Dorota A. Hałaburda

Sekurytyzacja jako forma finansowania jednostek samorządu terytorialnego

Ekonomiczne Problemy Usług nr 125, 175-185

2016

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MUZEUM HISTORII POLSKI

Ekonomiczne Problemy Usług nr 125

ISSN: 1896-382X | www.wnus.edu.pl/epu
DOI: 10.18276/epu.2016.125-14 | strony: 175–185

Dorota A. Hałaburda

Wyższa Szkoła Ekonomiczna w Białymstoku
Katedra Finansów i Rachunkowości
e-mail: dorota.halaburda@wse.edu.pl

Sekurytyzacja jako forma finansowania jednostek samorządu terytorialnego

Kody JEL: G23, G31, H72, H74

Słowa kluczowe: sekurytyzacja, sekurytyzowane wierzytelności, jednostki samorządu terytorialnego

Streszczenie. W artykule przedstawiono proces sekurytyzacji, w którym inicjatorem procedury jest jednostka samorządu terytorialnego. Sekurytyzacja to technika refinansowania dokonywana w oparciu o aktywa. W Polsce nie ma odrębnego aktu prawnego regulującego sekurytyzację, co zwiększa ryzyko prawne przy wykorzystaniu tej formy finansowania przez samorządy. Przy czym w warunkach wzrostu zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego sekurytyzacja może być korzystną formą finansowania, która umożliwia pozyskanie środków i transfer ryzyka na inwestorów. Z drugiej strony uruchomienie tego procesu wymaga poniesienia znacznych kosztów i władze samorządowe powinny dokonać kalkulacji opłacalności wykorzystania tego instrumentu finansowego.

Wprowadzenie

Jednostki samorządu terytorialnego poszukują kapitałów głównie na realizację przedsięwzięć rozwojowych. Obowiązujący od 2014 r. zindywidualizowany wskaźnik zadłużenia samorządów dostosowuje poziom zadłużenia do zdolności płatniczej. Środki UE przewidziane w nowej perspektywie finansowej na lata 2014–2020 mogą skłonić jednostki samorządu terytorialnego do poszukiwania niestandardowych źródeł finansowania inwestycji, takich jak sekurytyzacja.

Sekurytyzacja jest jedną z form pozyskiwania kapitału i finansowania działalności, która polega na przekształceniu aktywów o niskiej płynności w aktywa o wyższej

płynności. Główną jej zaletą jest transfer ryzyka na inwestorów oraz możliwość realizacji zadań i inwestycji przez jednostki samorządu terytorialnego i spółki komunalne wówczas, gdy ze względu na zadłużenie nie posiadają one zdolności kredytowej. Zobowiązania z tytułu sekurytyzacji nie powiększają długu samorządów.

Celem artykułu jest ocena możliwości wykorzystania sekurytyzacji przez jednostki samorządu terytorialnego przy uwzględnieniu korzyści i zagrożeń związanych z tą formą finansowania.

1. Istota, modele i proces sekurytyzacji

Sekurytyzacja jest instrumentem finansowym wykorzystywanym od wielu lat na rynkach finansowych zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie. Kryzys finansowy ukazał jednak zagrożenia związane z wykorzystaniem tej techniki przez banki i ograniczył wykorzystanie tego instrumentu. Niemniej jednak sekurytyzacja jako element zarządzania ryzykiem kredytowym może poprawić płynność rynków kredytowych i zwiększyć dostępność kredytów po niższym koszcie, dlatego Komisja Europejska pracuje nad rozwiązaniami regulującymi proces sekurytyzacji w celu ograniczenia zagrożeń oraz uproszczenia procedur związanych z sekurytyzacją.

Sekurytyzacja (ang. *securitization*) jest jedną z form pozyskiwania kapitału i finansowania działalności, która polega na przekształceniu aktywów o niskiej płynności (wierzytelności) w aktywa o wyższej płynności (tj. papiery wartościowe) (Balcerowicz-Szkutniak, Lawędziak, Szkutniak, Wolny-Dominiak, Zakrzewska-Derylak, 2009, s. 44). Sekurytyzacja to finansowanie działalności poprzez emisję papierów wartościowych, których zabezpieczeniem jest wyodrębniona grupa aktywów.

