Raport Badawczy

Research Report

RB/32/2008

Standardy zarządzania długiem w jednostkach samorządu terytorialnego

M. Bitner, K.S. Cichocki

Instytut Badań Systemowych
Polska Akademia Nauk

Systems Research Institute
Polish Academy of Sciences

POLSKA AKADEMIA NAUK

Instytut Badań Systemowych

ul. Newelska 6

01-447 Warszawa

tel.: (+48) (22) 3810100

fax: (+48) (22) 3810105

Kierownik Pracowni zgłaszający pracę:
Prof. dr inż. Roman Kulikowski

Warszawa 2008

dr Michał Bitner, Wydział Prawa i Administracji, Uniwersytet Warszawski
dr inż. Krzysztof S. Cichocki, Instytut Badań Systemowych, Polska Akademia Nauk

Standardy zarządzania długiem w jednostkach samorządu terytorialnego[1]

Spis treści

Podstawowym celem zarządzania długiem jednostek samorządu terytorialnego jest pozyskiwanie środków na finansowanie zadań - w odpowiedniej wysokości, w odpowiednim czasie i po jak najniższym koszcie. Potrzeby pożyczkowe wynikają z dokładnej analizy potrzeb inwestycyjnych skoordynowanych z możliwościami finansowymi JST, a więc także są powiązane z pozyskiwaniem środków europejskich.
Celem artykułu jest omówienie miejsca i roli długu w zarządzaniu finansami jednostek samorządu terytorialnego (JST), zaprezentowanie modelu efektywnego zarządzania długiem przez polskie samorządy oraz przedstawienie wniosków wynikających z badań poziomu tej efektywności w polskich samorządach. Efektywność zarządzania długiem jest ściśle powiązana z efektywnością zarządzania finansami w JST i powinna wynikać z dobrych praktyk, które tworzą proces polegający na ciągłym i wieloletnim utrzymywaniu określonych standardów. W artykule, w oparciu o literaturę przedmiotu, praktyki międzynarodowe oraz wieloletnie doświadczenia autorów ze współpracy z JST, zaproponowano standardy zarządzania długiem przez krajowe samorządy. Zbiór tych standardów stanowi model efektywności zarządzania długiem. Wypełnianie zaproponowanych standardy zwiększa bezpieczeństwo korzystania przez JST z rynku kapitałowego. W sytuacji stale występującej w budżetach lokalnych ujemnej różnicy między nadwyżką operacyjną a koniecznymi nakładami inwestycyjnymi (gdy konieczne jest pozyskiwanie środków zewnętrznych na finansowanie inwestycji), zarządzanie zadłużeniem powinno być procesem ciągłym i winno prowadzić do trwałego, a nie przejściowego lub jednorazowego, osiągania celów efektywnego zarządzania finansami i długiem.

[1] Artykuł wykorzystuje m.in. wyniki badań przeprowadzonych przez autorów w ramach Programu Sprawne Państwo Ernst&Young.

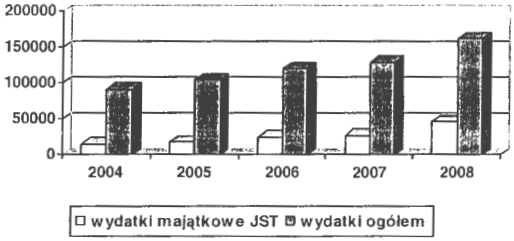
1. Znaczenie problematyki długu JST na tle praktyki i teorii finansów samorządowych

1.1. Wydatki inwestycyjne i zadłużenie JST w Polsce i w innych krajach Unii Europejskiej

Problematyka standardów zarządzania długiem jednostek samorządu terytorialnego – w przeciwieństwie do zarządzania długiem Skarbu Państwa – nie była dotychczas przedmiotem kompleksowej analizy teoretycznej zarówno w piśmiennictwie krajowym, jak i obcym. Ważniejsze publikacje w tym zakresie koncentrują się na omawianiu roli zadłużenia w systemie finansowym samorządu terytorialnego oraz na ocenie bieżących regulacji prawnych dotyczących tej sfery działalności samorządów. W niniejszym artykule podjęto próbę zidentyfikowania niektórych standardów zarządzania długiem komunalnym oraz refleksji na temat ich stosowania w warunkach krajowych. Podstawą formułowania wniosków dotyczących poszczególnych standardów były praktyki zarządzania zadłużeniem stosowane przez samorządy w wybranych krajach OECD, a przede wszystkim na najbardziej rozwiniętym komunalnym rynku kapitałowym na świecie, tj. rynku amerykańskim.

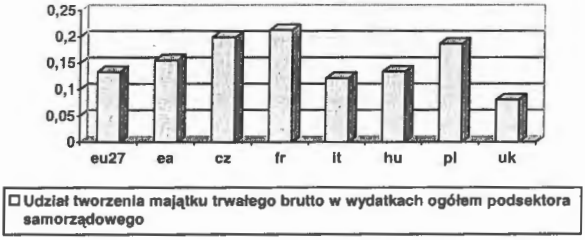
Problematyka standardów zarządzania długiem, który jest źródłem finansowania inwestycji ma w przypadku JST wagę szczególną ze względu na udział wydatków inwestycyjnych w wydatkach samorządów ogółem. Należy podkreślić, że udział ten wzrósł z ok. 16,5% w 2004 r. do blisko 21% w roku 2007, zaś wg planu na rok 2008 wyniesie 28%. Udział inwestycji w wydatkach samorządów w Polsce należy do najwyższych w krajach Unii Europejskiej.

Rysunek 1. Wydatki majątkowe oraz wydatki JST ogółem (mln PLN)



Rysunek 2. Udział tworzenia majątku trwałego brutto (gross fixed capital formation) w wydatkach podsektora samorządowego ogółem w Unii Europejskiej i wybranych krajach członkowskich (2007 r.)[2]

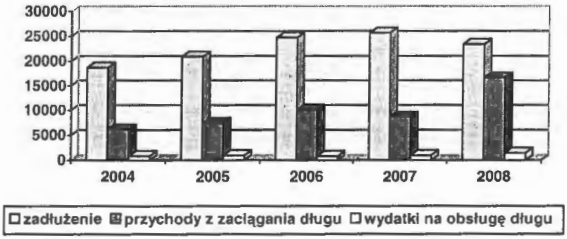
[2] Przyjęte oznaczenia: eu27 – Unia Europejska; eu – strefa euro; cz – Czechy; fr – Francja; it – Włochy; hu – Węgry; pl – Polska; uk – Wielka Brytania.



Warto także wspomnieć, że w badanym okresie (2004-2007) suma wydatków inwestycyjnych JST średnio ponad dwukrotnie przekraczała wysokość wydatków majątkowych budżetu państwa, zaś relacja inwestycji podsektora samorządowego do PKB w Polsce wynosi 2,5% i jest czwartą, co do wielkości, w całej Unii (średnia dla UE w roku 2007 wyniosła 1,5%; wskaźnik wyższy od polskiego miały jedynie trzy kraje: Irlandia, Łotwa i Rumunia).

Wzrostowi wydatków inwestycyjnych JST towarzyszy systematyczny przyrost wielkości zadłużenia: z 18,7 mld PLN w 2004 r. do 25,7 mld PLN w roku 2007. Widoczny na rysunku 3. spadek zadłużenia w 2008 r. jest pozorny, a jego źródłem jest niespójność okresów pozyskiwania danych. Kolumna obrazująca wielkość zadłużenia na rok 2008 odzwierciedla mianowicie stan na koniec drugiego kwartału, podczas gdy olbrzymia większość emisji nowego długu ma miejsce w ostatnich dwóch miesiącach roku. Z kolei spadek przychodów z emisji długu w roku 2007 spowodowany był likwidacją instytucji prefinansowania. Przychody bez prefinansowania wzrosły o blisko 20%. Należy zwrócić uwagę na bezprecedensowy wzrost przychodów z zaciągania długu w roku 2008. Dane te wynikają wprawdzie z planów, ponieważ jednak w latach poprzednich omawiane pozycje planów były wykonywane w ok. 80-90%, można stwierdzić, że w roku 2008 nastąpi prawdopodobnie radykalny wzrost przychodów z zaciągania kredytów i emisji obligacji (o ponad 70%), jak również znaczący przyrost zadłużenia[3].

Rysunek 3. Zadłużenie JST, przychody z zaciągania długu i wydatki na obsługę zadłużenia

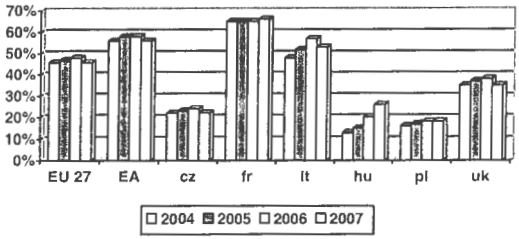


[3] Planowane saldo przychodów i rozchodów związanych z kredytami, pożyczkami i obligacjami sięga bowiem 10 mld PLN.

Obydwa wskazane wyżej zjawiska, tzn. wzrost inwestycji w tempie przekraczającym tempo wzrostu wydatków ogółem oraz towarzyszący mu wzrost długu wynika w znacznej mierze z potrzeby absorpcji wsparcia finansowanego z budżetu Unii Europejskiej. Zgodnie z planem finansowym Narodowych Strategicznych Ram Odniesienia 2007-2013, wysokość współfinansowania przez JST projektów otrzymujących wsparcie z funduszy strukturalnych lub Funduszu Spójności ma wynieść blisko 6 mld euro.

