

Aurelia Bielawska\*

## **SEKURYTYZACJA JAKO TECHNIKA REFINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTWA**

*Zarys treści:* W artykule przedstawiono proces sekurytyzacji należności z punktu widzenia przedsiębiorstwa, inicjatora tego procesu. Sekurytyzacja to technika refinansowania przedsiębiorstwa dokonywana w oparciu o jego aktywa. Metoda ta może być realizowana w formie tzw. sekurytyzacji tradycyjnej i sekurytyzacji syntetycznej. W artykule określono podstawowe cechy obu form sekurytyzacji i przedstawiono wpływ każdej z tych form refinansowania na rating przedsiębiorstwa. Przedstawiono również warunki jakie muszą spełniać aktywa poddane sekurytyzacji. Wskazano także spodziewane koszty takiego procesu refinansowania. W zakończeniu przedstawiono wady i zalety sekurytyzacji dla jej inicjatora.

*Słowa kluczowe:* sekurytyzacja, inicjator, należności, spółka specjalnego przeznaczenia (SPV), emisja papierów dłużnych przedsiębiorstwa (ABS), ryzyko, inwestorzy.

Kredyt handlowy jako instrument pozyskiwania nabywców zyskuje na popularności we wszystkich krajach Europy. Efektem takiej polityki handlowej jest m.in. wzrost należności w strukturze aktywów dostawców, a co za tym idzie zwyżka zapotrzebowania na dodatkowe finansowanie. W związku z nasileniem się konkurencji na rynku zbytu należy oczekiwać, że wartość należności w portfelu przedsiębiorstw będzie coraz wyższa. Dla przedsiębiorstw – kredytodawców stanowi to duże wyzwanie. Tradycyjne sposoby finansowania należności są już niewystarczające, konieczne jest zastosowanie odpowiednich form finansowania alternatywnego. Jedną z takich możliwości jest sekurytyzacja (ABS). Sekurytyzacja pozwala przedsiębiorstwom, pośrednio, pozyskiwać środki na rynku finansowym nawet wówczas, gdy - ze względu na swoją wielkość lub rating - nie mogą tego uczynić w sposób bezpośredni. ABS to proces finansowania złożony i wielowątkowy, a to oznacza również kosztowny. Taką metodę refinansowania mogą stosować tylko przedsiębiorstwa spełniające bardzo wysokie wymagania i dysponujące odpowiednio wyselekcjonowanymi pulami należności.

Celem opracowania jest przedstawienie programu sekurytyzacji jako techniki refinansowania, podstawowych rodzajów tej techniki i wskazanie odmienności ich wpływu na rating przedsiębiorstwa.

