

**Magdalena Wartalska**

Uniwersytet Łódzki

---

## SEKURYTYZACJA JAKO METODA POZYSKANIA ŚRODKÓW PIENIĘŻNYCH PRZEZ SEKTOR PUBLICZNY

---

**Streszczenie:** W artykule przedstawiono możliwości wykorzystania sekurytyzacji w sektorze samorządowym. Omawiana w nim problematyka dotyczy wykupu wierzytelności ze środków uzyskanych z emisji papierów wartościowych, takich jak obligacje czy certyfikaty inwestycyjne, bez wzrostu ryzyka kredytowego. Jest to jeden z najszybciej rozwijających się segmentów rynku finansowego. Niemniej jednak nadal istnieje wiele barier, zwłaszcza prawnych, które utrudniają wykorzystanie tego procesu w gospodarce samorządowej.

**Słowa kluczowe:** sekurytyzacja, fundusze sekurytyzacyjne, sektor samorządowy, spółka specjalnego przeznaczenia, sprzedaż wierzytelności.

### 1. Wstęp

Realizacja zadań publicznych oraz rynkowe otoczenie gminy stanowią doniosłe wyzwanie dla organów jednostek samorządu terytorialnego. Rolą władz lokalnych jest nie tylko obligatoryjna troska o świadczenie usług publicznych, ale coraz częściej zapewnianie większej konkurencyjności gminy w procesie zdobywania różnych korzyści w postaci np. pozyskania nowych inwestorów czy lokalizacji instytucji publicznych. Równocześnie niedobór środków finansowych w sektorze publicznym powoduje konieczność stosowania nowoczesnych instrumentów rynku finansowego, które pozwalają pozyskać kapitał niezbędny do bieżącego funkcjonowania czy realizacji inwestycji infrastrukturalnych, zwiększając przy tym potencjał konkurencyjny poszczególnych jednostek samorządu terytorialnego. Jednym z takich instrumentów jest sekurytyzacja<sup>1</sup>.

W Polsce nie ma jednej powszechnie obowiązującej definicji sekurytyzacji. Zazwyczaj definiuje się ją jako pozabilansową metodę pozyskiwania kapitału na cele inwestycyjne i obrotowe, która polega na przekształceniu określonych, najczęściej niepiętnych aktywów w płynne papiery wartościowe, będące później przedmiotem obrotu. W efekcie podmioty gospodarcze, w tym podmioty publiczne, uzyskują

---

<sup>1</sup> Słowo sekurytyzacja pochodzi od angielskiego *securities* i oznacza papiery wartościowe.

środki finansowe, które mogą zostać przeznaczone na inwestycje. Zazwyczaj wyodrębniona pula należności wraz z generowanymi przez nie strumieniami pieniężnymi, odpowiednio zabezpieczona i prawnie usamodzielniona, zostaje przeniesiona do drugiego podmiotu, którą jest specjalnie utworzona spółka celowa – SPV (*Special Purpose Vehicle*) lub funduszu sekurytyzacyjnego. Sekurytyzacja jest procesem złożonym, wymagającym dużej wiedzy oraz zaangażowania wielu podmiotów.

## 2. Prawne podstawy sekurytyzacji

W Polsce proces sekurytyzacji odbywa się na podstawie dwóch aktów prawnych: ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe<sup>2</sup> oraz ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych<sup>3</sup>.

Ustawa Prawo bankowe przewiduje możliwość tworzenia spółek specjalnego przeznaczenia i podmiotu emisyjnego w formie spółki kapitałowej lub funduszu sekurytyzacyjnego. W odróżnieniu od spółki kapitałowej, która jest tworzona jedynie do obsługi procesu sekurytyzacji i główne korzyści czerpie inicjator procesu, fundusz sekurytyzacyjny jest podmiotem nastawionym na osiągnięcie zysków związanych ze swoją działalnością. Warto jednak podkreślić, że bez względu na to, czy mamy do czynienia ze spółką kapitałową, czy funduszem sekurytyzacyjnym, podmiot taki nie może być powiązany ani kapitałowo, ani organizacyjnie z bankiem – inicjatorem. Przedmiotem jego działalności może być jedynie nabywanie wierzytelności i emisja papierów wartościowych, a także wykonywanie czynności z tym związanych.