Należy podkreślić, że pomimo znaczącego wzrostu wolumenu zadłużenia JST od roku 2004, zaciąganie długu jest wciąż tą formą pozyskiwania środków na finansowanie działalności JST, której potencjał wykorzystywany jest na razie w stosunkowo niewielkim stopniu. Relacja długu podsektora samorządowego do jego dochodów w Polsce (17,54% w 2007 r.) pozostaje w porównaniu z innymi krajami członkowskimi Unii Europejskiej (średnia dla UE 45,69% w 2007 r.) na niskim poziomie. Można stwierdzić, że przy braku przeszkód o charakterze makroekonomicznym lub regulacyjnym rola dźwigni finansowej w likwidacji tzw. luki infrastrukturalnej będzie wzrastała, a zaciąganie długu będzie podstawowym sposobem pozyskiwania środków zewnętrznych na finansowanie inwestycji samorządowych.

Rysunek 4. Stosunek długu do dochodów sektora samorządowego w Unii Europejskiej i wybranych krajach członkowskich.



1.2. Środowisko regulacyjne zaciągania długu przez JST

Zgodnie z przepisem art. 9 ust. 8 Europejskiej Karty Samorządu Terytorialnego, dla potrzeb finansowania nakładów inwestycyjnych społeczności lokalne powinny mieć dostęp do krajowego rynku kapitałowego, w granicach określonych prawem. Swoboda tego dostępu uwarunkowana jest wieloma czynnikami o charakterze normatywnym, instytucjonalnym, jak również faktyczną możliwością korzystania przez samorządy lokalne z określonych instrumentów finansowych. Zasadniczą normatywną przesłanką istnienia dostępu jednostek samorządowych do rynku kapitałowego jest brak zasady równowagi budżetowej w odniesieniu do planów finansowych uchwalanych na szczeblu lokalnym. Z kolei możliwość generowania deficytów wymaga ustalenia dopuszczalnych źródeł ich pokrywania, nie zaliczanych do zwykłych dochodów budżetu (tzw. wpływy „pod kreską", w krajowej rachunkowości budżetowej nazywane przychodami). Prawo krajowe przewiduje następujące sposoby finansowania deficytów budżetowych jednostek samorządu terytorialnego: sprzedaż papierów wartościowych wyemitowanych przez jednostkę samorządu terytorialnego (poprawniej byłoby mówić o wpływach z emisji papierów wartościowych); zaciąganie kredytów; zaciąganie pożyczek; uzyskiwanie wpływów z prywatyzacji majątku jednostki

samorządu terytorialnego; przeznaczanie na ten cel nadwyżki budżetowej z roku ubiegłego oraz wykorzystywanie tzw. wolnych środków rozumianych jako nadwyżka środków pieniężnych na rachunku bieżącym budżetu jednostki samorządu terytorialnego, w szczególności środków wynikających z rozliczeń kredytów i pożyczek z lat ubiegłych. Trzy z wymienionych źródeł finansowania deficytów – wpływy z emisji papierów wartościowych, zaciąganych kredytów i pożyczek - należą do przychodów o charakterze zewnętrznym. Należy podkreślić, że te klasyczne instrumenty długu publicznego mogą służyć nie tylko finansowaniu deficytów, lecz także pokryciu występującego w ciągu roku przejściowego niedoboru budżetu, jak również - od końca 2003 r. – rolowaniu długu, czyli spłacie wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów (finansowanie rozchodów, należących podobnie jak przychody do przepływów „pod kreską").

Kolejnym czynnikiem normatywnym określającym zakres dostępu do rynku kapitałowego są przepisy o charakterze ostrożnościowym, mogące ograniczać zarówno swobodę kształtowania przez jednostki samorządowe wykorzystywanych instrumentów finansowych, korzystanie z klasycznych form długu, jak również uchwalanie budżetów z planowanym deficytem.

- Do pierwszej grupy należą: nakaz ponoszenia kosztów obsługi zadłużenia co najmniej raz w roku; ograniczenie dopuszczalnego dyskonta przy emisji papierów wartościowych do 5% ich wartości nominalnej; zakaz kapitalizacji odsetek, czyli nakaz zgodności spłat kapitału i odsetek; zakaz zaciągania zobowiązań finansowych, których wartość nominalna należna do zapłaty w dniu wymagalności, wyrażona w złotych, nie została ustalona w dniu zawierania transakcji. Ostatnia z wymienionych regulacji równoznaczna jest z faktycznym zakazem wykorzystywania instrumentów finansowych nominowanych w walucie obcej. Od tego zakazu istnieją jednak wyjątki dotyczące zobowiązań finansujących wydatki inwestycyjne[4]. Do tej grupy ograniczeń należy również zaliczyć wynikający z Prawa bankowego nakaz ustalenia w umowie kredytu celu, na który kredyt został udzielony, jak również wynikający z przepisów ustawy o obligacjach, a dotyczący jednostek samorządu terytorialnego, nakaz oznaczenia celu emisji i towarzyszący mu zakaz przeznaczania środków pochodzących z emisji obligacji na inne cele.
- Do grupy drugiej należą zakazy przekraczania określonych limitów relacji rocznych płatności związanych z obsługą zadłużenia do planowanych rocznych dochodów budżetu (wskaźnik obsługi zadłużenia do dochodów) oraz relacji kwoty zadłużenia jednostki na koniec roku do wykonanych dochodów jednostki w roku budżetowym (wskaźnik kwoty zadłużenia do dochodów). Drugi z wymienionych wskaźników badany jest także w ujęciu kwartalnym jako stosunek zadłużenia na koniec kwartału do planowanych rocznych dochodów jednostki. Ustalony w ustawie limit wskaźnika obsługi zadłużenia do dochodów wynosi 15%, natomiast limit wskaźnika kwoty zadłużenia do dochodów, zarówno w ujęciu rocznymi jak i kwartalnym – 60%. Zakazom przekraczania limitów

[4] W odniesieniu do kredytów (pożyczek) zakaz nie dotyczy zobowiązań zaciągniętych w stosunku do międzynarodowych instytucji finansowych (których Rzeczpospolita Polska jest członkiem lub z którymi podpisała umowę o współpracy), w stosunku do banków oraz utworzonych w drodze ustawy osób prawnych – ze środków pochodzących z linii kredytowych udostępnionych przez międzynarodowe instytucje finansowe, w stosunku do rządów lub instytucji rządowych państw obcych (na mocy porozumień zawieranych przez Radę Ministrów z właściwym rządem lub instytucją rządową). W odniesieniu do papierów wartościowych zakaz wyłączony jest w przypadku obligacji o terminie wykupu powyżej roku, emitowanych na międzynarodowych rynkach kapitałowych, pod warunkiem uzyskania przez jednostkę samorządową oceny wiarygodności kredytowej na poziomie inwestycyjnym, wydanej przez jedną spośród wskazanych przez ministra finansów agencji ratingowych.

wskaźników nie podlegają papiery wartościowe, kredyty i pożyczki zaciągnięte w związku ze środkami określonymi w umowie zawartej z podmiotem dysponującym funduszami strukturalnymi lub Funduszem Spójności.

- Trzecia grupa norm ostrożnościowych dotyczy ograniczeń możliwości uchwalania budżetów z deficytem. Normy te zakładają wprowadzanie pewnych rygorów w zakresie wyniku budżetów jednostek samorządowych w przypadku zbliżania się relacji długu sektora finansów publicznych do PKB do konstytucyjnej granicy 60% - aż do całkowitego zakazu uchwalania wydatków nie znajdujących pokrycia w planowanych dochodach. Ograniczenia te nie dotyczą jednak kwot deficytu budżetu jednostki samorządu terytorialnego sfinansowanych nadwyżką budżetową z lat poprzednich, a także sfinansowanych emisją papierów wartościowych, zaciągniętymi kredytami i pożyczkami w związku ze środkami określonymi w umowie zawartej z podmiotem dysponującym funduszami strukturalnymi lub Funduszem Spójności.

Krajowe prawo finansowe, respektując zasadę jednorocznego planowania finansowego na szczeblu samorządowym, umożliwia jednak samorządom lokalnym wprowadzenie pewnych elementów planowania średniookresowego. Ustawa o finansach publicznych z 1998 r. upoważniła samorządy do określania w uchwałach budżetowych - oprócz limitów wydatków na okres roku budżetowego stanowiących zasadniczą część budżetu - także limitów wydatków na wieloletnie programy inwestycyjne. Wieloletnie limity wydatków określane są w załączniku do uchwały budżetowej zawierającym nazwę i cel programu, projektu lub zadania; jednostkę organizacyjną odpowiedzialną za realizację lub koordynującą wykonywanie programu, projektu lub zadania; okres realizacji i łączne nakłady finansowe; wysokość wydatków w roku budżetowym oraz w dwóch kolejnych latach. Przepisy powyższe stanowią podstawę trzyletniego planowania w odniesieniu do wydatków inwestycyjnych niezależnie od źródła finansowania oraz wydatków bieżących finansowanych ze źródeł zagranicznych, nie podlegających zwrotowi z budżetu państwa, (kontrakty wojewódzkie o dofinansowaniu regionalnego programu operacyjnego (programy i projekty realizowane ze środków pochodzących z budżetu Unii Europejskiej) oraz z innych środków pochodzących ze źródeł zagranicznych, nie podlegających zwrotowi (zadania wynikające z kontraktów wojewódzkich). W kolejnych latach kwoty przewidziane na realizację poszczególnych programów, projektów lub zadań mogą ulegać zmianom, aż do zupełnego anulowania autoryzacji, wymaga to jednak zawsze uchwały organu stanowiącego. Jeżeli jednak nie przewiduje się wstrzymania realizacji już uruchomionego projektu (programu, zadania), kolejne uchwały budżetowe powinny określać nakłady w wysokości umożliwiającej jego terminowe zakończenie.

Na tle ustawodawstwa większości krajów Wspólnoty krajową regulację dostępu jednostek samorządu terytorialnego ocenić należy jako dość liberalną. Najistotniejsze ograniczenie dotyczy zaciągania długu nominowanego w walucie obcej. Większość pozostałych restrykcji tylko w stopniu nieznacznym krępuje swobodę zarządzania zadłużeniem. Należy jednak zauważyć, że niektóre normy o charakterze ostrożnościowym mogą w pewnych okolicznościach utrudniać stosowanie pewnych instrumentów dłużnych, np. nakaz dokonywania płatności związanych z obsługą zadłużenia co najmniej raz w roku, wykluczający ponad 12-miesięczną karencję w spłacie kapitału i płatnościach odsetkowych, może komplikować konstruowanie warunków emisji klasycznych obligacji przychodowych, których źródłem obsługi powinny być przychody generowane przez zrealizowane przedsięwzięcie.