Sekurytyzację zdefiniować można jako proces łączenia jednorodnych, niepłynnych aktywów finansowych, które następnie usunięte z bilansu inicjatora procesu stanowią zabezpieczenie dla płynnych papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na rynkach kapitałowych i umożliwiają jednocześnie przeniesienie ryzyka od inicjatora na inwestorów (Kreczmańska-Gigol, 2009, s. 14).

W Polsce nie ma jeszcze oddzielnego aktu prawnego regulującego proces sekurytyzacji. Istnieją jednak w polskim systemie prawnym generalne podstawy prawne do realizacji takich transakcji. Emisja długoterminowych obligacji sekurytyzacyjnych została uregulowana w:

- ustawie z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Ustawa, 2004),
- ustawie z 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Ustawa, 1997).

Natomiast emisję krótkoterminowych papierów dłużnych w procesie sekurytyzacji reguluje ustawa z 28 kwietnia 1936 r. – Prawo wekslowe (Ustawa, 1936). Oprócz tego definicje sekurytyzacji są formułowane w wyrokach sądowych, jak np. w uchwale sądu Najwyższego – Izba Cywilna z dnia 29 listopada 2007 r., gdzie określono sekurytyzację jako „proces ekonomiczny mający na cel uzyskanie środków finansowych z wierzytelności

poprzez emisję papierów wartościowych, których wykup zabezpieczają sekurytyzowane wierzytelności"[1].

Istnieją dwa główne modele sekurytyzacji: pozabilansowa i bilansowa. Sekurytyzacja pozabilansowa (właściwa, złożona) polega na wydzieleniu z ogólnej puli aktywów podmiotu jednorodnej grupy aktywów (tj. wierzytelności lub innych aktywów finansowych) stałych lub obrotowych i przekształceniu ich w papiery wartościowe emitowane na rynku kapitałowym (sekurytyzacja *sensu stricto*) (Mituś, 2014, s. 287). Jeśli sekurytyzacja obejmuje swym zakresem nie tylko operacje związane z emisją papierów wartościowych opartych na wyodrębnionych aktywach, ale i operacje dokonywane na pasywach, z którymi związana jest emisja papierów wartościowych, to wówczas mamy do czynienia z sekurytyzacją *sensu largo* (Półtorak , 2007, s. 124).

W sekurytyzacji pozabilansowej (tj. sekurytyzacji poprzez sprzedaż aktywów) podmiot specjalnego przeznaczenia SPV (Special Purpose Vehicle) – w drodze przelewu wierzytelności (cesji) – nabywa od inicjatora wyodrębnioną pulę aktywów, w wyniku czego następuje oddzielenie ryzyka inicjatora od ryzyka aktywów będących podstawą emisji papierów wartościowych ABS (Asset Backed Securities) (Clist, 1999, s. 23). Dlatego w tym przypadku inicjator, jako cedent, nie ponosi odpowiedzialności za niewypłacalność dłużników, gdyż po zbyciu wierzytelności jest to już ryzyko SPV. Raty kapitałowe i odsetki od wyemitowanych papierów wartościowych są spłacane z wpływów z przelanych wierzytelności i dlatego utrata płynności przez inicjatora nie ma wpływu na terminowość i wysokość tych spłat. Ponadto zysk nabywców papierów wartościowych zależy od aktywów będących podstawą emisji tych papierów.

Sekurytyzacja bilansowa występuje wówczas, gdy podmiot dokonuje transferu ryzyka wyodrębnionego portfela aktywów na spółkę specjalnego przeznaczenia za pomocą instrumentów pochodnych lub gwarancji (Bielawska, 2008, s. 165). Na SPV zostaje więc przeniesione jedynie prawo do części lub całości pożytków wynikających z sekurytyzowanych wierzytelności. Tutaj transfer obejmuje tylko ryzyko kredytowe związane z daną pulą aktywów, natomiast aktywa bazowe nie opuszczają bilansu inicjatora, stąd nazwa: sekurytyzacja bilansowa.