Ustawa o funduszach inwestycyjnych wprowadziła nowy typ zamkniętego funduszu inwestycyjnego, jakim jest fundusz sekurytyzacyjny. Fundusze podlegają nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, która wydaje zgodę na jego założenie oraz akceptuje wybór serwiser. Zgodnie z przepisami art. 183 niniejszej ustawy, fundusz taki dokonuje emisji papierów w celu zgromadzenia środków pieniężnych na nabycie wierzytelności, w tym wierzytelności finansowanych ze środków publicznych, które zostaną poddane sekurytyzacji.

Wyłącznym przedmiotem działalności takiego funduszu jest lokowanie środków pieniężnych, zebranych w drodze proponowania nabycia certyfikatów inwestycyjnych, w pulę jednolitych rodzajowo wierzytelności przynoszących regularny dopływ kapitału. Certyfikaty inwestycyjne są udziałowymi papierami wartościowymi i mogą być notowane na GPW lub CeTO.

Umowa o przekazywanie funduszowi wszystkich świadczeń otrzymywanych przez inicjatora sekurytyzacji lub uprawnionego z sekurytyzowanych wierzytelności z określonej puli wierzytelności lub z określonych wierzytelności (umowa o subpartycypację) powinna zawierać zobowiązanie tych podmiotów do przekazywania funduszowi pożytków z sekurytyzowanych wierzytelności w całości, kwot głównych

<sup>2</sup> DzU 2002 nr 72, poz. 665, z późn. zm.

<sup>3</sup> DzU 2004 nr 146, poz. 1546, z późn. zm.

wierzytelności oraz kwot uzyskanych z tytułu realizacji zabezpieczeń sekurytyzowanych wierzytelności.

Fundusze sekurytyzacyjne poddane są ścisłym ograniczeniom inwestycyjnym, które stanowią, że fundusze te mogą lokować aktywa wyłącznie w:

- dłużne papiery wartościowe,
- jednostki uczestnictwa rynku pieniężnego,
- depozyty w bankach krajowych lub instytucjach kredytowych,
- instrumenty rynku pieniężnego,
- instrumenty pochodne.

Omawiana ustawa przewiduje możliwość tworzenia dwóch rodzajów funduszy sekurytyzacyjnych: funduszy standaryzowanych lub niestandaryzowanych<sup>4</sup>, różniących się dopuszczonym poziomem ryzyka oraz docelową grupą potencjalnych inwestorów. Fundusz standaryzowany jest tworzony z mocy ustawy jako fundusz parasolowy z wydzielonymi subfunduszami. Ryzyko związane z kolejnymi pulami wierzytelności nie obciąża papierów posiadanych przez inwestorów w efekcie uczestniczenia w emisjach dokonanych przez wcześniejsze subfundusze. Certyfikaty takiego funduszu mogą nabywać osoby prawne, jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej, a także osoby fizyczne.

Z kolei fundusz niestandardowy nie może być tworzony jako fundusz z wydzielonymi subfunduszami. Wszystkie aktywa tego funduszu tworzą jeden portfel. Prawo do nabywania certyfikatów tego funduszu jest ograniczone do osób prawnych oraz jednostek organizacyjnych nieposiadających osobowości prawnej. Fundusz może dopuścić sprzedaż certyfikatów osobom fizycznym, pod warunkiem że cena emisyjna certyfikatu jest nie niższa niż równowartość 40 000 euro.