Z drugiej strony należy podkreślić, że regulacja prawna nie wymusza na jednostkach samorządu terytorialnego działań w zakresie planowania wieloletniego typowych dla gospodarki finansowej samorządów w większości krajów OECD. Podstawowy dokument finansowy – budżet – jest planem rocznym, przy czym roczność planowania budżetowego nie idzie w parze z wymogami planowania wieloletniego w żadnej dziedzinie. Wyjątkiem są wieloletnie plany inwestycyjne, limity określone w kontraktach wojewódzkich oraz wydatki na projekty unijne, plany te jednak zgodnie z ustawowym nakazem powinny obejmować okres zaledwie trzyletni. Wieloletni program inwestycyjny jest instytucją prawno-budżetową stanowiącą z jednej strony remedium na te zjawiska patologiczne, z drugiej zaś pewną namiastkę średnioterminowego planowania finansowego w jednostkach samorządu terytorialnego. Istota wieloletniego programu inwestycyjnego w rozumieniu ustawy polega na określeniu limitu wydatków na realizację określonych inwestycji nie tylko w roku budżetowym, lecz także w dwóch kolejnych latach. Nie oznacza to, że wydatki zaplanowane w programach będą automatycznie włączane do budżetów na lata następne, oczywiście przy założeniu, że rada (sejmik) w określonym trybie dokona zmiany zakresu wykonywania programu lub jego wykonanie w ogóle wstrzyma. Organ uchwalający kolejne budżety jest w zasadzie związany terminem realizacji inwestycji, natomiast określenie w programie wielkości wydatków na lata następujące po roku budżetowym ma charakter planistyczny, a nie normatywny. Pomimo oczywistych wad dość niefortunnej z punktu widzenia techniki legislacyjnej konstrukcji wieloletnich programów inwestycyjnych niewątpliwie stanowi ona wyraz określonych preferencji Ustawodawcy, który jak się wydaje skłonny jest do rozszerzania zakresu i prawnego znaczenia planowania finansowego w okresie dłuższym niż rok budżetowy.
Zarządzanie długiem komunalnym jest dziedziną zajmującą się analizą działań zmierzających do planowanego zaciągania i spłaty zadłużenia, odpowiednio do potrzeb i możliwości finansowych jednostek samorządu terytorialnego oraz sytuacji na rynku, przy uwzględnieniu ryzyka wynikającego z korzystania przez JST ze środków pożyczkowych. Bezpieczne zarządzanie długiem jest ściśle powiązane z efektywnym zarządzaniem finansami – skoordynowaniem wszystkich przepływów gotówkowych budżetu (dochodów, przychodów, wydatków i rozchodów)[5], a ponadto, planowaniem tych przepływów w roku budżetowym i w perspektywie wieloletniej - minimum siedmioletniej.

1.3. Koncepcja efektywności zarządzania długiem

Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego, obejmuje stosowanie procedur, metod, narzędzi i działań mających prowadzić do optymalizacji pożądanych cech finansowania zadań inwestycyjnych. Sposoby finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych powinny odznaczać się trzema cechami: mają być odpowiednie, wydajne i efektywne. Proces zarządzania długiem, który prowadzi do osiągnięcia tych trzech celów, można określić mianem efektywnego.
Metoda finansowania jest odpowiednia, gdy koszty wynikające z jej stosowania ponoszone są przez osoby będące beneficjentami zrealizowanego projektu. Na przykład nakłady poczynione na remonty dróg albo rozwój transportu publicznego oddziałują korzystnie na całą lokalną społeczność głównie przez redukcję natężenia ruchu i zanieczyszczenia powietrza. Tego typu inwestycje powinny być finansowanie ze źródeł "ogólnych", tzn. w

[5] W rozumieniu ustawy o finansach publicznych, przychody obejmują kredyty, pożyczki (z wyjątkiem pożyczek na prefinansowanie), oraz środki z emisji obligacji, dochody z prywatyzacji i dochody kapitałowe; rozchody obejmują spłaty rat kredytu oraz wykupienie obligacji.

ostatecznym rachunku z budżetu gminy (zaciągnięcie długu równoznaczne jest z koniecznością ponoszenia w przyszłości wydatków np. z tytułu płatności odsetkowych). Sytuacja wygląda inaczej w przypadku rozbudowy sieci wodociągowej, która przynosi korzyści głównie ograniczonej liczbie użytkowników - objętych oddziaływaniem sieci. W takim przypadku należałoby się zastanowić nad metodą finansowania, która nie stanowi obciążenia dla całego budżetu JST.

Sposób finansowania jest skuteczny (wydajny), jeżeli zapewnia wystarczające środki wtedy, gdy są potrzebne. Dotyczy to nie tylko wartości kwot możliwych do pozyskania, ale także terminów, zarówno pozyskania środków jak i ich wydatkowania. W przypadku gdy np. nakłady inwestycyjne ponoszone będą przez kilka lat, a wszystkie środki z danego źródła mogą być uzyskane tylko jednorazowo – konieczne jest albo finansowanie pomostowe, albo powstanie nadwyżka wolnych środków i wystąpi związane z tym ryzyko negatywnego arbitrażu, czyli wyższy niż to konieczne rzeczywisty koszt obsługi długu.

Efektywność metody finansowania oznacza jej relatywną przewagę nad innymi metodami pod względem kosztów. Należy podkreślić, że koszt w tym rozumieniu nie oznacza kosztu tylko pieniężnego, czyli – w przypadku zaciągnięcia długu – kosztu jego obsługi, ale rozumiany ekonomicznie koszt alternatywny obejmujący również konieczne nakłady czasowe ze strony pracowników urzędu jednostki, a także rodzaje i wielkość ryzyk związanych z daną metodą finansowania.

2. Standardy zarządzania długiem jednostek samorządu terytorialnego

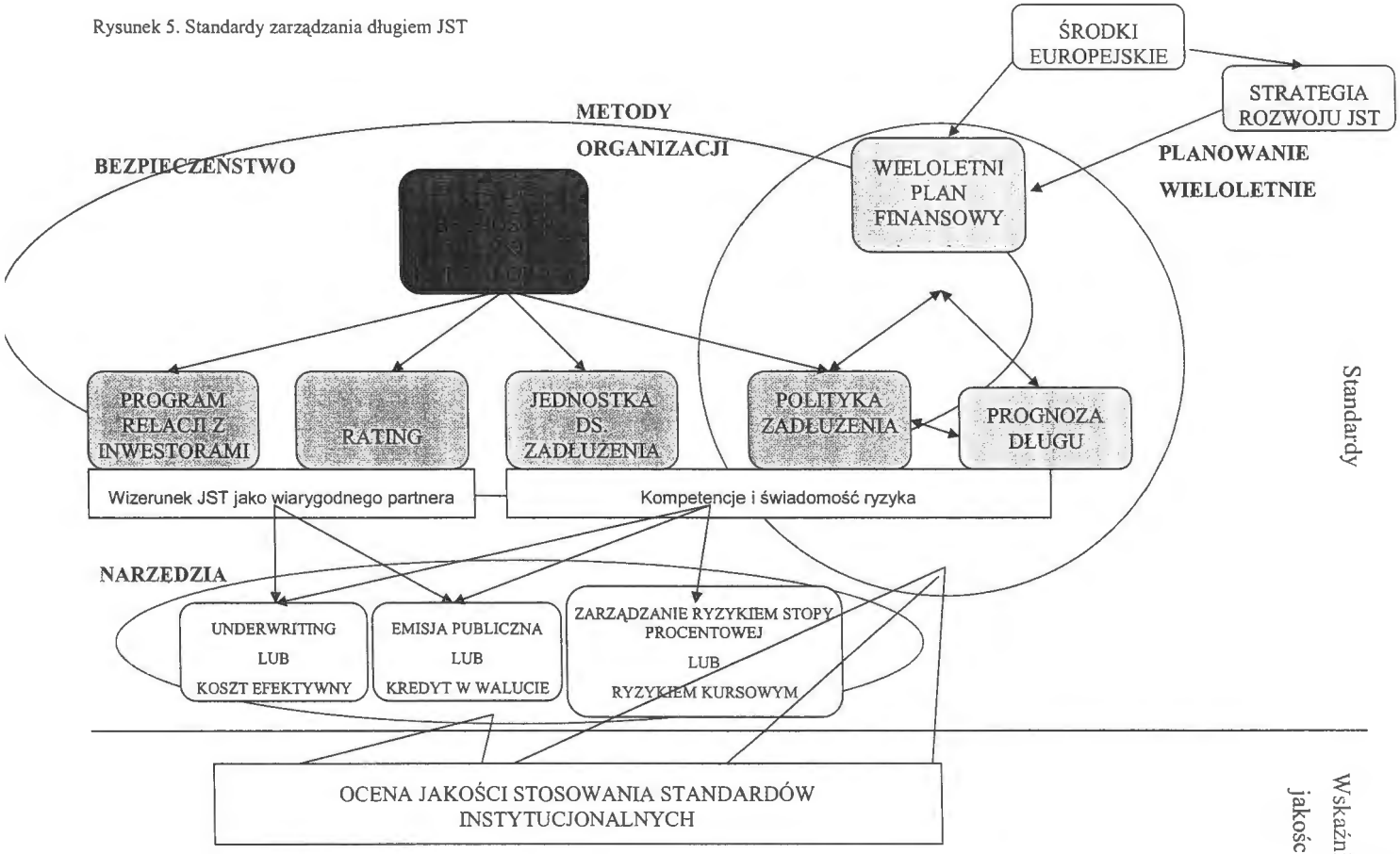
W artykule wyróżniono następujące główne obszary bezpośrednio wpływające na efektywność zarządzania długiem:

- wieloletnie planowanie finansowe w odniesieniu do zadłużenia (wieloletni plan finansowy, charakter prognozy kwoty długu;
- organizacyjne metody sprzyjające efektywności zarządzania (istnienie jednostki do spraw zarządzania długiem; istnienie polityki zarządzania długiem, posiadanie ratingu);
- narzędzia o charakterze technicznym dotyczące wyboru instrumentów finansowania i wspierające efektywne zarządzanie długiem (stosowane kryteria oceny ofert kredytowych, sposób współpracy z agentem emisji obligacji, program relacji z inwestorami, oraz zarządzanie ryzykami związanymi z zaciąganiem długu).