---

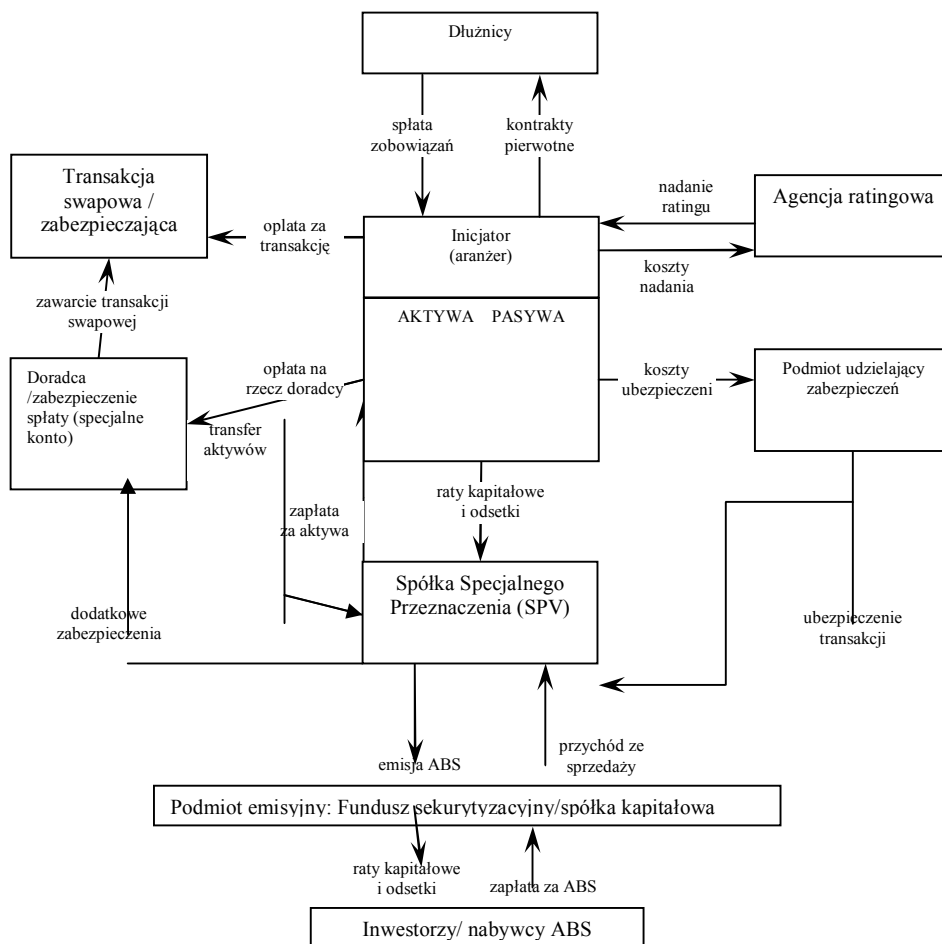
\* Prof. zw. dr hab., Zakład Finansów, Instytut Ekonomii i Zarządzania, Politechnika Koszalińska

## Pojęcie i istota sekurytyzacji

Istotą sekurytyzacji jest wydzielenie z majątku przedsiębiorstwa (inicjatora transakcji), prawne usamodzielnienie i ubezpieczenie zdywersyfikowanej puli najlepiej homogenicznych aktywów oraz ich sprzedaż na rynku finansowym w formie papierów wartościowych, niezależnie od ich wcześniejszego właściciela. Sekurytyzowane należności („Asset-Backed“) stanowią zabezpieczenie („Securities“) papierów wartościowych plasowanych na rynku finansowym i oferowanych inwestorom instytucjonalnym. ABS jest również sposobem na zmniejszenie ryzyka finansowego inicjatora, co jest szczególnie istotne ze względu na coraz ostrzejsze wymagania banków - odnośnie do zarządzania ryzykiem kredytobiorców - wynikające z implementacji Nowej Umowy Kapitałowej.

Technika ABS zrodziła się, w latach siedemdziesiątych ubiegłego wieku, na gruncie amerykańskiego systemu finansowego. Na kontynencie europejskim pojawiła się po raz pierwszy na Wyspach Brytyjskich w roku 1987; gdzie dokonano sekurytyzacji kredytów hipotecznych. Następnie ten sposób refinansowania został zastosowany we Francję, Belgię, Hiszpanię, Niemczech, Szwecji, Włoszech. W Polsce pierwszy program sekurytyzacji aktywów uruchomiono w 1999.