### 3. Istota i główne elementy proces sekurytyzacji

Istotą sekurytyzacji jest oddzielenie ryzyka inicjatora od ryzyka puli jego aktywów. Dzięki tej metodzie następuje nadanie wybranym aktywom o niskim stopniu płynności formy papieru wartościowego, który dzięki zorganizowanemu obrotowi na rynku wtórnym staje się instrumentem płynnym.

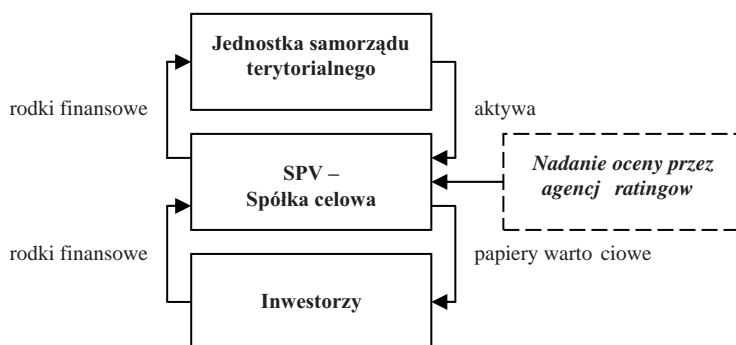
Nie wszystkie aktywa nadają się jednak do procesu sekurytyzacji. Aktywa nadające się do poddania takiemu procesowi muszą spełniać m.in. następujące kryteria:

- wierzytelności zostaną spłacone w pełnej kwocie w ustalonym terminie,
- dłużnicy mają wysoką wiarygodność,
- należności niespłacone w terminie mają niski udział,
- kwoty i terminy płatności są łatwe do zaplanowania,
- istnieje dywersyfikacja aktywów, np. pod względem geograficznym,
- aktywa mają przeciętny okres wymagalności dłuższy niż rok<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Artykuł 183, ust. 2 ustawy o funduszach inwestycyjnych.

<sup>5</sup> *Sekurytyzacja – pozabilansowe źródło pozyskania kapitału. Nowe aspekty prawne, podatkowe, księgowo i finansowe transakcji sekurytyzacyjnych*, Raport Eurofinance Consulting Sp. z o.o.

Proces sekurytyzacji jest dostosowywany do indywidualnych potrzeb jego uczestników i specyfiki sekurytyzowanych aktywów (rys. 1). Generalnie sekurytyzację można sprowadzić do transferu przez podmiot poszukujący źródeł finansowania, czyli inicjatora, którym może być jednostka samorządu terytorialnego, związek samorządowy lub przedsiębiorstwo komunalne, części swoich aktywów do spółki specjalnego przeznaczenia (*Special Purpose Vehicle* – SPV), nazywanej również spółką celową i emisji przez tę spółkę papierów wartościowych zabezpieczonych tymi aktywami (*Asset Backed Securities* – ABS). Środki uzyskane ze sprzedaży tych papierów przeznaczone są na spłatę zobowiązań wobec inicjatora programu.



**Rys. 1.** Schemat procesu sekurytyzacji

Źródło: opracowanie własne.

Przekazanie do inwestorów przez spółkę specjalnego przeznaczenia środków pieniężnych otrzymanych od inicjatora może się odbywać w jeden spośród przedstawionych dwóch sposobów:

- 1) następuje automatyczne przekazanie środków wpływających do spółki specjalnego przeznaczenia na rzecz inwestorów papierów zabezpieczonych aktywami (tzw. metoda *pass-through* określana w języku polskim jako podejście bezpośrednie);
- 2) spółka specjalnego przeznaczenia nie przekazuje automatycznie otrzymanych od inicjatora środków, ale dostosowuje kwoty i terminy wypłat do rzeczywistych potrzeb inwestorów (tzw. metoda *pay-through*)<sup>6</sup>.