Dla każdego obszaru sformułowano standardy, czyli postulowane wzorce postępowania. W rezultacie przeprowadzonej analizy wyróżniono 12 głównych standardów, które determinują efektywne zarządzanie długiem. Zidentyfikowane standardy oraz występujące między nimi podstawowe relacje przedstawiono na rysunku 5.

Część standardów dotyczy wizerunku JST jako wiarygodnego partnera na rynku kapitałowym, część dotyczy kompetencji JST i świadomości ryzyka, jakie niesie ze sobą aktywne uczestnictwo w rynku kapitałowym, natomiast część standardów jest związana z efektywną minimalizacją ryzyka związanego z zaciąganiem długu i korzystaniem z innych instrumentów rynku finansowego.

Rysunek 5. Standardy zarządzania długiem JST



2.1. Standardy w zakresie wieloletniego planowania finansowego

Wieloletnie planowanie finansowe (WPF) stanowi podstawę każdego efektywnego zarządzania finansami. WPF to po pierwsze kilkuletnia prognoza dochodów, zarówno własnych jak i zewnętrznych, przychodów oraz wydatków inwestycyjnych i bieżących oraz rozchodów; po drugie - to określony plan działania związany z finansowaniem najbardziej efektywnych inwestycji, z określoną kolejnością realizacji poszczególnych zadań i alternatywnymi scenariuszami ich finansowania. WPF w sektorze samorządowym należy uznać za konieczne z dwóch powodów. Pierwszym jest potrzeba określenia wielkości puli środków dostępnych na podstawowe dziedziny działalności jednostki w latach przyszłych. Drugim - jest konieczność dostosowania wielkości i harmonogramu wydatków inwestycyjnych oraz przepływów pieniężnych związanych z ich finansowaniem do wymogu zachowania zdolności płatniczej (płynności budżetu) JST w długim terminie. WPF umożliwia urzeczywistnienie długookresowych celów, koncepcji i programów operacyjnych zawartych w strategii JST i w strategiach sektorowych, poprzez zapewnienie źródeł ich finansowania przy jednoczesnym zabezpieczeniu finansowania statutowych zadań gminy[6].

W zakresie wieloletniego planowania finansowego i inwestycyjnego sformułowano cztery standardy, które dotyczą: (1) posiadania wieloletniego planu finansowego (WPF) i wieloletniego planu inwestycyjnego; (2) formy WPF/WPI; (3) opracowania wariantów WPF/WPI; (4) prognozy kwoty długu.

Ad 1. JST powinny posiadać wieloletni plan finansowy (WPF) i wieloletni plan inwestycyjny (WPI) – na okres minimum 7 lat.

Podstawą planowania finansowego we wszystkich programach operacyjnych związanych z pozyskiwaniem środków europejskich jest okres 2007-2013 odpowiadający okresowi obowiązywania przyjętych w Porozumieniu Międzyinstytucjonalnym z roku 2006 ram finansowych (financial framework). Z tego powodu minimalny okres planowania finansowego w JST powinien zawierać rok 2013, a lepiej, jeżeli obecnie, w roku 2008, dotyczy on okresu 2008-2015. Standard ten uwzględnia wagę planowania wieloletniego w odpowiednio długich okresach, w szczególności na okres powyżej 7 lat oraz funkcje i rolę jakie pełni planowanie wieloletnie.

Zarówno w wieloletnim planie finansowym jak i w wieloletnim planie inwestycyjnym kluczowe jest oszacowanie maksymalnego, dopuszczalnego poziomu długu, a także dopuszczalnego poziomu wydatków inwestycyjnych - w każdym kolejnym roku analizowanego okresu. Dosyć często zdarza się, że wskutek zbyt wysokich wydatków inwestycyjnych i zbyt wysokiego długu zaciąganego w przeszłości przez JST - już po roku, a najpóźniej po dwu latach – JST (najczęściej gmina) jest zmuszona znacznie ograniczyć poziom wydatków inwestycyjnych przez okres kilku kolejnych lat (3–4 lata), czasami ograniczyć także wydatki bieżące. Wszystkie zaproponowane poziomy zadłużania i poziomy maksymalnych wydatków inwestycyjnych muszą być wyznaczane indywidualnie, przy uwzględnieniu specyfiki budżetu wybranej JST z uwzględnieniem jej specyficznych zobowiązań dłużnych i struktury dochodów i wydatków.

---

[6] Cichocki K. S., M. Bitner, M. Szpak, „Wieloletnie planowanie finansowe", Municipium, Warszawa, 2001; Cichocki K. S., „Ocena zdolności kredytowej samorządów", str. 64 –68, w: Nasz Rynek Kapitałowy, Nr 7 (151), lipiec 2003 r., Kraków, Penetrator.

Ad 2: Wieloletni plan finansowy i wieloletni plan inwestycyjny powinny być uchwalone przez organ stanowiący JST.

Standard ten stanowi miarę respektowania programów sektorowych i zadań zawartych w Strategii i uzgodnionych wcześniej z mieszkańcami. Przestrzeganie procedury prawnej i współuczestnictwo mieszkańców w tworzeniu WPF/WPI jest ważnym elementem efektywnego zarządzania i wspierania rozwoju społeczeństwa obywatelskiego. Niezmiernie istotna jest kwestia odpowiednich przepisów prawa, które są podstawą funkcjonowania dokumentów takich jak WPF/WPI. Istniejące przepisy nie są w pełni ze sobą zgodne ani nie są jednoznacznie ustalone (Cichocki, 2004). Obowiązujące przepisy prawne dotyczące WPF/WPI są różne od zapisów zawartych w wytycznych, zaleceniach oraz przepisach wykonawczych dotyczących pozyskiwania środków z funduszy UE, które są obecnie stosowane w praktyce.

Warto zauważyć, że obecnie uchwalenie WPI zaakceptowanego przez organ stanowiący JST (w formie wskazanej w ustawie) nie powoduje żadnych konsekwencji prawnych. Jednostka realizująca program nie zyskuje dzięki uchwaleniu WPI żadnych dodatkowych praw, a w szczególności upoważnienia do zaciągania związanych z realizacją programu zobowiązań (Gilowska, Misiąg, 1999). Nie powstały również żadne szczegółowe wytyczne w zakresie metodyki sporządzania programów WPF/WPI. Ustawa o finansach publicznych *de facto* traktuje uchwalenie wieloletniego programu inwestycyjnego jako deklarację rady gminy o sposobie wydatkowania części środków budżetowych.

Zastosowanie wobec wieloletniego programu (planu) inwestycyjnego i finansowego odpowiednich rozwiązań prawnych, pozwoliłoby osiągnąć ujednolicenie systemu planowania i finansowania inwestycji samorządowych i przyczynić się do podniesienia rangi tego dokumentu i ułatwienia oceny obecnej i prognozowanej sytuacji ekonomicznej JST w procesie ubiegania się o środki z Funduszy Strukturalnych UE w perspektywie do roku 2013.

Ad 3: JST powinny opracowywać WPF i WPI w kilku wariantach, określających w szczególności górną i dolną granicę możliwych do finansowania wydatków na inwestycje.

Wieloletni Plan Finansowy i Wieloletni Plan Inwestycyjny warto jest opracować w kilku wariantach (scenariuszach), z wariantową analizą możliwości finansowania zadań objętych planem, w okresie, co najmniej, 7 lat. De facto warto przedstawić np. trzy alternatywne scenariusze rozwoju lokalnego JST. Poszczególne scenariusze mogą różnić się między sobą ilością środków, które gmina potencjalnie otrzyma z Unii Europejskiej na realizację zadań inwestycyjnych. Środki te są częścią dochodu budżetu gminy. Różnica może także polegać na przyjęciu odmiennych założeń dotyczących tempa wzrostu gospodarczego oraz tempa inflacji w gospodarce, a w związku z tym, różnego tempa wzrostu dochodów JST. Różna może być także polityka JST dotycząca wydatków bieżących.

Posiadanie alternatywnego wieloletniego planu umożliwia rozpatrzenie różnych wersji realizacji wydatków inwestycyjnych (różne kwoty rocznych wydatków na inwestycje w JST). Umożliwia także szybkie i świadome reagowanie na zmiany, np. dotyczące otrzymanych (lub nie otrzymanych) środków europejskich, a także zmian dotyczących kolejności realizacji zadań inwestycyjnych lub zaniechania realizacji wybranych zadań.

Ad 4: JST powinny opracowywać prognozą długu na okres co najmniej 7 lat, obejmującą dług istniejący oraz dług planowany.

Prognoza długu należy do kategorii standardów dających wyobrażenie o jakości wieloletniego planowania finansowego w jednostce samorządowej. W przypadku, gdy prognoza kwoty długu obejmuje jedynie dług istniejący, lub, gdy sporządzana jest za okres krótszy niż 7 lat, świadczy

to o nieefektywnym planowaniu wieloletnim. W szczególności, gdy prognoza obejmuje tylko dług istniejący, niemożliwe jest planowanie finansowania przyszłych zadań inwestycyjnych i sporządzenie wieloletniego planu finansowego i inwestycyjnego. Gdy okres planowania zadłużenia (jego spłaty) jest krótszy niż 7 lat, oznacza to na przykład, że zadania inwestycyjne zaplanowano na okres 3 lat, a zaciągnięty dług posiada najwyżej czteroletni okres spłaty (zapadalności, wykupu).

