

Metodyka ratingu międzynarodowego jednostek samorządu terytorialnego

Analizy

Fernando Mayorga
Europa, Bliski Wschód i Afryka
+34 93 323 8407
fernando.mayorga@fitchratings.com

Roger Scher
Ameryka Północna i Południowa
+1 212-908-0240
roger.scher@fitchratings.com

William Streeter
Azja i Pacyfik
+65 6796 7224
william.streeter@fitchratings.com

Inne raporty

- [Ratings of Public Sector Entities](#)
- [Ratings Subnationals above the Sovereign in the Euro Area - A Fine-Tuning](#)
- [12 Habits of Highly Successful Finance Officers - Management's Impact on Credit Ratings](#)

Podsumowanie

Analiza zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego związana z emisją obligacji zwykłych prowadzona przez Fitch Ratings koncentruje się na ocenie zdolności i gotowości ocenianej jednostki do terminowej obsługi zobowiązań finansowych. Rating obligacji zwykłych odzwierciedla również, w jakim stopniu jednostka samorządu otrzymuje lub może otrzymać wsparcie ze strony władz centralnych, zarówno pośrednio jak i bezpośrednio; czy to w formie wsparcia budżetowego (np. dotacji budżetowej), czy finansowego (np. gwarancji lub wsparcia kredytowego).

W większości przypadków, zarówno rating dla długoterminowego zadłużenia w walucie obcej (FCR), jak i w walucie lokalnej (LCR) przyznany dla kraju będzie ograniczał poziom ratingu jednostki samorządu terytorialnego. Zazwyczaj, w szczególności w krajach o silnie scentralizowanym systemie, w których samorządy lokalne są w dużym stopniu uzależnione od transferów z budżetu państwa. Rating dla długoterminowego zadłużenia kraju w walucie lokalnej będzie stanowił górną granicę długoterminowego ratingu zadłużenia jednostki samorządu terytorialnego (jst) w walucie lokalnej.

Analiza ratingowa jednostek samorządu terytorialnego uwzględnia badanie zarówno czynników ilościowych, jak i jakościowych. Czynniki jakościowe to: otoczenie instytucjonalne samorządów, czynniki natury politycznej pokazujące relacje pomiędzy różnymi szczeblami samorządu i rządu, charakterystyka społeczno-ekonomiczna oraz 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, Fitch analizuje trendy oraz prognozy dotyczące finansów publicznych, w tym dochodów podatkowych, bazy podatkowej oraz transferów operacyjnych, poziomu zadłużenia oraz otoczenia społeczno-ekonomicznego danej jednostki. Analiza ilościowa stanowi podstawę do tworzenia różnego rodzaju prognoz odnośnie możliwości lub zdolności jednostki do terminowej spłaty swoich zobowiązań finansowych.

W swojej metodyce Fitch, uwzględnia zatem zarówno czynniki jakościowe, jak i ilościowe. Łącznie lub z osobna mogą one wpływać na zdolność i gotowość do spłaty zobowiązań finansowych podmiotu. Jakość zarządzania odgrywa bardzo istotną rolę w analizie ratingowej jst.

Metodyka odnosi się głównie do jednostek samorządu terytorialnego poza USA. Amerykańskie finanse publiczne posiadają oddzielną metodykę (patrz: *US State General Obligation Bond Rating Criteria* z 25.04.2008 oraz *Local Government General Obligation Guidelines* z 22.03.2007). Jednakże czynniki ratingu są dość podobne w obu metodykach.

Czynniki ratingu

Otoczenie instytucjonalne i administracja

Badanie otoczenia instytucjonalnego, w którym funkcjonuje jednostka samorządu terytorialnego stanowi dla Fitch fundamentalny i niezbędny element procesu ratingu. Jasny obraz relacji między poszczególnymi szczeblami rządu i samorządu

stanowi punkt wyjścia do dalszej analizy ratingowej, następnie badana jest sytuacja społeczno-ekonomiczną danego obszaru, finanse publiczne i zadłużenie.

Otoczenie instytucjonalne, scentralizowane lub zdecentralizowane, ma wpływ na strukturę dochodów operacyjnych samorządów. Celem dokonania oceny tych kwestii Fitch bierze pod uwagę:

- Wielkość transferów oraz ich udział w dochodach operacyjnych samorządu;
- Czy transfery przeznaczone są na określone cele, czy mogą być wykorzystane do finansowania działalności operacyjnej lub na obsługę długu?
- Źródła dochodów, które są prawnie przypisane samorządom;
- Elastyczność samorządu lokalnego w zakresie efektywnego zwiększania własnych dochodów podatkowych w zmieniającym się otoczeniu gospodarczym; oraz
- Ryzyko prawne i polityczne związane z krajowym systemem podziału dochodów oraz kierunki zmian tego systemu (zwiększenie, czy zmniejszenie zakresu decentralizacji).