Prawidłowo zaplanowana i przeprowadzona sekurytyzacja wymaga współpracy wszystkich współuczestników procesu. Ważną rolę w realizacji programu sekurytyzacji, oprócz jej głównych uczestników, tj. jednostki samorządu terytorialnego, spółki celowej i inwestorów, odgrywiają organizator sekurytyzacji – najczęściej bank,

<sup>6</sup> E. Lewandowska, *Sekurytyzacja – źródło pozyskania zewnętrznego kapitału*, <http://www.nil.org.pl/xml/oil/oil68/gazeta/numery/n2004/n200407/n20040735> (20.05.2010).

agencja ratingowa, agent emisji oraz serwisier będący podmiotem zarządzającym SPV.

W literaturze przedmiotu wyróżniamy dwie podstawowe techniki sekurytyzacji: sekurytyzację tradycyjną, nazywaną również rzeczywistą sprzedażą (*true sale*), oraz subpartycypację.

Sekurytyzacja tradycyjna polega na przeniesieniu aktywów przez kreatora do spółki SPV, która następnie zaciąga zobowiązania zabezpieczone na tych aktywach. Przepisy zawarte w Dzienniku Urzędowym NBP stanowią, że sekurytyzacja tradycyjna oznacza sekurytyzację obejmującą przeniesienie sekurytyzowanych ekspozycji bazowych do jednostki specjalnego przeznaczenia (podmiotu emisyjnego) lub funduszu sekurytyzacyjnego, który emituje papiery wartościowe. Przeniesienie ekspozycji bazowych odbywa się w drodze przekazania prawa własności do sekurytyzowanych ekspozycji bazowych przez bank inicjujący lub poprzez subpartycypację. Wyemitowane papiery wartościowe nie stanowią zobowiązań banku inicjującego<sup>7</sup>.

Z kolei subpartycypacja jest rodzajem umowy, w której spółka SPV nabywa określone prawa do całości lub części świadczeń pieniężnych z tytułu wierzytelności przysługujących inicjatorowi bez ich przelewu (cesji), przy czym ryzyko związane z niespłacalnością tych wierzytelności przechodzi na SPV. Aktywa pozostają zatem własnością inicjatora, który nie może usunąć ich z bilansu, ponieważ subpartycypacja nie przenosi własności aktywów. Natomiast spółka SPV przekazuje mu przychody uzyskane z emisji papierów wartościowych. Warto również nadmienić, że rating papierów wartościowych emitowanych na podstawie wierzytelności jest powiązany z ratingiem inicjatora.

Ten rodzaj sekurytyzacji jest obciążony większym ryzykiem niż w pozostałych przypadkach, gdyż zabezpieczeniem spłaty obligacji wyemitowanych przez SPV jest gwarancja udzielona przez kreatora. Ponadto relacje między SPV a kreatorem reguluje określona umowa, może się więc zdarzyć, że nie będzie on mógł lub chciał wywiązać się z zaciągniętych wobec SPV zobowiązań.

#### **4. Wykorzystanie sekurytyzacji w gospodarce komunalnej**

Jak już wspomniano, celem sekurytyzacji jest pozyskanie finansowania przez jednostki samorządu terytorialnego, które poszukują alternatywnych źródeł finansowania bez zwiększania wskaźników zadłużenia. Sekurytyzacja jest również szczególnie przydatna w przypadku spółek komunalnych, które w wyniku prowadzonej działalności posiadają znaczące należności regulowane przez odbiorców w dłuższych terminach. Sekurytyzacji można poddać np. zasób mieszkaniowy czy firm wodociągowo-kanalizacyjnych.

---

<sup>7</sup> Załącznik nr 18 do uchwały nr 1/2007 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 13 marca 2007 r., Dziennik Urzędowy NBP nr 2, poz. 3.

Warto również wspomnieć o możliwości sekurytyzacji wierzytelności placówek służby zdrowia. Można zbudować bezpieczny pomost między zakładami opieki zdrowotnej a bankami, towarzystwami ubezpieczeniowymi, funduszami inwestycyjnymi i innymi podmiotami, które wykazują nadwyżki finansowe. Sekurytyzacja jest metodą, dzięki której szpitale nie tracą płynności finansowej, mają dłuższy okres spłaty długu w ratach, a w rezultacie – mają szansę stać się instytucjami, które nie będą generować strat<sup>8</sup>.