Sekurytyzacja obejmuje więc pewien skomplikowany i wieloetapowy proces, w którym łączy się niepłynne aktywa i na ich bazie emituje papiery wartościowe, które następnie sprzedawane są inwestorom. Stąd procedura sekurytyzacji wymaga:

- określenia metod wyodrębnienia standardów jakości aktywów zabezpieczających finansowanie długu,
- przygotowania emisji instrumentów dłużnych,
- zabezpieczenia ryzyka inwestycyjnego sekurytyzowanych instrumentów (Pyka, 2003, s. 139).

Proces sekurytyzacji obejmuje kilka etapów. W początkowej fazie podejmuje się działania przygotowawcze obejmujące zebranie niezbędnych informacji do uruchomienia

[1] III CZP 101/2007, LexPolonica nr 1748010.

całej procedury. Następnie proces sekurytyzacji przebiega według następującego schematu:

1. Opracowanie programu emisji papierów wartościowych.
2. Inicjator (aranżer) procesu wyodrębnia w swoim bilansie aktywa, które będą sekurytyzowane.
3. Utworzona zostaje niezależna od inicjatora organizacyjnie i kapitałowo spółka specjalnego przeznaczenia SPV (Special Purpose Vehicle), na którą przenoszone są wyodrębnione z bilansu inicjatora aktywa przynoszące dochód (bieżące lub przyszłe wierzytelności) lub prawa do dochodów z tych aktywów.
4. Uzyskanie przez inicjatora transakcji pozytywnej oceny ratingowej aktywów przeznaczonych do sekurytyzacji (ABS) w oparciu o analizę ryzyka kredytowego zależnego od zastosowanych zabezpieczeń emisji (wewnętrznych i/lub zewnętrznych).
5. Zawarcie umowy z doradcą.
6. Spółka SPV przygotowuje prospekt emisji ABS.
7. Wpływy z emisji pomniejszone o koszty procesu sekurytyzacji trafiają do inicjatora.
8. W oparciu o posiadane aktywa lub prawa do dochodów z tych aktywów SPV za pośrednictwem agenta płatniczego reguluje zobowiązania wobec inwestorów (Bielawska, 2008, s. 164).

Sekurytyzacja jest nowym sposobem pozyskania tańszego kapitału czy też nową techniką finansowania działalności, która powstała na skutek przemian dokonujących się na rynkach finansowych. Stanowi alternatywne źródło finansowania w stosunku do tradycyjnych instrumentów i zwiększa obszar oczekiwanych wpływów.

W praktyce pierwsze aktywa, które poddano sekurytyzacji, były kredytami hipotecznymi, później spektrum aktywów poddawanych tym procesom się powiększało. Obecnie procesom sekurytyzacji można poddać wszelkie aktywa, które mają jakąś wartość. Najczęściej sekurytyzowane aktywa to: kredyty hipoteczne, kredyty dla przedsiębiorstw i konsumenckie, należności handlowe, należności z tytułu leasingu i umów franczyzowych, wierzytelności firm ubezpieczeniowych, należności z tytułu opieki zdrowotnej i długi służby zdrowia.

2. Charakterystyka sekurytyzacji jednostek samorządu terytorialnego

W jednostkach samorządu terytorialnego rośnie zapotrzebowanie na środki finansowe na realizację projektów inwestycyjnych i modernizacyjnych, głównie w zakresie infrastruktury. Wykorzystanie tradycyjnych zwrotnych źródeł finansowania, jak: kredyt, pożyczka czy emisja obligacji, powoduje wzrost zadłużenia samorządów. Instrumentem, który nie generuje zadłużenia, a pozwala na realizację przedsięwzięć rozwojowych oraz

poprawę efektywności gospodarowania majątkiem jednostki samorządu terytorialnego, jest sekurytyzacja. Proces ten może dotyczyć bieżących i przyszłych wierzytelności oraz przyszłych dochodów ze zrealizowanych w przyszłości inwestycji (Dawidowicz, 2014, s. 44).