Uwzględniając ryzyko prawne i polityczne, Fitch przyjmuje, że struktury federalne mają charakter dynamiczny w długim horyzoncie czasowym, natomiast bieżące zmiany mogą wpływać na saldo budżetu w krótkim okresie czasu. W zależności od tego, jak otoczenie instytucjonalne wpływa na strukturę wydatków operacyjnych samorządu, Fitch bada następujące kwestie:

- Wielkość i rodzaj obligatoryjnych wydatków pozostających w gestii samorządu (publiczna opieka zdrowotna, edukacja, transport, itp.),
- Czy wydatki operacyjne mogą być finansowane z opłat i podatków przypisanych jednostce samorządu terytorialnego, czy ze środków celowych będących dochodami innej jednostki,
- Czy władze samorządowe mogą efektywnie dostosowywać wydatki budżetowe w zmieniającym się otoczeniu gospodarczym, oraz
- Trendy społeczno-ekonomiczne mogące mieć wpływ na poziom popytu na usługi publiczne (np. czy wzrost zaludnienia może wpływać obciążająco na podaż usług publicznych).

Szczegółowy opis struktury organizacyjnej jst oraz rodzaj świadczonych przez nią usług, jak również zrozumienie otoczenia prawnego pomaga agencji Fitch ocenić zakres autonomii, zapotrzebowanie na kapitał oraz inne kluczowe czynniki oceny kredytowej. Pełna autonomia jest rzadko spotykana, a władze samorządowe różnych szczebli podlegają regulacjom konstytucyjnym i ustawowym, które określają ich uprawnienia, organizację, działalność finansową, możliwość zadłużania się i zakres usług, jakie zobowiązane są one świadczyć. Dlatego, w większości przypadków, władze centralne dysponują większą elastycznością finansową niż władze samorządowe.

Analiza struktury zarządzania powinna ujawnić, czy jednostka samorządu terytorialnego może uzyskać rating na tym samym poziomie co kraj, gdyż rząd centralny bezpośrednio udziela jej gwarancji lub stosuje inne mechanizmy wsparcia kredytowego. Z drugiej strony, analiza może wykazać, że struktura zarządzania podlega ciągłym zmianom, zmieniają się kompetencje jst w zakresie poboru podatków, nieokreślone są inne uprawnienia, w tym brak jest np. konsensusu w zakresie udziału w dochodach budżetowych, a nawet praw konstytucyjnych na szczeblu regionalnym i lokalnym. Jeśli taka sytuacja miałaby miejsce, różnica pomiędzy oceną ratingową jednostki samorządu, a oceną kraju może być znacząca.

W niektórych krajach, w których jednostka samorządu posiada pewien stopień niezależności (co często jest usankcjonowane przez konstytucję) oraz posiada znaczącą elastyczność podatkową, może ona zostać oceniona wyżej niż kraj pod warunkiem, że podatkowa i finansowa sytuacja kraju jest silna (patrz raport: *Rating Subnationals above Sovereign In the Euro Area* z 3.05.2006 dostępny na www.fitchratings.com).

Czynniki społeczno-ekonomiczne

Fitch dokonuje oceny bazy gospodarczej podmiotu dla oszacowania długoterminowego potencjału zapewniającego stabilność struktury jego dochodów na przestrzeni zwykłego cyklu ekonomicznego, z uwzględnieniem utraty miejsc pracy, zmian poziomu zatrudnienia w kluczowych branżach przemysłu i innych niekorzystnych okoliczności. Za pozytywny czynnik uznawana jest gospodarka zdywersyfikowana, w ramach której nie występuje pojedynczy dominujący pracodawca czy branża przemysłu, a jest ona reprezentowana przez różne sektory: przemysł, rolnictwo, usługi, administrację, handel hurtowy i detaliczny, górnictwo, czy usługi finansowe. Każdy dominujący pracodawca, czy branża przemysłu jest oceniana przez Fitch, ponieważ jego zła sytuacja finansowa może potencjalnie zagrażać wiarygodności kredytowej danej jednostki.