W opinii ekspertów dzięki sekurytyzacji jednostka samorządu terytorialnego nie tylko uzyskuje dostęp do środków pieniężnych, które nie wpływają na ocenę jej wskaźników zadłużenia, ale może również stać się swego rodzaju środkiem zaradczym na spadające przychody z tytułu sprzedaży majątku, wynikające ze spadku jego wartości rynkowej. W ten sposób można najpierw pozyskać wymagane w budżecie środki, a dopiero po kilku latach, przy wyższej rynkowej wartości aktywów, dokonać ich sprzedaży potencjalnym inwestorom. Również sama sekurytyzacja może uwzględniać wykup wyemitowanych papierów wartościowych według z góry ustalonej ceny bądź udziału w zarządzanym majątku. Cena ta bowiem nie musi odzwierciedlać wyłącznie aktualnej sytuacji rynkowej<sup>9</sup>.

Koszty wykorzystania sekurytyzacji uzależnione są od wielu czynników, do których należy zaliczyć m.in. wydatki związane z przygotowaniem programu sekurytyzacji, w tym opłat dla banku, ewentualnych doradców, agencji ratingowych i organizatora, bieżące koszty eksploatacji programu (opłaty stałe i zmienne ponoszone na rzecz uczestników programu) oraz procentowe emitowanych obligacji. Wstępne koszty, w zależności od zastosowanego modelu sekurytyzacji, skali programu czy sytuacji na rynku obligacji, szacuje się zwykle na poziomie WIBOR 3M plus ok. 1-1,5% dla programów powyżej 100 mln zł. Może się zatem okazać, że rzeczywiste koszty przeprowadzenia emisji papierów wartościowych opartych na aktywach są wyższe niż w przypadku metod tradycyjnych.

Na polskim rynku kapitałowym rozwój usług sekurytyzacyjnych znajduje się na bardzo wczesnym etapie, a przeprowadzone transakcje dotyczyły najczęściej wierzytelności handlowych i leasingowych, w których banki odegrały drugorzędną rolę administratora. Słaby rozwój tych usług w Polsce jest uwarunkowany licznymi ograniczeniami, w tym brakiem odpowiednich przepisów prawa eliminujących niekorzystne opodatkowanie oraz brakiem wyspecjalizowanych instytucji dysponujących odpowiednimi narzędziami do przeprowadzania tego typu transakcji.

Jedną z instytucji specjalizujących się w emisji obligacji sekurytyzacyjnych jest Polski Fundusz Komunalny (PFK), który został powołany w celu przyspieszenia rozliczeń pieniężnych między jednostkami samorządowymi a wykonawcami pro-

<sup>8</sup> D. Chmielewski, *Sekurytyzacja – lekarstwo na szpitalne długi?*, „Służba Zdrowia” 2002, nr 19-22.

<sup>9</sup> P. Galiński, *Sekurytyzacja jako sposób finansowania inwestycji gmin w czasie kryzysu na rynku finansowym*, <http://lex.pl/samorząd/artykuł/112> (20.07.2009).

jektów infrastrukturalnych lub dostawcami usług na rzecz jednostek samorządu terytorialnego. Środki funduszu mogą zostać wykorzystane głównie do finansowania projektów inwestycyjnych związanych z rozwojem infrastruktury technicznej i społecznej oraz refinansowania obecnego zadłużenia. Ponadto zakłada się pośrednie wykorzystanie środków funduszu w ramach wymaganego wkładu własnego przy pozyskaniu środków z funduszy strukturalnych Unii Europejskiej.