Sekurytyzacja jest również instrumentem umożliwiającym transfer ryzyka od inicjatora do inwestorów. Oznacza to, że ryzyko finansowe i inne ryzyka, które ponosi jednostka samorządu terytorialnego finansując swoje zadania, zostaje przeniesione na spółkę celową (SPV) i inwestorów, którzy zakupią papiery wartościowe zabezpieczone przeniesionymi aktywami (Bucholski, 2012, s. 96).

W odniesieniu do jednostek samorządu terytorialnego sekurytyzacja polega na wyodrębnieniu aktywów i przekazaniu ich przez inicjatora (samorząd) do Funduszu Sekurytyzacyjnego, którym zarządza powołana w tym celu spółka specjalnego przeznaczenia SPV. Następnie SPV pod ich zastaw emituje papiery sekurytyzacyjne (np. obligacje), które sprzedaje na rynku kapitałowym. Jednostka samorządu terytorialnego może w ten sposób pozyskać środki finansowe, które może przeznaczyć np. na realizację zadań lub spłatę dotychczasowego zadłużenia. Wadą takiego rozwiązania jest to, że poprzez wyodrębnienie i zamrożenie aktywów samorząd pozbawia się części wpływów.

Podstawą procesów sekurytyzacji dokonywanych przez jednostki samorządu terytorialnego jest regulacja zawarta w ustawie z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Ustawa, 2004). Artykuł 2 określa, że jako inicjatora sekurytyzacji rozumie się jednostkę samorządu terytorialnego, związek JST lub podmiot prowadzący działalność gospodarczą, zbywające funduszowi sekurytyzacyjnemu pulę wierzytelności albo zobowiązujące się do przekazywania funduszowi sekurytyzacyjnemu wszystkich świadczeń otrzymanych przez nie z określonej puli wierzytelności. Ponadto możliwość stosowania transakcji sekurytyzacyjnych jako pozyskanie wkładu własnego w projektach inwestycyjnych współfinansowanych z funduszy unijnych daje rozporządzenie Parlamentu Europejskiego (2013).

Główne cele procesu sekurytyzacji to pozyskanie środków finansowych, poprawa zdolności kredytowej i transfer ryzyka. Pozostałe cele można rozpatrywać również w kontekście sprzedaży mienia komunalnego. Szybka sprzedaż majątku może być nieefektywna z punktu widzenia dochodów budżetowych z następujących powodów:

- niskiej wartości posiadanego mienia wynikającej z aktualnej wyceny rynkowej (np. działki budowlane bez doprowadzonych mediów i dostępu do infrastruktury drogowo-komunikacyjnej),
- niskiej aktualnej wartości posiadanego mienia, którą można zwiększyć w wyniku dodatkowych inwestycji (np. przedsiębiorstwa komunalne, obiekty sportowe) (Dusza, 2012).

Sekurytyzacja tych aktywów pozwoli jednostkom samorządu terytorialnego uzyskać środki finansowe niezbędne do podniesienia ich wartości oraz uzyskania nadwyżek finansowych po zaspokojeniu roszczeń inwestorów wynikających z posiadania obligacji sekurytyzacyjnych. Przepływy z tytułu tych transakcji mogą w ogóle nie generować długu publicznego.

3. Korzyści i bariery wykorzystania sekurytyzacji przez jednostki samorządu terytorialnego

Sekurytyzacja określonych aktywów samorządowych może być wygodnym instrumentem finansowym wykorzystywanym do prowadzenia polityki finansowej przez samorządy. Umożliwia ona zarządzanie płynnością finansową i płynnością aktywów oraz zarządzanie samymi aktywami.

Wykorzystanie sekurytyzacji jako źródła finansowania jednostek samorządu terytorialnego ma wiele zalet, ale powoduje również powstanie szeregu zagrożeń. Do korzyści związanych z sekurytyzacją możemy zaliczyć:

1. Pozyskanie w stosunkowo krótkim czasie dodatkowych środków własnych niezbędnych do prowadzenia działalności bieżącej oraz realizacji długoterminowych projektów inwestycyjnych.
2. W przypadku sekurytyzacji pozabilansowej uzyskanie korzystniejszej struktury bilansu, w wyniku której poprawie ulegają wskaźniki zadłużenia oraz ocena ratingowa JST.
3. Obniżenie kosztów pozyskania kapitału w wyniku oddzielenia ryzyka kredytowego sekurytyzowanych aktywów od ryzyka kredytowego JST.
4. Możliwość elastycznego kształtowania cech obligacji (weksli) sekurytyzacyjnych pozwalająca na dotarcie do inwestorów o zróżnicowanych preferencjach w zakresie terminu zapadalności, wysokości wymaganych stóp zwrotu oraz poziomu ryzyka emitowanych instrumentów finansowych.
5. W przypadku, gdy środki własne pozyskane w procesie sekurytyzacji zostaną przeznaczone na spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań ze względu na redukcję poziomu zadłużenia JST i jednoczesne obniżenie ryzyka kredytowego JST, wzrasta zdolność JST do pozyskiwania kapitału z tradycyjnych źródeł po niższym koszcie.
6. Przyspieszenie przepływów pieniężnych z inwestycji, które będą zrealizowane w przyszłości, a których realizacja nie byłaby możliwa bez zastosowania technik sekurytyzacyjnych.
7. Poprawa standingu finansowego.
8. Eliminacja bariery pozyskiwania kapitałów obcych związanej z wysokim zaangażowaniem sektora bankowego w finansowanie JST.
9. Przeniesienie części ryzyka kredytowego JST związanego ze spłatą należności wobec JST przez ich dłużników na SPV.
10. Rozwiązanie problemu nieściągalności wierzytelności.
11. Poprawa efektywności zarządzania majątkiem publicznym.
12. Polepszenie oceny ratingowej (Dusza, 2012).

Główne zalety wykorzystania sekurytyzacji przez samorządy to szybsze pozyskanie środków finansowych na realizację określonych celów (głównie inwestycyjnych), poprawa płynności finansowej oraz transfer ryzyka na inwestora. Ponadto poprawnie

przeprowadzony proces sekurytyzacji może okazać się tańszą formą pozyskania kapitału, a przygotowanie tego przedsięwzięcia umożliwi identyfikację ryzyka inwestycyjnego i może wpłynąć na wzrost efektywności zarządzania majątkiem komunalnym.

Sekurytyzacja umożliwia aktywne zarządzanie środkami gromadzonymi w ramach budżetu danej jednostki. Proces sekurytyzacji, poprzez utworzenie spółki specjalnego przeznaczenia, służy podniesieniu efektywności gospodarowania majątkiem jednostki samorządu terytorialnego w stosunku do sytuacji pierwotnie występującej. Przy przeprowadzaniu tego typu transakcji należy zachować ostrożność, przede wszystkim na etapie wydatkowania pozyskanych w ten sposób środków. W jednostkach charakteryzujących się wysokim udziałem wydatków bieżących na obsługę długu w wydatkach ogółem przeznaczenie środków na kolejną inwestycję, z którą wiążą się wysokie wydatki restytucyjne przy niskich dochodach z jej funkcjonowania, może spowodować pogorszenie sytuacji finansowej. Stąd niezwykle istotne staje się właściwe zaprognozowanie, w oparciu o sytuację ekonomiczną, społeczną, w tym w szczególności demograficzną, prawną, a nawet polityczną, przyszłych dochodów gromadzonych z tytułu funkcjonowania aktywów przekazanych do SPV.

Sekurytyzacja jest instrumentem, dzięki któremu samorządy pomimo utraty zdolności kredytowej mogą, dzięki umiejętnemu przeprowadzeniu procesu sekurytyzacyjnego, pozyskać środki nie tylko na bieżącą spłatę zadłużenia, ale także na nowe inwestycje. Ponadto pozwala na obniżenie kosztów długu, jego skonsolidowanie, a także dostosowanie terminu płatności (wykupu) do faktycznych możliwości spłaty.