Szczególnie pomocne jest analizowanie sytuacji gospodarczej podmiotu na tle gospodarki kraju i regionu. Lokalna gospodarka może nie być zdywersyfikowana sama w sobie, ale może stanowić część większej aglomeracji o wyższym stopniu dywersyfikacji gospodarczej. Rodzaj zatrudnienia może być również istotny. Na przykład, zatrudnienie w instytucjach państwowych w stolicy kraju lub w sektorze usług na rzecz ośrodków uniwersyteckich może być czynnikiem stabilizującym. Zatrudnienie w przestarzałych zakładach produkcyjnych może być obciążone ryzykiem likwidacji lub realokacji poza region lub kraj.

Wagę trendów społeczno-ekonomicznych ilustruje sytuacja regionów we Włoszech i Hiszpanii, gdzie władze samorządowe na poziomie regionu są odpowiedzialne za świadczenie usług ochrony zdrowia na rzecz mieszkańców. Wydatki z tego tytułu są zdecydowanie największym obciążeniem budżetów regionalnych. Analiza czynników, które mogą przyczynić się do wzrostu zapotrzebowania na usługi ochrony zdrowia, np. z powodu gwałtownego starzenia się społeczeństw lub wzrostu udziału wydatków na ochronę zdrowia w dochodach gospodarstw domowych, to kryteria kluczowe w procesie nadawaniu ratingu. W podobny sposób, w Stanach Meksyku, edukacja publiczna na poziomie podstawowym stanowi najbardziej znaczący problem władz lokalnych, w związku z gwałtownie rosnącą liczbą ludności.

Strategiczna pozycja podmiotu, np. status stolicy kraju lub prowincji, rola regionalnego centrum usługowego lub finansowego, możliwość uzyskiwania korzyści z dostępu do zasobów naturalnych o znaczeniu krajowym, jest istotna w analizie prowadzonej przez Fitch. Ponadto, dostępność podstawowej infrastruktury ekonomicznej wpływa na jakość życia (a władze samorządowe są odpowiedzialne za rozwiązywanie ew. napięć społecznych). Obejmuje to m.in. takie usługi jak: stabilne zaopatrzenie w energię elektryczną, system komunikacji publicznej, opiekę zdrowotną, systemy wodno-kanalizacyjne, nowoczesną infrastrukturę.

Jednostka samorządu terytorialnego posiadająca bazę ekonomiczną opartą o własne zasoby i korzystne położenie geograficzne jest silniejsza niż podmiot, którego sytuacja zależy od zachęt podatkowych lub dotacji szczebla centralnego przeznaczonych na finansowanie bieżącego lub przyszłego wzrostu zatrudnienia. Oznacza to, że trwałość rozwoju ekonomicznego jest fundamentalną siłą jednostki. W tym sensie, również strategiczne położenie geograficzne w pobliżu portu lub węzła komunikacyjnego może być kluczowe dla lokalnej gospodarki.

W przeciwieństwie do Stanów Zjednoczonych i Niemiec, gdzie aktywność polityczna i ekonomiczna jest silnie rozproszona na całym terytorium kraju, miasta w innych

krajach mogą mieć często scentralizowane funkcje polityczne i rządowe, a w konsekwencji aktywność ekonomiczna może być skoncentrowana w jednym lub dwóch głównych miastach. Taka tendencja jest widoczna m.in. w Sao Paolo, Tokio, Londynie czy mieście Meksyk. Silna koncentracja życia politycznego i ekonomicznego na jednym obszarze może być często szkodliwa dla trwałości życia gospodarczego w innych jednostkach samorządu terytorialnego.

Trendy demograficzne stanowią również istotny element analizy ratingowej. Dotyczy to w szczególności jednostek samorządu terytorialnego, które są odpowiedzialne za szkolnictwo podstawowe i średnie oraz za opiekę zdrowotną. Ponadto, charakterystyka demograficzna może mieć decydujące znaczenie w powstawaniu określonych zobowiązań, takich jak zobowiązania z tytułu świadczeń emerytalno-rentowych, zadłużenia szpitali administrowanych przez daną jednostkę, a także zaciąganie na finansowanie znaczącej skali inwestycji kapitałowych związanych z realizacją określonych zadań samorządu, np. dotyczących edukacji, ochrony zdrowia itp.