Sekurytyzacja to nowoczesna technika refinansowania, w ramach której zdywersyfikowana pula aktywów wraz z generowanymi przez nie strumieniami pieniężnymi zostaje wyizolowana z bilansu podmiotu gospodarczego (inicjatora transakcji), zabezpieczona dzięki wewnętrznym lub zewnętrznym technikom oraz prawnie usamodzielniona w spółce celowej tzw. *spółce specjalnego przeznaczenia (SPV)*. SPV następnie refinansuje zakupioną pulę aktywów poprzez emisję papierów dłużnych na krajowych i (lub) międzynarodowych rynkach finansowych. Spółka celowa musi być podmiotem niezależnym od inicjatora, oznacza to, że inicjator nie może rozporządzać majątkiem SPV. SPV nie może ponosić odpowiedzialności za zobowiązania żadnego innego podmiotu, nie może również angażować się w działalność inną niż odnosząca się do zarządzania majątkiem będącym przedmiotem sekurytyzacji. Spółka celowa nie może być powiązana kapitałowo bądź organizacyjnie z inicjatorem transakcji, co oznacza, iż inicjator nie może być w sposób pośredni lub bezpośredni akcjonariuszem bądź współlnikiem, jak również inicjator nie może nabywać jakichkolwiek papierów obligacyjnych uprawniających do zamiany na akcje lub udziały spółki celowej. Zakaz powiązań organizacyjnych pomiędzy *spółką specjalnego przeznaczenia* a inicjatorem odnosi się przede wszystkim do łączenia funkcji w zarządach lub w radach obu instytucji. Przedmiotem działalności tak zorganizowanej spółki SPV może być wyłącznie nabywanie wierzytelności, emisja papierów wartościowych oraz wykonywanie czynności z tym związanych.



Rys. 1 Schemat transakcji sekurytyzacji

Fig. 1 Securitization Transactions Pattern

Źródło: opracowanie własne na podstawie Reksa Ł. *Sekurytyzacja wierzytelności na rynkach międzynarodowych*, „Bank i Kredyt”, luty 2004, s. 59 – 70.

Source: Authors based on data from Reksa Ł. *Sekurytyzacja wierzytelności na rynkach międzynarodowych*, „Bank i Kredyt”, luty 2004, s. 59 – 70.

W ramach transakcji ABS podmiot, którym może być podmiot prowadzący działalność gospodarczą, jednostka samorządu terytorialnego bądź związek samorządowy. Przedsiębiorstwo, instytucja finansowa, skarb państwa lub jednostka samorządu terytorialnego - zwany *inicjatorem*, *aranżerem* lub *originator* - zainteresowany sprzedażą puli swoich należności i pozyskaniem dzięki temu środków z rynku finansowego sprzedaje aktywa *spółce specjalnego*

*przeznaczenia* (SPV). Na ich podstawie SPV – lub na jej zlecenie odrębny podmiot - emituje dłużne papiery komercyjne i sprzedaje je na rynku finansowym. Środki uzyskane ze sprzedaży tych papierów przeznaczone są na spłatę zobowiązania wobec *inicjatora* programu. Inicjator po uzyskaniu wpływów z emisji dokonuje transferu aktywów na rzecz SPV. Szczegółowy przebieg programu jest zawsze dostosowywany do indywidualnych cech uczestników tego procesu i specyfiki sekurytyzowanych aktywów. Charakteryzując program sekurytyzacji można więc wskazać tylko najczęściej występujące elementy tej transakcji. Elementy te przedstawione zostały na rysunku 1.

Schemat transakcji sekurytyzacji przedstawiony na rysunku 1 obejmuje następujące etapy:

1. Udzielenie odbiorcom kredytu kupieckiego przez *inicjatora* sekurytyzacji, następstwem jest powstanie należności,
2. Opracowanie programu emisji papierów wartościowych,
3. Określenie zasad doboru aktywów i wydzielenie puli należności przeznaczonych do sprzedaży i refinansowania na rynkach finansowych,
4. Uzyskanie przez *inicjatora* transakcji pozytywnej oceny ratingowej aktywów przeznaczonych do sekurytyzacji - należności poddawane są ocenie ratingowej, w celu sformułowania wymogów zabezpieczenia emitowanych papierów wartościowych (ABS). Korzystnie na ocenę ratingową wpływa duża dywersyfikacja dłużników, jak również znaczne ich zróżnicowanie odnośnie do branży, lokalizacji, wielkości przedsiębiorstwa, czyli na rating pozytywnie wpływają wszystkie czynniki zmniejszające ryzyko portfela należności
5. Zawarcie umowy z doradcą – doradca może być zobowiązany do zaprojektowania i obsługi całej transakcji łącznie z utworzeniem SPV, przejęciem akcji SPV, obsługi płatności z tytułu wyemitowanych ABS oraz bieżącej kontroli, doradca otrzymuje spłatę zobowiązań od dłużników i transferuje je w zabezpieczenia wobec inwestorów (nabywców ABS).
6. Dodatkowym zabezpieczeniem transakcji, na wypadek nie wykupienia wierzycelności przez dłużników inicjatora, jest otwarcie specjalnego konta, na które *inicjator* przelewa środki pieniężne. Bezpośredni dostęp do konta ma spółka celowa, a zarząd nad kontem sprawuje doradca. Środki na tym koncie pochodzą zarówno od *inicjatora*, jak i od spółki specjalnego przeznaczenia, ponadto pochodzą z nadwyżki finansowej stanowiącej różnicę między przychodem ze sprzedaży wierzycelności, a kosztami ich refinansowania.
7. Utworzenie *spółki specjalnego przeznaczenia* (SPV); po zakończeniu przygotowań i zawarciu odpowiednich porozumień ze wszystkimi stronami transakcji dochodzi do emisji sekurytyzowanych papierów wartościowych (ABS), które plasowane są na rynku finansowym;

8. Przychody ze sprzedaży ABS podmiot emisyjny przekazuje spółce specjalnego przeznaczenia (SPV).

## Rodzaje transakcji sekurytyzacji

Transfer aktywów może mieć charakter *rzeczywistej sprzedaży* (ang. true sale) – sekurytyzacji tradycyjnej - lub syntetycznej. *Sekurytyzacja tradycyjna* ma charakter pozabilansowy co oznacza, że ryzyko związane z transferowanymi aktywami zostaje *wyprowadzone* z portfela *inicjatora* transakcji i oddzielone od ryzyka pozostałej części jego majątku. Skutkiem takiego rozwiązania jest wyłączenie z bilansu *inicjatora* zarówno sekurytyzowanych aktywów, jak i odpowiadających im przepływów finansowych. Płatności na rzecz inwestorów zależą od obsługi określonych ekspozycji bazowych, nie są one natomiast zobowiązaniami *inicjatora*. Dzięki temu *inicjator* ma możliwość pozyskania środków finansowych po niższym koszcie Transfer sekurytyzowanych aktywów następuje wraz ze wszystkimi związanymi z nimi rodzajami ryzyka, wpływami, ubezpieczeniami oraz zabezpieczeniami prawnymi. Usunięcie aktywów z bilansu *inicjatora* może poprawić wskaźniki np. ROA, a w niektórych przypadkach także ROE. Program ABS uwalnia także kapitał potrzebny do finansowania kolejnych projektów. Sekurytyzacja tradycyjna korzystnie wpływa również na rating przedsiębiorstwa, co oznacza kolejną możliwość obniżenia kosztu pozyskiwanego kapitału.

*Sekurytyzacja syntetyczna* występuje wówczas, gdy podmioty gospodarcze transferują ryzyko wyodrębnionego portfela aktywów na SPV za pomocą instrumentów pochodnych lub gwarancji. Na SPV zostaje przeniesione jedynie prawo do części lub całości pożytków wynikających z sekurytyzowanych wierzytelności. Transfer obejmuje tylko ryzyko kredytowe związane z daną pulą aktywów, natomiast aktywa bazowe nie opuszczają bilansu *inicjatora*, stąd nazwa tego programu *sekurytyzacja bilansowa*. Do grona podmiotów *kupujących ryzyko* należą przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe, przedsiębiorstwa reasekuracyjne, fundusze hedgingowe oraz przedsiębiorstwa zarządzające aktywami. Ta forma sekurytyzacji zwiększa sumę bilansową *inicjatora*. Ponadto przyczynia się do pogorszenia struktury kapitału oraz obniżenia stopy zwrotu z aktywów (ROA). Wpływa więc niekorzystnie na rating przedsiębiorstwa. Pierwszą transakcją sekurytyzacji syntetycznej aktywów przeprowadzoną w Europie Środkowo-Wschodniej była transakcja dokonana z inicjatywy Raiffeisen Bank Polska S.A.

