

**Dominika Hadro**

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

## **SEKURYTYZACJA W SEKTORZE PUBLICZNYM**

### **1. Sekurytyzacja sektora finansów publicznych**

Sekurytyzacja sektora finansów publicznych jest to sprzedaż na rynku kapitałowym aktywów należących do rządu, w formie oprocentowanych obligacji opartych na aktywach. Tak jak w przypadku procesów przeprowadzanych przez banki czy duże korporacje, również aktywa w tego typu procesie przekazywane są do SPV (spółki celowej, o minimalnym ryzyku bankructwa), która pod zastaw aktywów emituje papiery wartościowe. Właściwość obligacji opartych na aktywach polega na tym, że kwota stanowiąca nominal oraz oprocentowanie obligacji z założenia jest pokrywana przez przepływy pieniężne generowane przez aktywa oraz że nie zależy w danym momencie od zdolności finansowych inicjatora procesu, czyli w tym wypadku rządu czy innych podmiotów sektora publicznego. Większość walorów emitowanych w tego typu procesach otrzymuje rating AAA dzięki wykorzystaniu niektórych form zabezpieczenia transakcji, takich jak np. nadzabezpieczenie, czyli przekazanie spółce celowej puli aktywów przekraczających wartość następnie emitowanych pod nią obligacji lub wykorzystanie struktury transz podporządkowanych, gdzie pierwsze przepływy środków są przekazywane do transz typu senior, papierów wartościowych o ratingu typu AAA. Tak samo jak w przypadku przedsiębiorstw, również państwo, przekazując aktywa do sekurytyzacji, może następnie otrzymywać wynagrodzenie z tytułu kontroli przepływów generowanych przez nie lub zarządzania sprzedażą nieruchomości (*servicing*).

Bardzo duże znaczenie, czasem fundamentalne, w procesach sekurytyzacji sektora finansów publicznych ma jednak wybór podmiotu, który będzie pełnił funkcję nadzorującą procesem (*servicing*). Często zdarza się, że podmioty przeprowadzające transakcję zlecają wykonanie tej funkcji na zewnątrz. Na przykład w procesie sekurytyzującym wpływy ze sprzedaży nieruchomości cały przebieg procesu sprzedaży nieruchomości jest rozplanowany według biznesplanu, który zawiera

dokładnie określone terminy wystawienia nieruchomości na sprzedaż. Następnie wpływy ze sprzedaży oraz przebieg całego procesu są porównywane z założeniami poczynionymi w biznesplanie.

W Europie po 1999 r. wzrosła gwałtownie liczba procesów sekurytyzacji przeprowadzanych przez podmioty z sektora finansów publicznych, a w 2002 r. ABS z tytułu sekurytyzacji rządowych, denominowane w euro, stanowiły największą wartość emisji papierów wartościowych opartych na aktywach. W bilansach rządów europejskich znajdują się różne typy aktywów: od państwowych nieruchomości po należności z tytułu ubezpieczeń socjalnych i podatków. Przewiduje się, że coraz częściej technika sekurytyzacji będzie wykorzystywana przez rządy zarówno jako tańsze źródło pozyskania kapitału, jak też jako sposób na usunięcie części aktywów z bilansu, co może się przyczynić do redukcji zadłużenia w przypadku niektórych rządów [5].

## **2. Rynek przeprowadzonych procesów sekurytyzacji przez europejskie podmioty sektora finansów publicznych**

Podczas gdy RMBS stanowią największą część rynku papierów wartościowych emitowanych w procesach sekurytyzacji prywatnych podmiotów, transakcje w sektorze publicznym charakteryzuje dynamiczny rozwój papierów wartościowych typu ABS. Sektor finansów publicznych często przeprowadza transakcje sekurytyzacji w sposób kreatywny, w celu poprawy płynności oraz zdywersyfikowania źródeł pozyskania kapitału.

Włochy jak dotąd są najbardziej aktywnym i innowacyjnym krajem europejskim w przeprowadzaniu transakcji. Od 1999 r. zostało przeprowadzonych 12 transakcji na łączną wartość wyemitowanych papierów wartościowych 42 247 mln euro. Agencje z włoskiego sektora publicznego sekurytyzują różnego typu aktywa, od niespłacanych kredytów, należności z tytułu ubezpieczeń społecznych po przyszłe wpływy z loterii Lotto, pożyczek indywidualnych i pożyczek na prowadzenie badań [6]. Krajami, których rządy także stosują technikę sekurytyzacji, są: Grecja, Austria, Finlandia.