Finanse i wyniki budżetowe

Fitch ocenia dochody podatkowe, aby określić elastyczność podmiotu w czasach gorszej koniunktury gospodarczej. Fitch bierze pod uwagę: dywersyfikację dochodów, możliwość samorządów w zakresie zwiększania dochodów z podatków lokalnych, zdolności bilansowania operacji finansowych na przestrzeni cyklu ekonomicznego, gotowość do kontroli wydatków, zarządzanie przepływami pieniężnymi, czy wpływ wydatków inwestycyjnych na budżet jednostki samorządu terytorialnego. Fitch bierze również pod uwagę relacje pracownicze i skutki finansowe zawieranych układów zbiorowych pracy. Konsekwentne zarządzanie finansami i ostrożne budżetowanie sprzyjają często rozwojowi lokalnej gospodarki oraz przyczyniają się do stabilności politycznej, które są dwoma ważnymi elementami wiarygodności kredytowej.

Analiza finansowa rozpoczyna się od analizy sprawozdań finansowych i zasad rachunkowości stosowanych przez podmiot. Bilans wykazujący stany gotówki, pożyczki od innych jednostek samorządu terytorialnego, oraz inne aktywa i pasywa stanowią kluczowe elementy analizy. Fitch preferuje sprawozdania finansowe zaudytowane przez niezależne, uznane firmy audytorskie, jednak rozumie, że wiele samorządów nie posiada takich sprawozdań. Zwykle dane budżetowe nie stanowią jedynego źródła informacji dla oceny działalności budżetowej, ale dobra ich jakość świadczy o dobrym zarządzaniu. Jednocześnie są one najłatwiej dostępną informacją na temat sytuacji ocenianego podmiotu. Ogólnie, im lepsza jakość danych finansowych, tym lepszy może być rating.

Analiza finansowa przeprowadzana przez agencję Fitch obejmuje również analizę podstawowych źródeł dochodów podmiotu, trendów w wydatkach, wyników operacyjnych oraz płynności. Analizie podlega też struktura strumienia dochodów, które mogą być wykorzystane na finansowanie podstawowych usług pozostających w gestii samorządów. Zróżnicowana, elastyczna baza dochodów świadczy o większej odporności na negatywne skutki pogorszenia się koniunktury gospodarczej oraz mniejszą podatność na utratę znaczących pracodawców.

Analiza koncentruje się na kierunkach zmian poszczególnych głównych źródeł dochodów, najlepiej na przestrzeni pięciu lat. Obok analizy ostatnich trendów, Fitch analizuje również prognozy budżetowe na tle prognoz makroekonomicznych. Dodatkowo analizowane są inne informacje takie jak m.in.: uprawnienia ustawowe, stosowane algorytmy alokacji środków, operaty szacunkowe nieruchomości, stawki podatkowe w ujęciu historycznym, aktualnie obowiązujące stawki i limity podatkowe, procedury prawne podwyższania i wygaszania podatków, zachodzące w ostatnim czasie wzrosty i obniżki stawek podatkowych, czy częstotliwość i dyscyplina ich poboru. W odniesieniu do jednostek działających w warunkach wysokiej inflacji istotne jest zbadanie wzrostu dochodów i wydatków w odniesieniu

do krajowych/lokalnych stóp inflacji.

Fitch bada również podmioty nieskonsolidowane w budżecie jednostki samorządu terytorialnego (np. przedsiębiorstwa użyteczności publicznej), analizując przepływy środków finansowych do i z tych podmiotów. Badane są także dochody o charakterze jednorazowym, np. pochodzące ze sprzedaży majątku. Ważnym elementem analizy jest badanie udziału jednostki samorządu terytorialnego w dochodach administracji centralnej i charakteru tych dochodów. Czynnikiem ten jest tym ważniejszy im słabsza jest gospodarka lub/i ustrój polityczny jest silnie scentralizowany.

Ocena faktycznych i planowanych operacji finansowych powinna pozwolić na jasne określenie wydatków operacyjnych lub bieżących, wydatków na obsługę zadłużenia i wydatków inwestycyjnych. Wskazane jest także określenie dochodów i wydatków, które są transferowane do innych podmiotów należących do samorządu oraz przeznaczonych na ściśle określone cele. Fitch bada inne czynniki mogące potencjalnie wywierać presję na budżet operacyjny podmiotu, np. związane ze zbiorowymi układami pracy, dotacjami na transport publiczny lub dotacjami dla banków czy przedsiębiorstw komunalnych należących do podmiotu. Materiały opisujące sytuację finansową powinny uwzględniać kluczowe założenia i informacje odnośnie otoczenia gospodarczego, takie jak faktyczne i prognozowane kursy walut i stopy inflacji.