Warto podkreślić, że w obowiązującym stanie prawnym prognoza kwoty długu jest jedynym dokumentem opracowywanym obowiązkowo, który ma związek ze strategicznym zarządzaniem zadłużeniem. Problem polega jednak na tym, że ustawa o finansach publicznych nie precyzuje tego, czy prognoza ma dotyczyć wyłącznie spłaty długu istniejącego, czy też obejmować ma również dług, którego zaciągnięcie planowane jest w latach przyszłych.

Należy podkreślić, że stosowanie standardu dotyczącego charakteru prognozy kwoty długu pozwala z większym prawdopodobieństwem wnioskować o jakości planowania wieloletniego niż ewentualne informacje czy wskaźniki nawiązujące wprost do terminów „opracowywanie wieloletnich planów inwestycyjnych". Wynika to stąd, że większość JST, w których stosowane jest wieloletnie planowania finansowe, obejmujące nierzadko okres kilkunastu lat (w związku z koniecznością planowania spłat długu), uchwala wieloletnie plany inwestycyjne zgodnie z literalnym brzmieniem ustawy o finansach publicznych, tzn. jako planowane kwoty wydatków w roku budżetowym oraz w dwóch kolejnych latach (tylko na okres 3 lat - dla trzyletniego horyzontu planowania).

2.2. Standardy w zakresie organizacji procesu zarządzania długiem

U podstaw formułowania standardów związanych z organizacją zarządzania długiem leży przekonanie, że JST powinny traktować środki pożyczkowe jako jedno ze standardowych źródeł finansowania planowanych inwestycji. Jednostka samorządu terytorialnego powinna zatem – podobnie jak Skarb Państwa – w sposób ciągły wykorzystywać możliwości finansowania na rynku kapitałowym. Podejście takie uzasadnia wprowadzenie określonych zmian w organizacji urzędu (jednostka do spraw zarządzania długiem) oraz planowaniu budżetowym (polityka zadłużenia), jak również dążenie do stworzenia czy umocnienia wizerunku samorządu jako wiarygodnego, przewidywalnego i racjonalnego partnera potencjalnych pożyczkodawców (rating, program relacji z inwestorami).

W zakresie organizacji procesu zarządzania długiem sformułowano pięć standardów dotyczących: (1) stałej obecności na rynku kapitałowym; (2) strategii zarządzania długiem; (3) jednostki do spraw zarządzania długiem; (4) posiadania ratingu; (5) polityki informacyjnej JST - programu relacji z inwestorami.

Ad 1: JST powinna być stale obecna na rynku kapitałowym.

Stała obecność na rynku kapitałowym jest odzwierciedleniem postawy doświadczonego menadżera, który umiejętnie i w bezpieczny sposób korzysta ze wszystkich dostępnych źródeł finansowania inwestycji[7]. Aktywne korzystanie z dostępnych instrumentów finansowych wymaga przede wszystkim zrozumienia odmiennych funkcji i znaczenia zadłużenia w finansach publicznych, a zwłaszcza lokalnych. Środki pożyczkowe należy traktować jako jedno ze

[7] Kurish J. B., Tigue P., „An Elected Official's Guide to Debt Issuance", Chicago, GFOA 1993; Joseph J. C., „Debt Issuance and Management. A Guide for Smaller Governments", 1994 (Joseph, 1994).

standardowych źródeł finansowania planowanych inwestycji, źródło, które stanowi niezbędne uzupełnienie wpływów do budżetu JST: transferów z budżetu państwa i dochodów z majątku JST.

Sukcesywne emisje długu są istotne szczególnie w przypadku obligacji komunalnych i pozwalają potencjalnym inwestorom „przyzwyczaić" się do funkcjonowania na rynku kapitałowym - oswoić zarówno z danym emitentem, jak i z proponowanymi przezeń warunkami finansowania (Kurish, Tigue, 1993; Joseph, 1994; "Method of Sale", GFOA 1994). Z tego punktu widzenia jednorazowe zaciągnięcie istotnego kwotowo zadłużenia nie tylko jest źródłem ryzyka negatywnego arbitrażu, ale przede wszystkim nie czyni z jednostki samorządowej partnera do długotrwałej współpracy dla potencjalnych instytucji kredytowych i finansowych, zainteresowanych inwestowaniem w bezpieczne pasywa finansowe generowane przez samorządy lokalne.

Znacznie wyżej należy ocenić systematyczne, rozłożone w czasie pozyskiwanie środków pożyczkowych o takich samych lub zbliżonych parametrach finansowych. Jest to jednym z podstawowych warunków potencjalnie udanego wyłonienia pożyczkodawcy (kredytodawcy lub underwritera,) z zastosowaniem metod opartych na konkurencji, tzn. przetargu lub innej formie konkursu ofert. W polskich warunkach obowiązek stosowania prawa zamówień publicznych w przypadku kredytu bankowego skłania raczej do prób minimalizacji kosztów transakcyjnych poprzez kumulację potrzeb pożyczkowych w czasie. Z tego punktu widzenia więcej zalet ma program emisji obligacji rozłożonych w czasie albo przeprowadzanych kilka razy w roku odpowiednio do bieżących potrzeb.

Ad 2: jednostka samorządu terytorialnego powinna opracować politykę zadłużenia (strategię zarządzania długiem)

Pozyskiwanie środków pożyczkowych wiąże się z ekspozycją na różne rodzaje ryzyka, od ryzyk czysto finansowych (stopy procentowej, kursu wymiany) do ryzyk o charakterze społecznym (ryzyko braku akceptacji wspólnoty samorządowej - mieszkańców). Realizacja celu długoterminowego obniżania koszów zaciągania i obsługi zadłużenia uzależniona jest od świadomości istnienia tych ryzyk, ich oceny, monitorowania i albo świadomej akceptacji lub podjęcia działań w celu zminimalizowania ryzyka. Postulat ten jest spełniany przede wszystkim poprzez wyraźne formułowanie celów i metod zarządzania różnymi kategoriami ryzyka związanymi z istnieniem długu w dokumencie zwanym powszechnie strategią zarządzania długiem. Konieczność opracowywania i podawania do wiadomości publicznej strategii zarządzania długiem na szczeblu centralnym jest powszechnie uznana w krajach OECD (IMF, WB Guidelines; Sundararajan, Lay, 2002), a począwszy od 1999 r. jest prawnie usankcjonowana w Polsce. Zgodnie z obecnie obowiązującą wersją ustawy o finansach publicznych trzyletnia strategia zarządzania długiem Skarbu Państwa oraz oddziaływania na państwowy dług publiczny (dług pozostałych jednostek sektora finansów publicznych) powinna uwzględniać następujące kwestie:

- uwarunkowania zarządzania długiem, związane ze makroekonomiczną stabilnością gospodarki;
- analizę poziomu państwowego długu publicznego;
- prognozę poziomu państwowego długu publicznego i długu Skarbu Państwa;
- prognozę kosztów obsługi długu Skarbu Państwa;
- kształtowanie struktury zadłużenia.

W krajach, w których dostęp samorządów do rynku kapitałowego jest największy, niekwestionowana jest także potrzeba istnienia polityki (strategii) zarządzania długiem w formie

jednego dokumentu na szczeblu lokalnym[8]. Istnienie strategii zarządzania długiem gwarantuje jednolite postrzeganie celów tego zarządzania przez władze samorządowe (członków organu zarządzającego i organu stanowiącego), osoby profesjonalnie zajmujące się zarządzaniem długiem, a także ewentualnych doradców w tym zakresie. Ponadto strategia usprawnia proces podejmowania decyzji, wskazuje i określa cele, wyjaśnia strukturę zadłużenia i stanowi jeden z istotnych warunków prawidłowego wieloletniego planowania finansowego. Celem każdej polityki zadłużenia jest określenie powodów, które uzasadniają zaciągnięcie zadłużenia, identyfikacja rodzajów i form długu które mogą być wykorzystywane, oraz sformułowanie wytycznych w zakresie strukturyzacji zadłużenia. Zgodnie ze standardami amerykańskimi, strategia zarządzania długiem – jako dokument uchwalany przez władze samorządowe - powinna być corocznie rewidowana i uzupełniana. Strategia powinna obejmować cztery zasadnicze obszary problemowe:

- limity długu;
- praktyki w zakresie strukturyzacji zadłużenia;
- praktyki w zakresie sposobu zaciągania zadłużenia;
- praktyki w zakresie zarządzania długiem oraz stosowania instrumentów pochodnych.

Limity długu mogą wynikają z przepisów prawa, wymogów polityki publicznej (celów, które uzasadniają emisję długu, formy długu, który można wykorzystywać, oraz ograniczeń, które wynikają z wieloletniego planu inwestycyjnego) albo bieżącej sytuacji na rynku finansowym. Limity określone w strategii oraz przestrzeganie tych limitów w pewnym przedziale czasu mogą wywierać pozytywny wpływ na rating jednostki samorządowej. Najpowszechniej stosowanymi limitami są relacje kosztów obsługi długu do dochodów lub wydatków, relacje wielkości długu do dochodów budżetu oraz do dochodów osobistych mieszkańców, wielkości długu do katastralnej wartości nieruchomości albo wysokość długu *per capita*.

W zakresie strukturyzacji długu strategia określa maksymalny i średni okres do wykupu, preferowany sposób obsługi zadłużenia (równe raty kapitałowe lub równe płatności), przyczyny i zakres stosowania zmiennych oraz stałych stóp procentowych, jak również wcześniejszej spłaty długu (np. wybór między opcją wcześniejszego wykupu albo wykupem na warunkach rynkowych w przypadku emisji obligacji). Strategiczne podejście do strukturyzacji zadłużenia w celu minimalizowania negatywnego wpływu wydatków i rozchodów (przeznaczonych na obsługę zadłużenia) na roczne budżety jest jednym z koniecznych następstw stałej obecności samorządów lokalnych na rynku kapitałowym.