We wprowadzonej przez rząd włoski ustawie dotyczącej sekurytyzacji<sup>1</sup> Ministerstwo Ekonomii i Finansów również zawarło paragrafy pozwalające na przeprowadzenie sekurytyzacji aktywów zarówno „bezpiecznych”, jak i tych o podwyższonym poziomie niepewności spłaty przez podmioty sektora finansów publicznych.

Republika Grecji jest kolejnym państwem, które dość często przeprowadza rządowe sekurytyzacje, ale pozostaje daleko za włoskim rządem, jeśli chodzi o liczbę przeprowadzanych procesów. Także sam proces przeprowadzany w Grecji różni się od procesu włoskiego, biorąc pod uwagę zabezpieczenie transakcji – w Grecji wykorzystują jako zabezpieczenie gwarancje rządowe, podczas gdy we

---

<sup>1</sup> Ustawa 130/1999, wprowadzona w kwietniu 1999 r.

Włoszech stosuje się standardowe zabezpieczenia wewnętrzne (nadzabezpieczenie, transze podporządkowane). Te różne sposoby zabezpieczania transakcji powodują, że najwyższy rating, jaki mogą osiągnąć papiery wartościowe emitowane w greckich procesach, nie może być wyższy niż długoterminowy rating państwa greckiego<sup>2</sup>. Również zmiany wartości ratingu państwa greckiego mają bezpośredni wpływ na wartość jego papierów wartościowych.

### **3. Cel przeprowadzania sekurytyzacji w sektorze finansów publicznych**

Główna przyczyna, dla której podmioty sektora finansów publicznych zdecydowały się na przeprowadzanie procesów sekurytyzacji, to obowiązek przestrzegania postanowień w Traktacie z Maastricht ustanawiającym Unię Europejską (TWE). Zgodnie z art. 104 i 121 tegoż Traktatu, protokołem w sprawie kryteriów konwergencji do art. 121 TWE oraz protokołem w sprawie procedury nadmiernego deficytu, dokonywana przez Komisję Europejską (KE) i Europejski Bank Centralny (EBC) ocena osiągnięcia przez kraj członkowski wysokiego stopnia nominalnej konwergencji następuje na podstawie [1]:

- kryterium inflacji, które przewiduje, że średnia 12-miesięczna rocznych stóp inflacji w danym kraju nie może przekraczać 1,5 pkt procentowego średniej 12-miesięcznej rocznych stóp procentowych inflacji z trzech krajów członkowskich o najbardziej stabilnych cenach,

- kryterium stabilności kursu walutowego, które stanowi, że przez okres co najmniej 2 lat (przed dokonaniem oceny gotowości kraju do członkostwa w strefie euro) wahania kursu waluty krajowej muszą przebiegać w normalnym przedziale czasowym wahań wokół kursu centralnego. Kurs waluty krajowej nie może, w okresie tych dwóch lat, podlegać silnym napięciom, także nie może być (na własny wniosek kraju) dewaluowany w stosunku do żadnej waluty krajów Unii Europejskiej,

- kryterium stopy procentowej, które stanowi, że w okresie jednego roku, poprzedzającego moment dokonywania oceny wypełnienia kryterium, średnia długoterminowa stopa procentowa nie może być wyższa o więcej niż 2 pkt procentowe średniej z analogicznych stóp procentowych w trzech krajach Unii Europejskiej o najbardziej stabilnych cenach,

- fiskalne kryterium konwergencji, które stanowi, że kraj członkowski w momencie dokonywania oceny nie może być objęty procedurą nadmiernego deficytu, w rozumieniu art. 104 TWE.

Obecnie kraje sfery euro indywidualnie realizują zbieżne zadania, tzn. zbalansowany budżet i redukcję zadłużenia w średnio- czy długookresowym horyzoncie czasowym.

---

<sup>2</sup> A1/A/A+ przyznany odpowiednio przez Moody's/S&P/Fitch.

#### **4. Korzyści z tytułu przeprowadzenia sekurytyzacji w sektorze publicznym**

Sekurytyzacja w sektorze finansów publicznych dzięki swojej specyfice ma umożliwić podmiotom tego sektora osiągnięcie wielu korzyści. Analizy dotyczące rachunkowych aspektów procesu poddały pod dyskusję długoterminowość tych korzyści, takich jak [5]:

- proces sekurytyzacji może wpłynąć pozytywnie na płynność finansową i zredukować poziom zadłużenia, tym samym pozwolić na ponowne zadłużenia, może więc pozwolić rządowi osiągnąć cele dotyczące poziomu zadłużenia i/lub wielkości zobowiązań,

- sekurytyzacja aktywów należących do podmiotów publicznych pozwala na poprawę wskaźników zadłużenia od momentu, gdy wpływy z sekurytyzacji znajdują się w bilansie podmiotu,