Oprócz korzyści związanych z wykorzystaniem sekurytyzacji jako sposobu finansowania inwestycji przez jednostki samorządu terytorialnego istnieją też ograniczenia i zagrożenia związane z wykorzystaniem tego instrumentu. Zalicza się do nich:

1. Brak opracowanej ogólnopolskiej procedury przeprowadzania transakcji sekurytyzacyjnych (szczególnie pierwszej transakcji).
2. Niepewna sytuacja prawna związana z wyrażeniem zgody dłużników na wykorzystanie ich danych osobowych związanych z wierzytelnościami wobec samorządu w procesie sekurytyzacyjnym.
3. Brak doświadczenia w przeprowadzaniu transakcji sekurytyzacyjnych przez JST.
4. Obawy władz samorządowych przed wykorzystaniem nowych instrumentów finansowych (ryzyko polityczne).
5. Złożoność procesu transakcji sekurytyzacyjnych (szczególnie pierwszej transakcji).
6. Możliwość pogorszenia stosunków np. między gminą a mieszkańcami gminy w zależności od sposobu organizacji procesu sekurytyzacji.
7. Ryzyko niedoszacowania wartości wierzytelności będących przedmiotem sekurytyzacji.
8. Stosunkowo wysokie koszty związane z przeprowadzeniem pierwszej transakcji sekurytyzacji.

9. Możliwe problemy z wyizolowaniem jednolitej puli wierzytelności (nie wszystkie aktywa mogą być przedmiotem sekurytyzacji).
10. Możliwe problemy ze stosunkowo niską wartością sekurytyzowanych wierzytelności w poszczególnych JST.
11. Złożona struktura organizacyjno-prawna systemu podmiotów uczestniczących w procesie sekurytyzacji, wymagająca zaangażowania specjalistów posiadających wiedzę z różnych dziedzin.
12. Ograniczone dane statystyczne o aktywach utrudniające poprawne prognozowanie przyszłych dochodów z sekurytyzowanych aktywów w oparciu o przewidywaną sytuację ekonomiczno-społeczną, demograficzną i prawną.
13. Trudności związane z wyodrębnieniem puli aktywów o wartości uzasadniającej poniesienie kosztów przeprowadzenia procesu sekurytyzacji.
14. Uwarunkowania rynkowe, które obejmują: brak informacji o potencjalnym popycie na krótko- i długoterminowe instrumenty dłużne, trudności związane z płynnością rynku wtórnego oraz z nią związaną konieczność oferowania wyższej stopy zwrotu z obligacji sekurytyzacyjnych (Dawidowicz, 2014, s. 47).

Stosując sekurytyzację, jednostki samorządu terytorialnego powinny uwzględnić fakt, że jest to skomplikowana forma finansowania o charakterze odpłatnym i obarczona ryzykiem: rynkowym, operacyjnym, płynności, reinwestycji oraz prawnym (Bucholski, 2012, s. 98). Proces sekurytyzacji często wymaga zaangażowania ekspertów z dziedziny bankowości, audytorów, doradców finansowych, podatkowych i prawnych, co wiąże się ze znacznymi kosztami. Do kosztów tych należą również: koszt utworzenia SPV, koszty nadania ratingu obligacjom (wekslom) sekurytyzacyjnym, koszty ekspertyz, koszty zabezpieczeń wykupu papierów wartościowych i inne. W związku z tym może być konieczne łączenie aktywów kilku JST w jednym procesie sekurytyzacji.

Problemem w wykorzystaniu sekurytyzacji przez jednostki samorządu terytorialnego może się okazać niekorzystne otoczenie prawne. Mimo upoważnienia zawartego w ustawie o funduszach inwestycyjnych do dokonywania sekurytyzacji praktyka pokazuje, że samorządy nie korzystają z takiej możliwości (Bucholski, 2012, s. 98).

Techniki sekurytyzacyjne powinny być stosowane przez samorządy ostrożnie i zgodnie ze ściśle określonym celem, inaczej ich efekt może okazać się przeciwny do zamierzonego. Szczególnie ostrożnie należy korzystać z sekurytyzacji w mocno zadłużonych miastach, w sytuacji, gdy wpływy z tej operacji refinansują ekspansywny program wydatków publicznych. Wówczas w krótkim czasie następuje poprawa płynności, lecz po zużyciu nadzwyczajnych wpływów sekurytyzacyjnych i przy braku możliwości posiłkowania się w przyszłości określonymi przychodami budżetowymi ich pozycja fiskalna wyraźnie się pogorszy. Wyjątek stanowi sytuacja, w której sekurytyzacją objęte są przyszłe dochody z inwestycji, która będzie dopiero realizowana. Nie nastąpi wówczas uszczuplenie przychodów budżetowych w przyszłości, gdyż bez inwestycji nie pojawiłyby się takie przychody.