Fitch analizuje budżet i plan nakładów inwestycyjnych jst, m.in. czy dochody i wydatki planowane są ostrożnie, a przyjęte założenia makroekonomiczne są realne. Plan inwestycji powinien zawierać listę projektów przewidzianych do realizacji oraz przewidywane źródła ich finansowania, w tym emisje instrumentów dłużnych. Nakłady inwestycyjne mogą stanowić znaczącą część ogólnego planu finansowego, czy też stanowić podstawę strategii rozwoju gospodarczego. Jakość budżetów i planów nakładów inwestycyjnych jest ważnym wskaźnikiem zaangażowania podmiotu w długookresowe planowanie i zarządzanie finansowe.

Zadłużenie, płynność i ryzyko pośrednie

Oceniając poziom zadłużenia oraz planowane do zaciągnięcia nowe zadłużenie (kredyty, obligacje) Fitch analizuje również cele, na jakie emitent zaciąga to zadłużenie. Finansowanie jest pozytywnym czynnikiem oceny kredytowej w przypadku, gdy jest ono skierowane na realizację podstawowych celów strategicznych administracji oraz przyczynia się do kreowania długoterminowych inwestycji na danym obszarze, takich jak np. rozwój szkół, transportu publicznego, czy sieci wodno-kanalizacyjnych. Zadłużanie się w celu finansowania krótkoterminowych wydatków operacyjnych lub deficytów operacyjnych jest oceniane negatywnie.

Całościowa ocena struktury zadłużenia podmiotu, z uwzględnieniem planowanych emisji, ma kluczowe znaczenie w procesie analizy Fitch. Idealny profil zadłużenia charakteryzuje się umiarkowanym i przewidywalnym poziomem kosztów obsługi zadłużenia, gdzie prawdopodobieństwo powstania konieczności refinansowania zostało ograniczone do minimum i nie występuje ryzyko odroczenia wykupu obligacji. Określona harmonogramem wysokość spłaty zadłużenia powinna mieścić się w bieżących realiach budżetowych, bez konieczności opierania się na założeniach wzrostu dochodów budżetowych czy wzrostu gospodarczego w przyszłości, na dochodach o charakterze jednorazowym, czy też przewidzianym w przyszłości wzroście podatków lub zmianach w otoczeniu regulacyjnym. Profil zadłużenia, który prowadzi do zaistnienia jednoczesnej zapadalności szeregu zobowiązań dłużnych, a także znaczący udział zadłużenia krótkoterminowego wskazują na obecność ryzyka refinansowania. Innym źródłem ryzyka w niektórych krajach może być zadłużenie, w którym zobowiązania w walutach obcych lub o zmiennym oprocentowaniu stanowią wysoki udział.

Struktura zadłużenia jest częstym problemem administracji samorządowej na rynkach rozwijających się. Zwykle średni okres spłaty zadłużenia jest stosunkowo krótki, Fitch bada średnią zapadalność zadłużenia. Niski okres zapadalności, np. poniżej trzech lat, może stanowić negatywny czynnik oceny. Może on świadczyć o konieczności refinansowania dotychczasowego zadłużenia poprzez zaciąganie nowych zobowiązań. Preferowany jest wyższy wskaźnik zapadalności zobowiązań, wynoszący 7 - 10 lat i więcej.

W obliczu potrzeb kredytowych wiele jednostek samorządowych korzysta z dostępnego w bankach krajowych finansowania krótkoterminowego, trzy do pięcioletniego. Bywa, że kredyt pozyskiwany w miejscowych bankach jest wysoko oprocentowany, z uwagi na konieczność kompensowania występującej w danym kraju wysokiej inflacji lub ryzyka kraju (politycznego, finansowego, gospodarczego i instytucjonalnego). Obok międzynarodowych rynków dłużnych, głównym źródłem taniego długoterminowego finansowania mogą być także międzynarodowe instytucje finansowe oraz formuła finansowania projektu (project financing).