## Prawne Regulacje Sekurytyzacji

Zasadniczym aktem prawnym normującym proces sekurytyzacji w Polsce

jest ustawa o funduszach inwestycyjnych<sup>1</sup> z dnia 27 maja 2004 r., wprowadzająca nowy typ funduszu inwestycyjnego – fundusz sekurytyzacyjny.

Fundusz sekurytyzacyjny to szczególny typ funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Dokonuje on emisji papierów dłużnych w celu zgromadzenia środków pieniężnych na nabycie wierzytelności bądź praw do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności, które zostaną poddane sekurytyzacji. Umowa zawarta pomiędzy inicjatorem sekurytyzacji a funduszem sekurytyzacyjnym zobowiązuje do przekazania wszystkich świadczeń otrzymanych przez *inicjatora* lub uprawnionego z sekurytyzowanych wierzytelności na rzecz funduszu. Z kolei zaspokojenie roszczeń inwestorów z tytułu nabytych przez nich ABS następuje z wpływów uzyskanych ze spłaty (lub przymusowego zaspokojenia roszczeń) nabytej puli wierzytelności.

Od czasu wejścia w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r. rozwój polskiego rynku ewoluje w kierunku sekurytyzacji wierzytelności bankowych realizowanych z udziałem funduszu.

Drugim aktem prawnym normującym sekurytyzację jest Prawo Bankowe. Ustawa Prawo Bankowe<sup>2</sup> - w brzmieniu nadanym nowelizacją z dnia 26 stycznia 2006 roku - stanowi, iż funkcję *spółki specjalnego przeznaczenia (SPV)* i podmiotu emisyjnego może pełnić spółka kapitałowa lub fundusz sekurytyzacyjny. Fundusz sekurytyzacyjny, w odróżnieniu od spółki kapitałowej, tworzony jest nie tylko w celu obsługi procesu ABS, z którego główną korzyść czerpie *inicjator*, ale jest podmiotem inwestującym w określony pakiet wierzytelności w celu osiągnięcia zysku w związku z wykonywaniem swoich statutowych zadań.

## **Pula należności**

Wartość sekurytyzowanych aktywów powinna wynosić, według ocen prezentowanych w literaturze niemieckiej, co najmniej 20 milionów euro; w Polsce znane są przypadki sekurytyzacji puli należności *mniejszej wartości*. Pozyskiwanie kapitału drogą sekurytyzacji jest procesem złożonym i kosztownym. Na koszty związane z przeprowadzeniem transakcji składają się: koszt utworzenia SPV w formie spółki kapitałowej, w przypadku wyboru formy spółki akcyjnej konieczne jest zainwestowanie co najmniej 500 tys. zł na kapitał zakładowy, a w przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialnością co najmniej 50 tys. zł, koszty doradztwa prawnego - około 60 tys. zł., koszt ustalenia noty ratingowej około 100 tys. zł rocznie (według standardów europejskich wszystkie programy ABS podlegają reratingowi co 12 -18

---

<sup>1</sup> Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, wprowadzona w życie z dniem 1 lipca 2004 r.

<sup>2</sup> Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe. Dz. U. z 2002 r. nr 72, poz. 665, z późn. zm., art. 92a ust. 3.

miesiący, koszt reratingu jest zazwyczaj niższy niż koszt ratingu, ale również uznawany jest za kosztowny), następnie należy uwzględnić premię odsetkową płaconą inwestorom nabywającym papiery wartościowe.<sup>3</sup> Sekurytyzacja jest kosztownym procesem i dlatego zbyt mała pula aktywów mogłaby – ze względu na koszty jego organizacji - nie zostać zaakceptowana przez rynek. Inicjator musi więc dysponować portfelem wierzytelności o odpowiednio wysokiej wartości, aby móc uplasować na rynku odpowiednią wartość aktywów.