- transakcja sekurytyzacji może się przyczynić do dywersyfikacji źródeł rządowych zadłużenia. Wysoka wartość i płynność transakcji związanych ze sprzedażą papierów wartościowych opartych na aktywach również pozwalają na poprawę wizerunku rządu włoskiego na międzynarodowym rynku kapitałowym,

- dzięki przekazaniu rządowych aktywów wysoko wyspecjalizowanym przedsiębiorstwom, podmioty publiczne mogą liczyć na poprawę ściągальności należności, dzięki doświadczeniom i technologiom sektora prywatnego. Sekurytyzacja niespłacanych kredytów rządowych może się przyczynić do zmniejszenia wartości portfela zaległych nieściągalnych należności,

- sekurytyzacja może umożliwić rządowi upłynnienie nie płynnych aktywów. Oczywiście, jeżeli jednostki sektora publicznego na szeroką skalę korzystają z innych możliwości upłynnienia aktywów, to np. prywatyzacja nie pozwala w przeciwieństwie do sekurytyzacji na dokładne określenie przepływów generowanych podczas jej realizacji.

Również z punktu widzenia inwestorów finalnych, papiery wartościowe, powstałe w wyniku sekurytyzacji aktywów podmiotów sektora finansów publicznych, są bardzo atrakcyjne. Pozwalają bowiem z jednej strony na dywersyfikację portfela o walory o wysokim ratingu, z drugiej zaś na posiadanie pewnych papierów, ale innych niż korporacyjne ABS czy rządowe obligacje.

#### **5. Problem rachunkowości i elastyczności polityki fiskalnej**

Europejski sektor finansów publicznych poprzez sekurytyzację wpływa na poprawę zarówno wskaźników dotyczących zadłużenia, jak i wskaźników deficytu, a także na zbliżenie się do celów wyznaczonych przez politykę fiskalną i zarządzania długiem. Sekurytyzacja może wpłynąć na poprawę wymienionych wskaźników, jeżeli podmioty sektora publicznego prześlą wpływy z tytułu transakcji na do-

chody budżetowe, polepszając tym samym poziom zadłużenia lub zmniejszając deficyt budżetowy. W 2002 r. Eurostat i agencja ratingowa Standard & Poor's przeanalizowali sekurytyzację sektora publicznego, upewniając się, że wpływa ona pozytywnie na zmniejszenie deficytu budżetowego oraz pozwala na uzdrowienie polityki fiskalnej w krajach, gdzie jest przeprowadzana.

W 2002 r. Eurostat opublikował decyzje [2] dotyczące rodzajów sekurytyzacji sektora publicznego, które należy kwalifikować, ze względu na wyliczenia dotyczące długu i deficytu budżetowego, jako transakcje pozabilansowe. Spowodowało to konieczność przeklasyfikowania niektórych transakcji jako bilansowych, tym samym ograniczając korzyści wynikające z procesu jako transakcji pozabilansowych. Jednocześnie decyzje Eurostatu przyczyniły się do przejrzystości w sferze rachunkowości transakcji, co z pewnością jest pozytywnym zjawiskiem dla sektora publicznego. Ogólnie wytyczne Eurostatu można przedstawić w następujący sposób [2]:

- sekurytyzacja przyszłych przepływów, gdzie SPV nie może kontrolować generowania tych przepływów, jest traktowana jako pożyczka rządowa,

- transakcje, w których obecne są gwarancje rządowe dla SPV, nie są kwalifikowane jako transakcje przenoszące ryzyko, z tego też powodu taki rodzaj transakcji pomiędzy podmiotem sektora publicznego a SPV jest kwalifikowany jako transakcja bilansowa w formie pożyczki rządowej,

- jeżeli wartość puli aktywów (których przepływy są odroczone) przekazanych do transakcji stanowi więcej niż 15% rynkowej wartości puli, to wówczas taką transakcję traktuje się jako transakcję o niewystarczającym transferze ryzyka, co powoduje, że jest traktowana jako transakcja bilansowa, w formie pożyczki rządowej (a nie jako sprzedaż aktywów),

- aby transakcja sekurytyzacji pomiędzy podmiotami sektora publicznego a SPV była zakwalifikowana jako transakcja pozabilansowa ze sprzedażą aktywów, wartość transakcji musi zostać zaewidencjonowana jako transakcja kasowa w momencie przeprowadzenia procesu. Wszystkie późniejsze płatności mogą zostać zrealizowane w późniejszym terminie, ale pod warunkiem że będą to przepływy środków pieniężnych.