Na rozwiniętych rynkach finansowych powszechnie stosowane jest systematyczne zwiększanie spłacanych rat pożyczonego kapitału, co w połączeniu z malejącymi odsetkami skutkuje zbliżonym poziomem obsługi zadłużenia w poszczególnych latach (level debt service). Alternatywne podejście mogłoby polegać na ustaleniu pewnego pożądanego wskaźnika obsługi zadłużenia do dochodów. Stabilizacja tego wskaźnika świadczyć może o stabilizacji pozycji jednostki samorządowej jako podmiotu systematycznie pozyskującego środki pożyczkowe na rynku. Silne wahania wskaźnika mogą skłaniać do zbadania istnienia w poszczególnych przypadkach zjawiska politycznego cyklu koniunkturalnego.

Zagadnienia związane z wyborem formy długu obejmują zakres analiz poprzedzających zaciągnięcie kredytu lub emisję obligacji, a także opis stosowanych procedur i konstrukcję kryteriów oceny ofert.

---

[8] Miranda R., Picur R., Straley D., "Elements of Comprehsibe Local Government Debt Policy", "Government Finance Review", No 10/1997; "Debt Policy Handbook", Municipal Treasurers' Association of the United States and Canada, 1994; Leonard P. A., „Debt management", w: Aronson J. R., Schwartz E. (eds.), „Management Policies in Local Government Finance", Washington, ICMA 1996; "Debt Management Policy", GFOA 2003; "A Guide for Preparing a Debt Policy", GFOA 2005.

Praktyki w zakresie zarządzania długiem i wykorzystywania instrumentów pochodnych (derywatów) powinny być stosowane wyłącznie w celu minimalizacji ryzyka i winny określać zasady inwestowania przychodów z zaciągania długu, sposób realizacji obowiązków informacyjnych, utrzymywanie relacji z inwestorami, warunki stosowania instrumentów pochodnych, dozwolone i zabronione rodzaje derywatów, oraz zasady zarządzania ryzykami związanymi z wykorzystaniem instrumentów pochodnych.

Przyjęcie określonej polityki w zakresie zaciągania zadłużenia umożliwia opracowywanie racjonalnych, uzasadnionych prognoz dotyczących możliwych rozmiarów długu i wywiera bezpośredni wpływ na jakość wieloletniego planowania finansowego w JST.

Ad 3: W JST powinny istnieć komórki do spraw zarządzania zadłużeniem.

Stała obecność na rynku kapitałowym oraz strategiczne podejście do strukturyzacji zadłużenia uzasadniają utworzenie w ramach jednostki samorządu terytorialnego centrum kompetencyjnego w zakresie zarządzania zadłużeniem. Ze względu na rolę takiego centrum w procesie planowania budżetowego oraz konieczną ścisłą współpracę z komórkami odpowiedzialnymi za prognozowanie dochodów optymalna wydaje się jego lokalizacja w wydziałach finansowych (budżetowych) oraz bezpośrednie podporządkowanie skarbnikowi. W większości amerykańskich municipalies zarządzanie długiem należy do kompetencji skarbnika, jednak techniczne funkcje związane z tym procesem należą do zadań pracownika podległego skarbnikowi. Koncentracja doświadczeń związanych z obecnością na rynku powinna w przypadku zaciągania długu przez JST, doprowadzić do osłabienia znaczenia pośredników (firm doradczych) w relacjach jednostki z instytucjami kredytowymi i finansowymi jak również z agencjami ratingowymi. Organizacja i rozmiary jednostki powinny zależeć od zakresu strategii zarządzania długiem oraz wolumenu i struktury zaciąganego długu. W przypadku małych jednostek samorządowych wystarczy wyodrębnione stanowisko, w większych miastach, stosujących bardziej skomplikowane techniki zarządzania długiem (emisja publiczna, niestandardowe warunki emisji, kredyty nominowane w walucie obcej, stosowanie instrumentów pochodnych) można sobie wyobrazić istnienie organizacyjnie wyodrębnionej komórki w urzędzie JST. Przykładowo, departament długu publicznego w ministerstwie finansów, z podobnym zakresem kompetencji, ale dotyczącym całej gospodarki, w tym samorządów, stanowi miejsce zatrudnienia dla ok. 50 pracowników.

Ad 4: JST powinny posiadać rating.

Bezpieczeństwo inwestycji jest bezpośrednią pochodną zdolności kredytowej jednostki samorządowej. Od oceny zdolności kredytowej zależy podjęcie przez potencjalnych inwestorów decyzji inwestycyjnych. Z tego punktu widzenia wzmacnianie zdolności kredytowej oraz budowa swego wizerunku jako wiarygodnego uczestnika rynku powinny być zasadniczym elementem realizacji strategii zarządzania długiem.
W budowaniu wizerunku JST jako wiarygodnego dłużnika najistotniejszą rolę odgrywają dwa czynniki:

- rating, zarówno międzynarodowy, jak i – w mniejszym stopniu – krajowy, oraz
- posiadania programu relacji z inwestorami (wierzycielami).

Pozycję jednostki samorządowej jako wiarygodnego dłużnika wzmacnia również sam fakt zaciąganie kredytów w międzynarodowych instytucjach finansowych (IFI), których metodologia oceny zdolności kredytowej wolna jest od czynników politycznych i zwyczajów wywierających wpływ na zachowania banków krajowych.

Można wskazać trzy podstawowe korzyści wynikające z posiadania ratingu przez JST[9]. Po pierwsze, uzyskuje się w ten sposób niezależną, zewnętrzną, profesjonalną ocenę całej działalności jednostki, a w szczególności zarządzania finansowego oraz zarządzania aktywami i pasywami. Rating stanowi ważne uzupełnienie analizy prawnej, dokonywanej przez regionalne izby obrachunkowe, oraz audytu wewnętrznego. Wynikające z niego wnioski powinny wytyczać trendy pożądanych reform funkcjonowania jednostki.

Po drugie, rating pozwala na obniżenie kosztów obsługi zadłużenia, a w niektórych przypadkach warunkuje dostęp do rynku kapitałowego[10]. Dotyczy to przede wszystkim rynku dłużnych papierów wartościowych. Większość inwestorów, a zwłaszcza dużych inwestorów instytucjonalnych, zdecydowanie preferuje inwestowanie w walory posiadające rating. Rating jest bardzo istotnym, choć nie decydującym czynnikiem warunkującym podejmowanie decyzji kredytowych, także przez banki komercyjne. Rola agencji ratingowych została uznana przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego[11] (Reisen, 2002; Mulder, 2004), który rekomenduje dwie metodologie badania ryzyka kredytowego. Jedna z nich opiera się na stosowaniu standardowych metod z wykorzystaniem ocen zewnętrznych agencji ratingowych. W ten sposób, ustalając standardy regulacji dotyczących kapitałów instytucji kredytowych, Komitet przyznał agencjom ratingowym wyraźną rolę w określaniu wag ryzyka odnoszących się do minimalnych odpisów kapitałowych dla poszczególnych kategorii dłużników. Wagi ryzyka, z kolei, określają koszty akcji kredytowej, gdyż banki muszą utrzymywać odpowiednie sumy kapitału w stosunku do aktywów ważonych ryzykiem.

Po trzecie, rating pełni istotną funkcję informacyjno-promocyjną, umożliwia bowiem powszechny dostęp do profesjonalnie opracowanych informacji na temat działalności jednostki i stanowi punkt odniesienia umożliwiający międzynarodowy ranking jednostek samorządowych wg kryterium wiarygodności kredytowej. Rating usuwa zatem częściowo asymetrię informacji między przyszłym dłużnikiem a przyszłym wierzycielem, przyczyniając się do powodzenia zwłaszcza pionierskich emisji długu[12].

Ad 5: jednostka samorządu terytorialnego powinna opracować program relacji i z inwestorami.

Dostarczanie potencjalnym pożyczkodawcom, inwestorom, instytucjom finansowym oraz pozostałym uczestnikom rynku pełnej, rzetelnej informacji dotyczącej finansów i działalności powinno być stałą troską każdej jednostki stale obecnej na rynku kapitałowym. Standardy amerykańskie[13] przewidują w tym zakresie opracowanie programu relacji z inwestorami, który w szczególności obejmuje: (1) wyznaczenie pracowników odpowiedzialnych za bieżące kontakty z inwestorami, (2) ustanowienie „rady ds. informacji" (złożonej np. ze skarbnika, osób zajmujących się zarządzaniem długiem, przedstawiciela organu stanowiącego) decydującej o zakresie informacji, które wymagają rozpowszechniania, (3) utrzymywanie bazy danych potencjalnych pożyczkodawców, (4) określenie sposobów rozpowszechniania informacji ze szczególnym uwzględnieniem Internetu.

---

[9] "Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets As Required by Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002", U.S. Securities and Exchange Commission, 2003.
[10] Büschgen H., Everling O. (red.), "Handbuch Rating", Gabler 1996; Dziawgo D. "Credit Rating", Warszawa 1997.
[11] Mulder H., Basel II: „Raising the Bar in Emerging Bond Markets", Sixth Annual OECD-World Bank Global Bond Market Forum, 24-25 maja 2004 r.; Reisen H., Ratings Since the Asian Crisis, OECD 2002 (Reisen, 2002).
[12] "Access to International Capital Markets for First-Time Sovereign Issuers". IMF 2003.
[13] "Disclosure Handbook for Municipal Securities", National Federation of Municipal Analysts; "Maintaining an Investor Relations Program", GFOA Recommended Practice (1996 and 2003).

2.3. Standardy dotyczące wyboru instrumentów finansowania

Zarządzanie długiem dotyczy także okresu przed jego zaciągnięciem. Obejmuje ono trzy zasadnicze kwestie:

- określenie optymalnej wielkości środków (wielkości zadłużenia);
- określenie okresów, w których powinny następować przepływy pieniężne związane z pozyskiwaniem i spłatą środków (struktury zadłużenia), oraz
- wybór formy i określenie warunków pozyskania środków.