Fitch dokonuje oceny łącznego zadłużenia podmiotu, z uwzględnieniem zadłużenia bieżącego, zaplanowanego i przewidzianego w przyszłości. Ocena obejmuje zobowiązania długoterminowe, takie jak pozabudżetowe finansowanie projektów, zobowiązania z tytułu leasingu, udzielone gwarancje, akcje/udziały w przedsiębiorstwach użyteczności publicznej, bankach. Ponieważ długoterminowe zobowiązania z tytułu zabezpieczeń emerytalno-rentowych mogą stanowić szczególne obciążenie, konieczne jest zapoznanie się z całością materiałów dostępnych na ten temat. Oficjalne oświadczenie odnośnie terminowości obsługi zobowiązań kredytowych i pożyczkowych w przeszłości, z odnotowaniem wszystkich ewentualnych przypadków opóźnień w spłacie jest również niezwykle przydatne. Fitch pozytywnie ocenia wszystkie przypadki samodzielnej obsługi zadłużenia przez przedsiębiorstwo komunalne lub inną jednostkę świadczącą usługi użyteczności publicznej. W niektórych przypadkach Fitch może zakwalifikować zobowiązania podmiotów trzecich do zadłużenia bezpośredniego emitenta, jeśli uzna, że obsługa takiego zadłużenia może pośrednio obciążyć jednostkę samorządową. Takie zobowiązanie jest klasyfikowane jako Inne zobowiązania dłużne.

Do powszechnie stosowanych wskaźników zadłużenia należą:

- kwota zadłużenia w relacji do lokalnego PKB,
- kwota zadłużenia do dochodów bieżących,
- ryzyko bezpośrednie (zadłużenie bezpośrednie plus Inne zobowiązania dłużne) do dochodów bieżących,
- zadłużenie do nadwyżki bieżącej,
- kwota zadłużenia do rynkowej wartości majątku podlegającego opodatkowaniu (w przypadku podmiotów, które w dużej mierze finansują swą działalność operacyjną i obsługują zadłużenie z podatków od nieruchomości)
- procentowy udział kosztów obsługi zadłużenia w dochodach bieżących i wydatkach operacyjnych w skali rocznej ,
- procentowy udział zobowiązań z tytułu zabezpieczeń emerytalnych w bieżących wydatkach operacyjnych
- kwota zadłużenia na mieszkańca.

Płytkie lub nie płynne rynki finansowe ograniczają finansowanie krótkoterminowe. Jednak w Europie zachodniej oraz innych regionach rośnie emisja papierów dłużnych, w tym papierów komercyjnych emitowanych przez samorządy lokalne. Fitch ocenia również zadłużenie krótkoterminowe, nadając temu zadłużeniu rating krótkoterminowy. Podstawy oceny zadłużenia krótkoterminowego są takie same,

jak w przypadku oceny zadłużenia długoterminowego. Jednak w przypadku ratingu dla zadłużenia krótkoterminowego większą wagę przywiązuje się do tego, czy istnieje odpowiedni poziom płynności koniecznej do obsługi zobowiązań krótkoterminowych emitenta.

Analiza płynności krótkoterminowej oraz przepływów gotówki ma na celu ocenę rozkładu w czasie struktury zobowiązań krótkoterminowych (ich zapadalności) oraz przepływów gotówki. Innymi słowy, czy w ciągu roku występują są czasowe braki środków i czy w związku z tym jst posiada odpowiednie instrumenty finansowe zapewniające jej płynność w takich okresach (np. kredyt w rachunku bieżącym lub inne). Charakter oraz struktura wsparcia finansowego jest istotna w określaniu jego jakości kredytowej.

Agencja Fitch ocenia również ryzyko pośrednie podmiotu, gdyż może ono wpływać na ocenę jego wiarygodności kredytowej. Niektóre kraje zdecentralizowały ryzyko powołując spółki sektora publicznego, w których koncentruje się zadłużenie. Spółki takie mogą pozyskiwać znaczną część niezbędnego finansowania w formie transferów np. od podmiotu. Dla potrzeb określenia skali ryzyka pośredniego, Fitch dokonuje oceny nie tylko danego samorządu terytorialnego, ale również ryzyka pośredniego związanego z podmiotami zależnymi i stowarzyszonymi. Niektóre spółki zależne są świadczeniodawcami podstawowych usług komunalnych, przez co istnieje prawdopodobieństwo, że władze samorządowe gotowe będą wesprzeć je (np. poprzez dokapitalizowanie tych podmiotów), chociaż nie ich zadłużenia jest objęte bezpośrednią gwarancją udzieloną przez jst.