W przypadku transakcji ABS przeprowadzanych na rynkach europejskich najczęściej wymieniane są kwoty przekraczające 100 mln USD. Z kolei, według amerykańskich standardów, wielkości te powinny wahać się w przedziale od 100 do 500 mln USD. Transakcja o niższym wolumenie byłaby nieopłacalna. W praktyce problem ten został częściowo rozwiązany. Przedsiębiorstwa z mniejszym portfelem wierzytelności np. MŚP mogą skorzystać z programu *Multiseller (Multiseller Conduits)*, w którym należności kilku podmiotów łączone są we wspólną pulę. W takim przypadku koszty transakcji zostają zmniejszone przez odpowiednie ich rozłożenie między poszczególnych uczestników. Allgemeine Kredit Coface – Deutschland (AK Coface - Deutschland) oferuje program sekurytyzacji tradycyjnej *Multiseller* zwany MABS (ABS für Mittelstand) dla przedsiębiorstw dysponujących pulą należności od 10 do 50 milionów euro. Małym przedsiębiorstwom nie spełniającym warunków uczestniczenia w MABS proponowany jest program *EuReFin (European Receivables Financing)*. Program *EuReFin* oferowany jest przez specjalną spółkę celową (SPV) założoną w Dublinie przez Gerling NCM, znaną przedsiębiorstwę zajmującą się m.in. ubezpieczeniem kredytów. Z tego programu mogą korzystać przedsiębiorstwa dysponujące pulą należności od 5 do 60 milionów euro; jest to transakcja rewolwingowa polegająca na stałym przekazywaniu przez inicjatora programu wierzytelności krótkoterminowych SPV.

Jeżeli uwzględnimy, że jednym z warunków zaliczenia przedsiębiorstwa do *małych* jest uzyskiwanie obrotu rocznego w granicach od 2 do 10 mln euro, a do *średnich* - obrotu od 10 do 50 mln euro to wynika z tego, że refinansowanie w formie ABS może być dostępne również dla *małych i średnich przedsiębiorstw*.

Ponadto dobre zabezpieczenie, np. uzyskanie gwarancji bankowej lub ubezpieczenie wykupu emitowanych papierów wartościowych, podwyższa wprawdzie koszty procesu sekurytyzacji, ale jednocześnie zmniejsza ryzyko

---

<sup>3</sup> A. Janeta, *Strategie płynności finansowej polskich przedsiębiorstw w aspekcie rozwoju rynku krótkoterminowych papierów dłużnych*, praca doktorska, Akademia Ekonomiczna im. Karola Adameckiego w Katowicach, Katowice 2008, s. 102.

inwestorów; stanowi więc zachętę do zakupu ABS, stając się argumentem dla obniżenia stóp zwrotu (rentowności) oczekiwanych przez ich nabywców.

**Zalety sekurytyzacji dla inicjatora procesu:**

- środki finansowe uzyskane w procesie sekurytyzacji stanowią alternatywne instrumenty finansowania bieżącej działalności operacyjnej,
- wpływają korzystnie na strukturę bilansu,
- ograniczają ryzyko kredytowe, ryzyko zmiany stopy procentowej, ryzyko zmiany cen aktywów finansowych, jak również ryzyko walutowe,
- umożliwiają dywersyfikację źródeł i instrumentów finansowania, przyczyniając się do obniżenia kosztów jego pozyskiwania,
- przyczynia się do poszerzenia grupy inwestorów w dwojaki sposób: po pierwsze emisja ABS uniezależnia podmiot gospodarczy od kredytów bankowych, z drugiej strony, elastyczność ABS pozwala na dotarcie do grup inwestorów reprezentujących zróżnicowane - co do terminu, ryzyka i oczekiwanej premii za to ryzyko - preferencje inwestycyjne,
- technika sekurytyzacji nie wymaga ujawnienia danych o *inicjatorze* tego procesu.