Jest to spółka specjalnego przeznaczenia współtworzona przez Bank Zachodni WBK SA oraz firmę doradczą Larchmont Finance SA, której przedmiotem działalności jest przeprowadzanie transakcji sekurytyzacyjnych poprzez nabywanie wierzytelności wobec jednostek samorządu terytorialnego od firm wykonujących usługi na rzecz tych jednostek oraz rozkładanie ich spłaty na kilkuletnie raty, a także emitowanie na tej podstawie obligacji zabezpieczonych tymi wierzytelnościami<sup>10</sup>.

W ramach programu sekurytyzacji powołano związaną z Funduszem SPV o nazwie Pe-eF-Ka sp. z o.o. Jest to pierwszy na rynku polskim podmiot, którego przedmiotem działalności jest przeprowadzanie transakcji sekurytyzacyjnych poprzez nabywanie wierzytelności firm wykonujących usługi na rzecz jednostek samorządu terytorialnego oraz rozkładanie ich spłaty na kilkuletnie raty i emitowanie obligacji sekurytyzacyjnych<sup>11</sup>.

Papiery te są skierowane do inwestorów, którymi mają być otwarte fundusze emerytalne i inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe oraz inni inwestorzy instytucjonalni i indywidualni.

## 5. Podsumowanie

Coraz więcej przedsiębiorstw użyteczności publicznej korzysta z sekurytyzacji należności pozyskania środków pieniężnych. Sekurytyzacja daje bowiem możliwość pozyskania należnych środków finansowych znacznie szybciej niż w wyniku samodzielnego prowadzenia działań windykacyjnych, obniżając jednocześnie koszty związane z utrzymywaniem wyspecjalizowanych struktur zajmujących się odzyskiwaniem wierzytelności czy realizowaniem prawnych zabezpieczeń. Dalszy rozwój tej metody pozyskania kapitału jest uzależniony od wielu czynników. Wspomnieć tu należy choćby o braku precyzyjnie sformułowanych przepisów prawnych i podatkowych utrudniających określenie rzeczywistej efektywności metody finansowania opartej na sekurytyzacji.

---

<sup>10</sup> *Wkrótce ruszy Polski Fundusz Komunalny*, „Rzeczpospolita” z 31.10.2003 r.

<sup>11</sup> M. Jastrzębska, *Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego*, Wolters Kluwer Polska 2009, s. 203.

## Literatura

- Jastrzębska M., *Zarządzanie długiem jednostek samorządu terytorialnego*, Wolters Kluwer Polska 2009.
- Chmielewski D., *Sekurytyzacja – lekarstwo na szpitalne długi?*, „Służba Zdrowia” 2002, nr 19-22.
- Galiński P., *Sekurytyzacja jako sposób finansowania inwestycji gmin w czasie kryzysu na rynku finansowym*, <http://lex.pl/samorząd/artkuł/112> (20.07.2009).
- Lewandowska E., *Sekurytyzacja – źródło pozyskania zewnętrznego kapitału*, <http://www.nil.org.pl/xml/oil/oil68/gazeta/numery/n2004/n200407/n20040735> ( 20.05.2010 ).
- Sekurytyzacja – pozabilansowe źródło pozyskania kapitału. Nowe aspekty prawne, podatkowe, księgowo i finansowe transakcji sekurytyzacyjnych*, Raport Eurofinance Consulting Sp. z o.o.
- Wkrótce ruszy Polski Fundusz Komunalny*, „Rzeczpospolita” z 31.10.2003 r.
- Załącznik nr 18 do uchwały nr 1/2007 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 13 marca 2007 r., Dziennik Urzędowy NBP nr 2, poz. 3.

## SECURITIZATION AS A METHOD OF ACQUIRING CAPITAL BY LOCAL GOVERNMENT

**Summary:** The article presents the possibility of using securitization in the municipal sector. The discussed issues concern accounts receivable purchasing using funds raised from issuing securities such as bonds or investment certificates, without an increase in credit risk. Securitization is one of the fastest growing segments of the financial market. However, there are still many barriers, especially legal, which hinder the use of this process in local economy.