Po opublikowaniu wytycznych przez Eurostat można zauważyć wiele zmian strukturalnych w procesie sekurytyzacji, takich jak np. wzrost liczby procesów, w których sekurytyzuje się portfele aktywów o niższej wartości i o wydłużonym terminie zapadalności, czego powodem jest wymóg agencji ratingowych co do obecności transzy *mezzanine*, zamiast stosowania nadzabezpieczenia (założenie o 15% wartości puli aktywów). Z tych samych powodów zauważa się tendencję do sekurytyzowania aktywów o lepszej jakości, dzięki czemu podmioty sektora publicznego unikają wymogu zewnętrznego zabezpieczenia (np. zabezpieczenia kredytowego) transakcji, emitując transakcje *mezzanine*.

Standard & Poor's twierdzi, że sekurytyzacja aktywów nie wpływa w sposób zasadniczy na polepszenie elastyczności polityki fiskalnej podmiotów sektora pub-

licznego<sup>3</sup>. Według S&P wykorzystanie sekurytyzacji jako sposobu na zmniejszenie długu w początkowej fazie ma pozytywny wpływ na elastyczność polityki fiskalnej. Jednak istnieje duże prawdopodobieństwo, że sekurytyzacja może wpłynąć na podwyższenie niewypłacalności podmiotów sektora publicznego, jeśli znacząca wartość rządowych aktywów zostanie poddana procesowi sekurytyzacji, co wiąże się z brakiem możliwości spłaty przepływami z tych aktywów nieprzewidzianych wydatków. Należy również podkreślić, że jak do tej pory rynek sekurytyzacji nie jest na tyle duży, aby miał znaczący wpływ na wypłacalność podmiotów sektora publicznego. Koszty związane z pozyskaniem kapitału w drodze procesu sekurytyzacji mogą mieć zły wpływ na elastyczność polityki fiskalnej, dopóki będą się one pojawiać w formie wydatków publicznych, z jednoczesnym brakiem redukcji kosztów obsługi długu z powodu utrzymania wartości długu na tym samym poziomie. S&P określa sekurytyzację nie jako proces, w wyniku którego państwo może uzdrowić politykę fiskalną, lecz jako jedną z możliwości finansowania [5].

## 6. Podsumowanie

Również w polskim prawie bankowym ustawy dotyczące przeprowadzania procesu sekurytyzacji przewidują możliwość przeprowadzania procesu przez podmioty z sektora publicznego. Istnieje więc możliwość, że technika ta rozwinie się w Polsce, dostosowując założenia procesu do specyficznych potrzeb istniejących na terenie naszego kraju. Przykład państwa włoskiego pokazuje, że sekurytyzacja pozabilansowa w sposób zasadniczy wpływa na redukcję poziomu zadłużenia państwa. Jednak nowe wytyczne Eurostatu dotyczące rachunków narodowych ograniczają możliwości zakwalifikowania transakcji jako pozabilansowych oraz środków pieniężnych z tytułu transakcji jako przepływów. Rząd włoski, stosując się do rozporządzenia Eurostatu<sup>4</sup> z dnia 3 lipca 2002 r. (*Securitisation operations undertaken by general government*), musiał przeprowadzić zmiany księgowe w rachunkach narodowych dotyczące przepływów środków z tytułu sekurytyzacji, co miało negatywny wpływ na relację deficyt/PKB, poczynając od 2001 r. [3].

## Literatura

- [1] *Ekonomiczne uwarunkowania w strefie euro*, www.mfgov.pl, marzec 2006.
- [2] *ESA95 Manual on Governmental Deficit and Debt. Securitisation Operations Undertaken by General Government* (part V), European Commission, 2003.

---

<sup>3</sup> Odpowiedni stopień szybkości i skali reakcji polityki fiskalnej na potencjalne szoki asymetryczne.

<sup>4</sup> Zmiany dotyczące procesów już przeprowadzonych oraz planowanych.

- 
- [3] *I Documenti Programmatici. Ruolo, Strutture, Processi e Strumenti del MEF*, Ministero Dell'Economia e Delle Finanze, Marzo 2006.
- [4] *Securitisation Operations Undertaken by General Government*, Eurostat, 3 July 2002.
- [5] *The Handbook of European Structured Financial Products*, red. F.J. Fabozzi, M. Choudry, John Wiley & Sons Inc., USA 2004.
- [6] Settepani A., Ravera F., *Spotlight on Italian Government Securitisation*, Report FitchRatings, 22. February 2006.

## SECURITISATION IN PUBLIC SECTOR

### Summary

The article presents the securitisation operation in public sector, which nowadays becomes more and more popular transaction in European countries. The analysis confirms that the proper conducted securitisation process by entities from public sector can have a fundamental influence on executing the resolves of Maastricht Treaty.