Wielkość zadłużenia oraz terminy przepływów pieniężnych powinny wynikać z wieloletniego planu finansowego JST. Natomiast optymalna wielkość i struktura długu powinny być pochodną, sumarycznych potrzeb pożyczkowych w okresie objętym planowaniem, np. w okresie 2007 – 2013 (a nie tylko i wyłącznie potrzeb pożyczkowych jednostki w danym roku) oraz możliwości ponoszenia ciężaru obsługi zadłużenia przy określonym poziomie planowanych nakładów inwestycyjnych. Bardzo pomocne w analizach poprzedzających zaciągnięcie długu są narzędzia komputerowe, w szczególności w celu wykonania wieloletnich analiz, w tym analiz porównawczych.

Jedna z istotniejszych analiz poprzedzających zaciągnięcie długu powinna obejmować porównanie finansowych i poza finansowych kosztów i korzyści związanych z wyborem określonej formy finansowania: kredytu, niepublicznej emisji obligacji oraz emisji publicznej. W poszczególnych przypadkach można wyobrazić sobie także zalety wynikające z emisji obligacji przychodowych, choć teoretycznie ta forma finansowania wydaje się właściwsza w odniesieniu do spółek municypalnych. Do oddzielnej grupy form zadłużenia należy zaliczyć kredyty i obligacje nominowane w walutach obcych, a zwłaszcza kredyty udzielane przez międzynarodowe instytucje finansowe, w szczególności Europejski Bank Inwestycyjny.

U podstaw podjęcia decyzji dotyczącej wyboru formy finansowania powinny leżeć następujące czynniki:

- wielkość planowanego zadłużenia, wynikająca ze strategii zaciągania długu - opartej z kolei na wieloletnim planie finansowym;
- optymalna z punktu widzenia jednostki strukturyzacja zadłużenia, oraz
- jednorazowy bądź stały charakter obecności na rynku kapitałowym.

Zwiększenie rozmiarów potrzeb pożyczkowych powinno skłaniać ku rozważeniu emisji obligacji: najważniejsi inwestorzy instytucjonalni zainteresowani są nabywaniem znaczących wartościowo pakietów. Im mniejszy wolumen emisji, tym większe ryzyko niepowodzenia emisji, tzn. pozostawienia większości walorów po stronie aktywów instytucji kredytowych. Zagadnienie strukturyzacji, jest istotne, chociaż często bywa przecenianie. Teoretycznie, przewaga obligacji nad kredytem wynika z możliwości znacznego odroczenia spłat kapitału, co w przypadku rozpoczynania dużego programu inwestycyjnego może mieć istotne znaczenie. Jednak w sytuacji względnie stabilnego poziomu wydatków inwestycyjnych oraz stałej obecności jednostki samorządowej na rynku kapitałowym, struktura płatności odpowiada raczej strukturze właściwej dla kredytu bankowego, co umożliwia wyrównanie poziomu wydatków i rozchodów związanych z obsługą zadłużenia. Z drugiej strony, z perspektywy korzyści wynikających ze stałej obecności jednostki samorządowej na rynku kapitałowym jako podmiotu występującego z popytem na środki pożyczkowe emisja obligacji – zwłaszcza w formie programu emisji - wydaje się być naturalną formą pozyskiwania środków pieniężnych.

Przepisy prawa zamówień publicznych w niezrozumiały sposób uprzywilejowują emisje papierów wartościowych wyłączając z zakresu swej regulacji usługi finansowe związane z emisją, sprzedażą, kupnem lub transferem papierów wartościowych lub innych instrumentów

finansowych, w szczególności związane z transakcjami mającymi na celu uzyskanie dla zamawiającego środków pieniężnych lub kapitału.

W związku ze zróżnicowaniem form zaciągania długu przez JST dwa techniczne standardy związane z emisją długu zostały dostosowane do specyfiki obligacji oraz specyfiki kredytu i w związku z tym wyrażone w dwóch postaciach: a) i b). W przypadku obligacji standardem w zakresie wyboru organizatora emisji jest (1a) oparcie wyboru na objęciu wszystkich walorów przez organizatora, co umożliwia konkurencję cenową, zaś w przypadku kredytu – (1b), który polega na dokonaniu wyboru na podstawie rzeczywistego kosztu kredytu. Drugi z technicznych standardów dotyczy poszukiwania dostępu do jak najszerszego grona podmiotów potencjalnie zainteresowanych inwestowaniem w dług jednostki i w przypadku obligacji (2a) polega na przeprowadzeniu emisji publicznej, natomiast w przypadku kredytu – (2b), na jego nominowaniu w walucie obcej, co najczęściej jest równoważne z zaciągnięciem kredytu w jednej z międzynarodowych instytucji finansowych. Kolejny standard (3) dotyczy ograniczania ryzyk finansowych związanych z zaciąganiem zadłużenia przez wykorzystywanie pochodnych instrumentów finansowych.

Ad 1a Organizator emisji powinien być zobowiązany do gwarantowania objęcia obligacji nieobjętych przez inwestorów, przy zapewnieniu udziału pracownika urzędu JST we wszystkich pracach związanych ze strukturyzacją emisji, ustaleniem ceny oraz monitorowaniem sprzedaży, lub organizator emisji powinien być zobowiązany do objęcia całej emisji.

W przypadku emisji obligacji znaczenie decydujące o powodzeniu przedsięwzięcia może mieć wybór określonego sposobu (modelu) współpracy z organizatorem emisji. Możliwe są dwie podstawowe formy lokowania emisji:
- pierwsza polega na gwarantowaniu jej dojścia do skutku poprzez zobowiązanie się agenta do zakupu wszystkich tych walorów, które nie zostaną objęte przez inwestorów (w przypadku oferty publicznej model ten określa się mianem submisji inwestycyjnej),
- druga polega na objęciu całej emisji przez organizatora emisji (w przypadku oferty publicznej nazywa się ją submisją usługową).

Zgodnie ze standardami panującymi na rynkach rozwiniętych[14], odpowiednią metodę sprzedaży należy określać każdorazowo przy poszczególnych emisjach uwzględniając warunki rynkowe, finansowe i specyfikę emitenta. Przedmiotem oceny powinny być także potencjalne ryzyka związane z wyborem którejkolwiek z metod.

- Sprzedaż walorów oparta na cenowym konkursie ofert (*competitive bidding*) zalecana jest wówczas, jeśli spełnione są następujące warunki:
- emitent jest pomiotem znanym uczestnikom rynku;
- emitent regularnie korzysta z finansowania na rynku kapitałowym;
- istnieje aktywny i szeroki rynek wtórny;
- emitent posiada rating przynajmniej na średnim poziomie inwestycyjnym (A) albo
- emisja jest zabezpieczona;
- emisja nie jest za mała (żeby przyciągnąć uwagę inwestorów), ani za duża (żeby mogła być ulokowana na rynku);
- emisja nie ma cech nowatorskich lub dotychczas niespotykanych.

[14] „Selecting and Managing the Method of Sale of State and Local Government Bonds", GFOA 1994; 23. Kriz, K. A., "Comparative costs of negotiated versus competitive bond sales: new evidence form state general obligation bonds", "The Quarterly Review of Economics and Finance".

Jeżeli powyższe warunki nie są spełnione rekomenduje się sprzedaż negocjowaną (*negotiated sale*) z zachowaniem następujących standardów:

- nie powinno się łączyć funkcji ewentualnego doradcy finansowego i underwritera ze względu na możliwość wystąpienia konfliktu interesów;
- należy zapewnić udział pracownika urzędu jednostki samorządowej albo zewnętrznego profesjonalisty ze znajomością zasad funkcjonowania komunalnego rynku kapitałowego – we wszystkich pracach związanych ze strukturyzacją emisji, ustaleniem ceny oraz monitorowaniem sprzedaży.

Ad 1b JST powinna opierać ocenę ofert w przetargu na wybór kredytodawcy na efektywnym koszcie kredytu jako jedynym kryterium.

Zaciągnięcie kredytu przez JST podlega reżimowi Prawa zamówień publicznych, jeżeli szacunkowa wartość zamówienia przekracza określoną w ustawie kwotę progową. Najistotniejszym, z punktu widzenia zapewnienia konkurencji między potencjalnymi oferentami, składnikiem specyfikacji istotnych warunków zamówienia jest właściwa konstrukcja kryteriów oceny ofert. Przy założeniu, że udzielenie kredytu jest świadczeniem usługi na rynku konkurencyjnym oraz, że usługa ma charakter jednorodny, najbardziej racjonalne jest przyjęcie jednego kryterium w postaci efektywnego kosztu obsługi kredytu.
Z tego punktu widzenia negatywnie należy ocenić przyjmowanie innych, często uproszczonych koncepcji kosztu obsługi zadłużenia, jak również ustanawianie wielu kryteriów oceny ofert. Trzeba jednak podkreślić, że podejście takie wymaga uprzedniego określenia przez jednostkę samorządową wszystkich pozostałych istotnych elementów kredytu: strukturyzacji zadłużenia, czyli terminów uruchomienia kredytu lub jego poszczególnych transz oraz terminów spłaty kapitału i płatności odsetkowych (zależy to od jakości wieloletniego planowania finansowego), oraz stopy referencyjnej i sposobu ewentualnego zabezpieczenia kredytu. Z kolei narzucenie oferentom stopy referencyjnej oraz – w większej mierze – zabezpieczenia, możliwe jest tylko pod warunkiem śledzenia bieżących trendów rynkowych oraz preferencji banków zainteresowanych kredytowaniem JST. Warto zauważyć, że dłuższa obecność samorządów na rynku zwiększa prawdopodobieństwo całkowitej rezygnacji z zabezpieczenia. Przepisy Prawa bankowego wymagają wprawdzie, aby umowa kredytu określała sposób jego zabezpieczenia, ale w połączeniu z innymi przepisami, w szczególności przyznającymi bankom prawo żądania zabezpieczenia przewidzianego w kodeksie cywilnym i prawie wekslowym oraz zwyczajami przyjętymi w obrocie krajowym i zagranicznym nie należy ich interpretować jako nałożenie na bank obowiązku. Należy się zgodzić z opinią organów nadzoru[15], że umowa kredytu dla swej ważności nie musi wskazywać sposobu zabezpieczania kredytu.