Brak pełnej informacji na temat ryzyka pośredniego, stanowi negatywny czynnik analizy ratingowej. Aby określić ryzyko pośrednie, Fitch dokonuje szczegółowego przeglądu transferów z i do budżetu centralnego danej jednostki samorządowej, a także analizy trendów zadłużenia oraz usług świadczonych przez wspomniane wyżej podmioty i jednostki nieskonsolidowane, pod względem ich rodzaju usług i zakresu. W ten sposób Fitch jest w stanie ocenić, czy:

- dana jednostka samorządu terytorialnego kiedykolwiek w przeszłości przejmowała zobowiązania innych jednostek lub spółek, co może świadczyć o problemach finansowych lub problemach z płynnością jednostek nieskonsolidowanych,
- wystąpiły znaczące, nieprzewidziane transfery (przekraczające wielkości uwzględnione w rocznym budżecie) skierowane do określonych jednostek lub spółek - zwykle dofinansowanie w okolicznościach kryzysu finansowego,
- występują znaczące transfery ze spółek (np. dywidendy) do budżetu jednostki samorządu terytorialnego, co może oznaczać znaczne uzależnienie od tych dochodów.
- agencje i spółki spełniają ważne funkcje, będące zadaniami obligatoryjnymi jednostki samorządu terytorialnego (m.in. zaopatrzenie w wodę, oczyszczanie miasta), lub czy dana spółka jest bardzo ważna dla lokalnej gospodarki, ze względu na poziom zatrudnienia, co może wskazywać na występowanie silnego moralnego (nieformalnego) obowiązku wsparcia tej jednostki przez samorząd, bez względu na odpowiedzialność zarządu za doprowadzenie spółki do stanu niewypłacalności lub upadłości.

Zarządzanie

Jakość zarządzania jest kluczowym elementem analizy kredytowej samorządu każdego szczebla i może mieć wpływ nie tylko na sytuację finansową i budżetową emitenta, lecz także na dostępność finansowania zewnętrznego (kredyty, pożyczki, emisje itp.). Fitch uważa, że praktyka zarządzania i jego jakość jest ważniejsza dla oceny, w jaki sposób w przyszłości może przebiegać obsługa zadłużenia i czy nie wystąpią opóźnienia w spłacie długu lub inne tego typu problemy, przy czym dobre

zarządzanie w sektorze finansów publicznych, wg Fitch, obejmuje m.in. stosowane praktyki księgowo, planowanie wieloletnie, zarządzanie długiem (spłata oraz zaciąganie nowego zadłużenia, zapadalność itp.); patrz także *Management's Impact on Municipal Credit Ratings* z 4.03.2007 roku, dostępny na www.fitchratings.com.

Załącznik: Rating dla zadłużenia w walucie lokalnej i zagranicznej

Międzynarodowe ratingi krótkoterminowe i długoterminowe mogą zostać nadane zadłużeniu (kredytom i emisjom) zarówno w walucie zagranicznej jak i krajowej. Ratingi nadane dla zadłużenia w walucie zagranicznej (FCR) generalnie są ograniczone przez rating kraju, nadawany przez Fitch przez inny departament. Jednak jednostki samorządu posiadające wysoką autonomię (zarówno prawną jak i fiskalną) mogą w niektórych krajach otrzymać ocenę ratingową wyższą niż rating kraju (patrz: raport specjalny Fitch *Rating Subnationals above the Sovereign in Euro Area - A Fine Tuning* z 3.05.2006 dostępny na www.fitchratings.com.) Zarówno FCR jak i LCR są międzynarodowo porównywalne. LCR jest miarą prawdopodobieństwa spłaty zobowiązań w walucie krajowej i w danym kraju, w przeciwieństwie do FCR, nie uwzględnia siły wyższej.

Ratingi krajowe są nadawane zazwyczaj samorządom lokalnym i regionalnym na rynkach wschodzących, gdzie istnieje na nie duże zapotrzebowanie. Ratingi te są oceną jakości kredytowej, ale tylko w odniesieniu do „najlepszego” ryzyka kredytowego w kraju, którym zazwyczaj (choć nie zawsze) jest państwo i zwykle ocena kredytowa zadłużenia skarbu państwa jest najwyższa, tj. „AAA”. Natomiast w przypadku ratingu międzynarodowego skala nadawania ratingu dla podmiotów innych niż skarb państwa może być ograniczona ratingiem kraju. Nie da się wprost porównać ratingu krajowego z ratingiem międzynarodowym; zobacz metodykę Fitch *National Ratings - Methodology Update* z 18.12.2006 dostępną na www.fitchratings.com).