Jednostki samorządu terytorialnego planując proces sekurytyzacji, powinny dokonać dokładnej analizy ryzyka, kosztów i prognozowanych przepływów finansowych. Jeśli koszty będą większe niż ewentualna nadwyżka, to zamiast poprawy nastąpi pogorszenie sytuacji finansowej. Sekurytyzacja będzie opłacalna, jeśli środki pozyskane w ten sposób zrekompensują koszty i utracone dochody.

Jednostki samorządu terytorialnego nie wykorzystywały jeszcze emisji obligacji sekurytyzacyjnych zabezpieczonych wydzielonymi aktywami (wierzytelnościami). Złożyło się na to kilka powodów. Sekurytyzacja nie jest konkurencyjna w stosunku do innych form pozyskiwania środków. Wysokie koszty nie sprzyjają poprawie sytuacji finansowej samorządów, gdyż sekurytyzacja nie powoduje zmniejszenia długu, ale jego ukrycie. Ponadto rozwiązania prawne regulujące sekurytyzację mogą ulec zmianie, dlatego lepiej skorzystać z innych znanych już form finansowania, jak partnerstwo publiczno-prywatne czy obligacje przychodowe, których status prawny jest zdecydowanie bardziej klarowny.

Samorządy będą doświadczały stałego zapotrzebowania na kapitał długoterminowy. Wobec ustawowych ograniczeń zadłużania się oraz wymogów zaangażowania kapitałów własnych w przypadku realizacji projektów unijnych będą poszukiwały nowych instrumentów finansowania, takich jak sekurytyzacja. Częstsze wykorzystywanie sekurytyzacji aktywów jako alternatywnego środka pozyskiwania kapitałów przez jednostki samorządu terytorialnego spowoduje standaryzację procesu sekurytyzacji, jego uproszczenie i systematycznie obniżanie kosztów.

Podsumowanie

W związku z wprowadzeniem nowego zindywidualizowanego limitu zadłużenia jednostki samorządu terytorialnego poszukują nowych niestandardowych źródeł finansowania inwestycji. Sekurytyzacja może być korzystnym instrumentem finansowym wykorzystywanym do prowadzenia polityki finansowej przez samorządy. Umożliwia ona zarządzanie płynnością finansową, płynnością aktywów oraz zarządzanie samymi aktywami.

Istnieją również bariery stosowania sekurytyzacji przez jednostki samorządu terytorialnego, w tym prawne, związane z brakiem ustawowych regulacji tego procesu, co zwiększa ryzyko prawne. Ustawowa regulacja sekurytyzacji wcale nie musi przyczynić się do zwiększenia zastosowania sekurytyzacji przez władze samorządowe. Może spowodować, tak jak w przypadku partnerstwa publiczno-prywatnego, zahamowanie ich wykorzystania ze względu na rozwiązania wymuszające długotrwałą procedurę w oparciu o prawo zamówień publicznych oraz znaczne koszty.

Biorąc pod uwagę korzyści i bariery związane z wykorzystaniem sekurytyzacji przez samorządy, to pomimo zapotrzebowania na kapitał wydaje się, że z tej formy finansowania mogą korzystać głównie duże gminy miejskie i miasta na prawach powiatu. Ze względu na duże koszty związane z procesem sekurytyzacja może być opłacalna jedynie

przy pozyskaniu znacznych środków finansowych na inwestycje o dużej wartości. Może to spowodować rozwój sekurytyzacji zwłaszcza w warunkach rosnącego zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego, gdyż instrument ten nie zwiększa długu. Natomiast w małych gminach wiejskich, które najbardziej potrzebują nowych źródeł finansowania, zastosowanie sekurytyzacji ze względu na koszty jest nieopłacalne. Instrument ten mógłby być wykorzystywany przez mniejsze gminy jedynie wówczas, gdy po przeprowadzeniu kilku procesów sekurytyzacji zostaną wypracowane procedury, które znacząco obniżą koszty tego procesu.

