (14.12.2012).

⁶¹ Towarzystwa ubezpieczeniowe i inwestycyjne mogą lokować swój kapitał w papiery dłużne, pozbawione ryzyka, posiadające rating co najmniej na poziomie inwestycyjnym, jeżeli ulegnie on pogorszeniu – fundusz jest obowiązany go sprzedać.

Ratingi uzyskało już ponad 50 podmiotów z sektora finansów publicznych, w większości są to duże i większe miasta. Oprócz Katowic, na liście znalazły się także większe miasta województwa śląskiego, jak Rybnik, Bielsko-Biała, Ruda Śląska, Gliwice, Częstochowa, Zabrze, Tychy i Żory. Tychy i Żory posiadają ocenę ratingową w walucie krajowej, nadaną przez polską agencję ratingową CERA Środkowoeuropejskie Centrum Ratingu i Analiz SA – Żory na poziomie BBB (zobowiązania o średniej wiarygodności), a Tychy uzyskały ocenę ogólną długoterminową –A (wysoka jakość zobowiązań). Ocena wiarygodności kredytowej Tych została w 2002 r. podtrzymana przez następcę CERA SA – agencję Fitch Polska SA. Wszystkie polskie miasta, które dotąd poddały się międzynarodowej ocenie wiarygodności kredytowej uzyskały ocenę średniej jakości swoich zobowiązań, co stanowi dobrą rekomendację na zagranicznych i krajowych rynkach finansowych⁶².

RATING AS A TOOL OF LOCAL SELF-GOVERNMENT'S CREDIT PERFORMANCE ASSESSMENT

Summary

Increasing scope of tasks assigned to local self-governments and limited financial resources for disposal create necessity to use external financial sources that enable fulfillment especially of investment tasks.

Rating is one of the tools that increase reliability of a given local self-government. Credit rating given to a private or public entity by a respected rating agency leads to increase in bigger trust on financial markets and high rating may increase the basis of potential investors. The national valuation of debt issuance and its verification in comparison to the one made by offering organizer is also made by means of rating.

⁶² Rating polskich miast, <http://www.katowice.eu/pl/nasze-miasto/finanse-i-majatek-miasta/rating-finansowy/rating-polskich-miast.htm> (13.07.2012)