Przyjmowanie efektywnego kosztu obsługi zadłużenia jako kryterium oceny ofert implikuje oczywiście przeprowadzenie postępowania, którego uczestnicy przedstawiają oferty wykonania usługi (przetargu bądź innej formy konkursu ofert). W przypadku stosowania trybu „z wolnej ręki" standard ten nie może być spełniony.

Ad 2a Pożądane jest, by JST emitowały obligacje w trybie emisji publicznej albo wprowadzały obligacje do obrotu publicznego na rynku regulowanym.

Należy zaznaczyć, że standard powyższy (11 w kolei), w obydwu odmianach nie ma charakteru uniwersalnego, tzn. nie może być zalecany wszystkim JST w każdym okresie. Różni się on znacząco od pozostałych standardów omówionych w raporcie. Zaliczenie publicznej emisji obligacji do grupy standardów technicznych narzędzi zarządzania wynika z chęci podkreślenia znaczenia innowacji na mało innowacyjnym krajowym komunalnym rynku kapitałowym.

[15] Pismo Prezesa Narodowego Banku Polskiego z dnia 5 marca 1998 r. DP ZRP 20-22-148/98.

Obrót instrumentami finansowymi, do których należą obligacje komunalne, na każdym z poszczególnych segmentów rynku kapitałowego odznacza się zarówno pewnymi zaletami, jak i niedogodnościami z punktu widzenia jednostek samorządu terytorialnego. Same pojęcia zalet i wad są zresztą w tym przypadku relatywne: wszystko zależy od tego, jakie założenia i cele legły u podstaw powzięcia uchwały o emisji obligacji. Należy przy tym pamiętać, że w obrocie publicznym mogą znaleźć się obligacje, sprzedawane wcześniej na rynku zamkniętym.

Mówiąc o zaletach i wadach obrotu obligacjami komunalnymi na rynku publicznym w porównaniu z obrotem na rynku zamkniętym, warto koncentrować się raczej na transakcjach dokonywanych na rynku wtórnym. Korzyści płynące z obrotu obligacjami emitowanymi przez jednostki samorządowe na rynku regulowanym wynikają z kilku zjawisk. Przede wszystkim, istotne znaczenie, w przypadku olbrzymiej większości inwestorów, ma preferencja płynności. Wprawdzie również w przypadku rynku niepublicznego bank organizujący emisję może zobowiązać się do organizacji rynku wtórnego na pewnych warunkach, zwykle jednak płynność będzie w takich wypadkach znacząco niższa. Emisja zamknięta tworzy tylko bardzo ograniczony rynek: propozycje nabycia mogą być kierowane do maksymalnie 100 adresatów, a w praktyce do kilku lub kilkunastu.

Do najważniejszych korzyści wynikających z zapewnienia płynności papierom wartościowym emitowanym przez samorządy lokalne należą:

- potencjalnie niższa rentowność emitowanych obligacji, a więc niższy efektywny koszt obsługi zadłużenia;
- ułatwienie rynkowej wyceny wyemitowanych walorów.
- zwiększenie dostępności środków pożyczkowych, co wynika z faktu, że nabywaniem walorów płynnych zainteresowani są nie tylko inwestorzy pasywni. Istotną rolę odgrywają tu przepisy prawa traktujące obligacje płynne w sposób uprzywilejowany: przepisy o działalności lokacyjnej zakładów ubezpieczeń, funduszy emerytalnych, otwartych funduszy inwestycyjnych umożliwiają inwestowanie znacznie większych funduszy w obligacje komunalne dopuszczone do obrotu publicznego na rynku regulowanym, niż w te, które emitowane są na rynku niepublicznym.
-

Upowszechnienie informacji i promocja jednostki samorządu terytorialnego.

Publiczny obrót obligacjami komunalnymi na rynku regulowanym może przynieść jednostce samorządu terytorialnego znaczne korzyści, może jednak również nie przynieść żadnych korzyści, a jedynie pochłonąć istotne sumy pieniężne. Skoro większość zalet publicznego obrotu wynika ze zwiększenia płynności, nie można mówić o zaletach tam, gdzie w ogóle trudno spodziewać się znaczących obrotów. Po drugie, warunkiem wprowadzenia obligacji do obrotu na rynku regulowanym jest odpowiedni stopień rozproszenia inwestorów. Jednostka samorządu terytorialnego emitująca 100 obligacji o wartości nominalnej 100.000 PLN każda nie może liczyć ani na rozproszenie inwestorów, ani na pokaźny wolumen obrotu. Można stwierdzić, że wielkość emisji ma duże znaczenie przy wyborze optymalnej formy obrotu, nie można jednak *a priori* określić wielkości kwoty emisji, która uzasadniałaby poważne myślenie o rynku publicznym („masy krytycznej").

2b Pożądane jest by JST rozszerzały zakres dostępnych instrumentów finansowych poprzez zaciąganie długu nominowanego w walutach obcych.

W odniesieniu do rynku kredytów bankowych standard rozszerzania zakresu rynku polega na zaciąganiu przez jednostki samorządu terytorialnego kredytów nominowanych w walucie obcej. Zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa w rachubę mogą wchodzić następujące rodzaje zadłużenia: kredyty zaciągane w międzynarodowych instytucjach finansowych, których Rzeczpospolita Polska jest członkiem lub, z którymi podpisała umowę o współpracy; kredyty

zaciągane w bankach (lub pożyczki zaciągane „w osobach prawnych" - utworzonych w drodze ustawy), ze środków pochodzących z linii kredytowych, które zostały udostępnione przez międzynarodowe instytucje finansowe; pożyczki od rządów lub instytucji rządowych państw obcych, na mocy porozumień zawieranych przez Radę Ministrów z właściwym rządem lub instytucją rządową.

Należy zaznaczyć, że standard 2., w obydwu odmianach (a i b) nie ma charakteru uniwersalnego, tzn. nie może być zalecany wszystkim JST w każdym okresie. Zaliczenie zaciągania kredytów nominowanych w walucie obcej do grupy standardów w obszarze technicznych narzędzi zarządzania wynika z chęci podkreślenia znaczenia innowacji na mało innowacyjnym krajowym komunalnym rynku kapitałowym. Z drugiej strony warto wspomnieć, że w realiach krajowych zaciąganie kredytu w walucie obcej wiąże się zwykle z udzieleniem zamówienia z wolnej ręki (na podstawie przepisu art. 67 ust. 1 pkt 1 Prawa zamówień publicznych). W tej sytuacji jednostki spełniające standard 11b nie spełniają z reguły standardu 10b. Na dobrze funkcjonującym rynku nie powinno być jednak żadnej sprzeczności między zaciąganiem kredytów w walucie obcej a stosowaniem trybu wyboru oferty umożliwiającego konkurencję.

Ad 3 JST powinny ograniczać ekspozycję na ryzyka finansowe związane z zaciąganiem zadłużenia poprzez korzystanie z pochodnych instrumentów finansowych

Instrumenty pochodne (derywaty) od wielu lat są wykorzystywane w zarządzaniu długiem Skarbu Państwa. W zatwierdzonej przez rząd Strategii zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2007-2013 przewidziano stosowanie instrumentów pochodnych w celu zarządzania ryzykiem kursowym oraz ryzykiem stopy procentowej (*swap* na stopy procentowe).

Na rozwiniętych rynkach finansowych standardem jest stosowanie instrumentów pochodnych dla potrzeb ograniczania ryzyka związanego z emisją długu, także przez jednostki samorządu terytorialnego. Najczęściej korzysta się z transakcji swapowych w celu zwiększenia (zamiana stopy stałej na zmienną) lub zmniejszenia (zamiana stopy zmiennej na stałą) ekspozycji na ryzyko zmian stóp procentowych. W literaturze podkreśla się, że korzystanie z derywatów jest zjawiskiem pozytywnym, o ile wynika ze spójnej polityki określonej w komunalnej strategii zarządzania długiem oraz stosowane jest w celu ograniczania spodziewanego ryzyka, nie zaś w celach spekulacyjnych[16]. Polityka taka powinna określać w szczególności możliwe do zastosowania derywaty, prognozy wahań stóp procentowych w krótkim i długim okresie, osoby odpowiedzialne za podejmowanie decyzji dotyczących strukturyzacji zadłużenia, źródła funduszy przeznaczonych na sfinansowanie ewentualnych płatności związanych z wcześniejszym zakończeniem transakcji swapowych. Zwiększona ekspozycja na ryzyko stopy procentowej dopuszczalna jest w przypadku jednostek samorządowych posiadających wysoką ocenę ratingową, stabilne, przewidywalne wpływy (dochody i przychody) oraz wysoką płynność umożliwiającą absorpcję ewentualnych wahań stóp.

Korzystanie z instrumentów pochodnych powinno wynikać z polityki zadłużania (strategii zarządzania długiem) i być oparte na rozległej wiedzy osób realizujących transakcje. Winno być także poprzedzone opracowaniem zasad pomiaru, monitoringu, ewaluacji i zarządzania ryzykami związanymi ze stosowaniem derywatów, a w szczególności ryzyka bazowego (wynikającego z różnicy między stopą referencyjną zadłużenia a stopą referencyjną określającą wysokość płatności swapowych), prawnego, dotyczącego kontrahenta, przedwczesnego zakończenia

[16] „Neue Wege für das Finanz- und Zinsmanagement der Kommunen, Verband Öffentlicher Banken", 1994; Taub D. "Understanding Municipal Derivatives", "Government Finance Review" 8/2005; "Use of Debt-Related Derivatives Products and the Development of a Derivatives Policy", 2005.