Aby określić, w jakim kierunku może zmienić się długoterminowa ocena ratingowa, w okresie roku do dwóch lat, Fitch nadaje również perspektywę ratingów. Może ona być: „Pozytywna”, „Stabilna” bądź „Negatywna”. „Pozytywna” czy „Negatywna” perspektywa ratingu nie oznacza, że zmiana ratingu jest nieunikniona. Podobnie ratingi posiadające „Stabilną” perspektywę mogą zostać podniesione bądź obniżone, zanim perspektywa ratingu zostanie zmieniona na „Pozytywną”, czy „Negatywną”, jeśli okoliczności uzasadniają taką akcję. Wyjątkowo, w rzadkich przypadkach, Fitch może nie być w stanie określić perspektywy ratingu, w takim przypadku perspektywa ratingu określana jest jako „Ewoluuująca”.

Ratingi mogą zostać umieszczone na liście obserwacyjnej celem powiadomienia inwestorów, że zachodzi uzasadnione prawdopodobieństwo zmiany ratingu, z podaniem prawdopodobnego kierunku takiej zmiany. W tym celu podaje się, że wskazanie jest „pozytywne”, czyli istnieje prawdopodobieństwo podwyższenia ratingu, „negatywne”, gdy istnieje prawdopodobieństwo obniżenia ratingu, lub „ewoluujące”, jeśli rating może zostać podwyższony, obniżony lub utrzymany. Sytuacja ratingu na liście obserwacyjnej z reguły zostaje szybko wyjaśniona. Pełne definicje ratingów można znaleźć na stronach www.fitchratings.com oraz www.fitchpolska.com.pl.

Copyright © 2008 Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. i jego podmioty zależne. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telefon: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Kopiowanie lub wykorzystywanie w całości lub w części bez zgody jest zabronione. Wszelkie prawa zastrzeżone. Wszystkie informacje zamieszczone w tym raporcie opierają się na informacjach od emitentów, innych dłużników i organizatorów, lub innych źródłach, które Fitch uważa za wiarygodne. Fitch nie przeprowadza audytu ani nie weryfikuje prawdziwości i dokładności tych informacji. W związku z tym informacje zawarte w tym raporcie są prezentowane w oryginalnej postaci, bez żadnych gwarancji. Rating nadany przez Fitch jest opinią o wiarygodności kredytowej papieru wartościowego. Rating nie odzwierciedla ryzyka poniesienia strat na skutek innych ryzyk niż ryzyko kredytowe chyba, że ryzyka takie zostały dokładnie przedstawione. Fitch nie jest zaangażowany w oferowanie lub sprzedaż jakichkolwiek papierów wartościowych. Raport prezentujący rating nadany przez Fitch nie jest prospektem ani nie zastępuje informacji zebranych, sprawdzonych i przedstawianych inwestorom przez emitenta i jego agenta w związku ze sprzedażą papierów dłużnych. Ratingi mogą być zmienione, zawieszono lub wycofane w każdej chwili z różnych powodów i jest to suwerenna decyzja Fitch'a. Fitch nie oferuje żadnego doradztwa inwestycyjnego. Ratingi nie stanowią rekomendacji kupna, sprzedaży lub trzymania jakichkolwiek papierów wartościowych. Ratingi nie komentują poprawności cen rynkowych, przydatności jakiegokolwiek papieru wartościowego dla danego inwestora, charakterystyki zwolnień podatkowych lub zobowiązań podatkowych związanych z płatnościami z danym papierem wartościowym. Fitch otrzymuje wynagrodzenie od emitentów, ubezpieczycieli, gwarantów, innych instytucji oraz organizatorów za usługi ratingowe. Opłaty te zazwyczaj zamykają się w przedziale od 1.000 USD do 750.000 USD (lub równowartości tej kwoty w innych walutach) za emisję. W niektórych wypadkach Fitch ocenia wszystkie lub dużą część emisji danego emitenta, lub ubezpieczonych lub gwarantowanych przez danego ubezpieczyciela lub gwaranta, w ramach jednej opłaty rocznej. Taka opłata kształtuje się w przedziale od 10.000 USD do 1.500.000 USD (lub równowartość tej kwoty w innych walutach). Nadanie, publikacja i dystrybucja ratingu przez Fitch nie stanowi zgody Fitch'a do używania jego nazwy w roli eksperta w związku z jakąkolwiek rejestracją w ramach przepisów o publicznym obrocie papierów wartościowych w USA, ustawy „Financial Services and Markets Act” z 2000 roku w Wielkiej Brytanii lub podobnych praw i regulacji w każdym innym państwie. Z powodu relatywnej efektywności elektronicznej publikacji i dystrybucji, analizy Fitch mogą być dostępne dla prenumeratorów tych wersji do 3 dni wcześniej niż dla prenumeratorów wersji drukowanej.