**Zagrożenia sekurytyzacji dla inicjatora procesu:**

- nieodpowiednia selekcja aktywów (sprzedaż płynnych aktywów finansowych przynoszących stałą stopę dochodu pozbawia *inicjatora* generowanego przez nie zysku w przypadku korzystnego kształtowania się stopy procentowej);
- w celu uatrakcyjnienia papierów wartościowych emitowanych przez SPV, *inicjator* zmuszony jest do zapewnienia odpowiednich, kosztownych zabezpieczeń,
- poczynienie błędnych założeń na etapie planowania procesu sekurytyzacji (m. in. odnośnie oczekiwań inwestorów, oceny ratingowej, wysokości opłat za czynności pozostałych podmiotów uczestniczących w transakcji) może spowodować, iż sekurytyzacja okaże się metodą nieefektywnego, kosztownego refinansowania.

## Zakończenie

Zalety sekurytyzacji to przede wszystkim obniżenie kosztów pozyskiwania kapitału w porównaniu z finansowaniem klasycznym kredytem bankowym, dywersyfikacja źródeł finansowania, możliwość *pośredniego* pozyskiwania finansowania na rynku poprawia image przedsiębiorstwa, poprawa struktury aktywów może podwyższyć rating przedsiębiorstwa i spowodować obniżenie kosztów pozyskiwania kapitału z innych źródeł, to również możliwość wydłużenia terminu zapłaty co może zwiększyć konkurencyjność *inicjatora* jako dostawcy. Wadą tej formy finansowania jest jej wysoki koszt, wysokie



wymagania wobec *inicjatora* transakcji, jak również odnośnie do samych aktywów.

Warunkiem powodzenia programu ABS jest jego dobre przygotowanie i realizacja co najmniej przez pięć lat. Funkcję pośrednika (doradcy) powinien więc pełnić podmiot mający doświadczenie w organizowaniu transakcji ABS.

## **Bibliografia**

1. Janeta A, *Strategie płynności finansowej polskich przedsiębiorstw w aspekcie rozwoju rynku krótkoterminowych papierów dłużnych*, praca doktorska, Akademia Ekonomiczna im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2008. B. Półtorak, *Sekurytyzacja kredytu hipotecznego*, Wydawnictwo fachowe Cedetu, Warszawa 2005,
2. Korzak M, *Sekurytyzacja – regulacje w polskim systemie prawnym*, „Rynek Terminowy”, nr 3/2003,
3. Reksa Ł. *Sekurytyzacja wiarytelności na rynkach międzynarodowych*, „Bank i Kredyt”, luty 2004, s. 59 – 70.
4. Zombirt J. *Nowa Umowa Kapitałowa Ewolucja czy Rewolucja CEDEWU . PL* Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2007, s. s. 167 – 190.
5. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe. Dz. U. z 2002 r. nr 72, poz. 665, z późn. zm., Rozdział 8.
6. Ustawa o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r. Dz.U. 2004, nr 146 poz. 1546 z późn. zm.
7. [www. Coface-Gruppe.de](http://www.Coface-Gruppe.de) (25.11.2007)

## **ASSET-BACKED SECURITIES (ABS) AS A METHOD OF COMPANY REFINANCING**

This article presents a process of asset-backed securities of receivables , from the point of view of a company, the initiator of the process. Asset-backed securities is a method of the company refinancing based on the use of assets. It can be carried out in the traditional or synthetic form. The article defines both forms of refinancing and presents the influence of each of them on the company's rating. Conditions of asset-backed securities have been discussed as well as costs of such a process of refinancing. In conclusion advantages and disadvantages of true refinancing for the initiator have been presented.