Bibliografia

Balcerowicz-Szkutniak, M., Lawędziak, B., Szkutniak, W., Wolny-Dominiak, A., Zakrzewska-Derylak, B. (2009). *Ryzyko zobowiązań i działań w inwestycjach gospodarczych oraz ubezpieczeniowych. Aspekt modelowania i oceny sekurytyzacji ryzyka*. Katowice: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach.

Bielawska, A. (2008). Sekurytyzacja jako technika refinansowania przedsiębiorstwa. *Zeszyty Naukowe Wydziału Nauk Ekonomicznych Politechniki Koszalińskiej*, *12* (s. 161–169). Koszalin: Wydawnictwo Politechniki Koszalińskiej.

Bucholski, R. (2012). Zasada samodzielności finansowej a pozyskiwanie środków finansowych przez jednostki samorządu terytorialnego na rynku kapitałowym. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska*, *46*, sectio H Oeconomica (s. 90–100). Lublin: Wydawnictwo UMCS w Lublinie.

Clist, A. (1999). Zasady sekurytyzacji. W: J. Zombirt (red.), *Perspektywy rozwoju sekurytyzacji w Polsce. Warunki efektywnego wykorzystania nowego instrumentu finansowania działalności*. Warszawa: Warszawski Instytut Bankowości, Międzynarodowa Szkoła Bankowości i Finansów.

Dawidowicz, D. (2014). Alternatywne sposoby finansowania jednostek samorządu terytorialnego w Polsce. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, *841. Ekonomiczne Problemy Usług*, *115* (s. 33–50). Szczecin, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.

Dusza, D. (2012). *Nowe źródło pozyskiwania funduszy*. Pobrane z: http://www.wspolnota.org.pl/aktualnosci/aktualnosc/nowe-zrodlo-pozyskiwania-funduszy/ (2016).

Kreczmańska-Gigol, K. (2009). Światowy kryzys finansowy a perspektywy rozwoju sekurytyzacji aktywów w Polsce. *Zeszyt Naukowy Kolegium Zarządzania i Finansów*, *95* (s. 9–19). Warszawa.

Mituś, A. (2014). Sekurytyzacja i jej uregulowanie w przepisach prawa krajowego – zarys problematyki. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, *362* (s. 286–299). Wrocław: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.

Półtorak, B. (2007). *Sekurytyzacja kredytu hipotecznego na podstawie działalności banków hipotecznych*. Warszawa: CeDeWu.

Pyka, I. (2003). Finansowanie banków przez sekurytyzacją aktywów. W: J. Sikorski (red.), *Banki a rozwój przedsiębiorczości w Polsce*, t. II (s. 137–145). Białystok: Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1303/2013 z dnia 17 grudnia 2013 r.

Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. Prawo wekslowe. DzU 1936, nr 37, poz. 282, z późn. zm.

Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe. DzU 1997, nr 140, poz. 939, z późn. zm.

Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych. DzU 2004, nr 146, poz. 1546, z późn. zm.

SECURITIZATION AS A METHOD OF FINANCING LOCAL GOVERNMENT UNITS

Keywords: securitization, local government units, securitized liabilities.

Summary. This article presents a process of securitization, from a point of view of a local government, the initiator of the process. Securitization is a method of local governments units refinancing based on the use of assets. In Polish legal system there are basically two normative acts which provisions refers to the issue of securitization; the act on investment found and the Banking Law Act. Those acts do not regulate a securitization process as a whole. Securitization as a method of financing of local government units have many benefits. A process of securitization has been discussed as well as a cost of such a process of refinancing. The local governments should take into consideration advantages and disadvantages of this process.

Translated by Dorota A. Hałaburda

Cytowanie

Hałaburda, D.A. (2016). Sekurytyzacja jako forma finansowania jednostek samorządu terytorialnego. *Ekonomiczne Problemy Usług*, *125*, 175–185.