

# Sekurytyzacja aktywów jako alternatywny sposób finansowania przedsiębiorstw

<https://doi.org/10.33141/po.2005.78.13>

*Piotr Makaruk*

Przeгляд Organizacji, Nr 7/8 (786/787), 2005, ss. 49-53  
[www.przekladorganizacji.pl](http://www.przekladorganizacji.pl)  
Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa (TNOiK)

## Wstęp

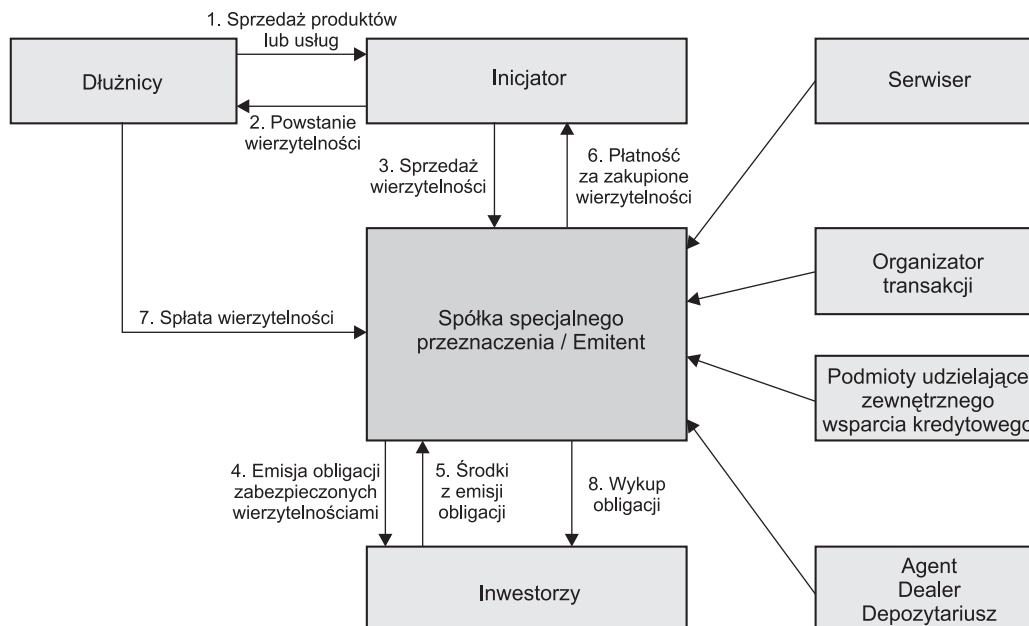
**S**zybko zachodzące zmiany uwarunkowań ekonomicznych, prawnych, technologicznych, rozwój handlu światowego, a także globalizacja rynków powodują, że przedsięwzięcia rozwojowe w zakresie innowacji produktów i usług oraz modernizacja istniejących i pozyskiwanie nowych zdolności wytwórczych stają się krytyczną wartością dla trwałego rozwoju i prosperowania przedsiębiorstwa<sup>1)</sup>. Dynamiczny rozwój podmiotów gospodarczych wymaga znacznych zasobów kapitałowych. K. Poznańska podkreśla, że każde przedsięwzięcie rozwojowe związane jest z nakładami kapitałowymi, a dobór źródeł ich finansowania należy do najbardziej krytycznych decyzji strategicznych w przedsiębiorstwie<sup>2)</sup>.

W przypadku niektórych tradycyjnych źródeł finansowania, a w szczególności kredytu bankowego, występuje często znaczne ryzyko związane z finansowaniem podmiotem, a kredyt bankowy jest drogi lub trudno dostępny. Dlatego w ostatnich latach XX wieku, zarządy przedsiębiorstw w wielu krajach rozwiniętych rozpoczęły intensywne poszukiwania sposobów finansowania pozwalających na uniezależnienie się od kompleksowego ryzyka kredytowego. Jednym z takich sposobów jest sekurytyzacja aktywów przedsiębiorstwa.

Celem artykułu jest przedstawienie koncepcji sekurytyzacji aktywów jako nowatorskiego systemu finansowania przedsięwzięć rozwojowych w przedsiębiorstwie. Autor koncentruje swoją uwagę na definicji sekurytyzacji aktywów, aktywach poddawanych sekurytyzacji, głównych etapach w procesie przygotowania transakcji sekurytyzacyjnych oraz na przedstawieniu zalet i wad tej koncepcji.

## Pojęcie sekurytyzacji

**W** literaturze poświęconej koncepcji sekurytyzacji pojawia się wiele prób jej zdefiniowania. F. Fabozzi i M. Choudry określają sekurytyzację jako proces, w wyniku którego aktywa fi-



**Rys. Schemat transakcji sekurytyzacji wierzytelności handlowych**

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Sekurytyzacja aktywów*, „Rating & Rynek” 2001, nr 14 (102), s. 1.

nansowe, takie jak należności kredytowe, ratalne, leasingowe i handlowe a także inne relatywnie nie płynne aktywa o podobnej charakterystyce znajdujące się w bilansie banku, instytucji finansowej bądź przedsiębiorstwa, wykorzystywane są jako zabezpieczenie emitowanych papierów wartościowych”<sup>3)</sup>.

Sekurytyzacja aktywów od wielu lat pozostaje popularną formą finansowania przedsiębiorstw w Europie i USA. Wartość wyemitowanych w 2004 roku papierów dłużnych zabezpieczonych aktywami (*asset backed securities*) wyniosła w USA 637 mld USD (prognoza 2005 r. – 643 mld USD)<sup>4)</sup>, a w Europie 228 mld EUR (prognoza na 2005 rok – 255 mld EUR)<sup>5)</sup>. W Polsce przeprowadzono dotychczas tylko kilka programów sekurytyzacji aktywów. Niski poziom wykorzystania tej formy finansowania wynika głównie z braku w polskim prawodawstwie kompleksowych uregulowań dotyczących sekurytyzacji<sup>6)</sup>.

Najczęściej spotykaną formą sekurytyzacji jest tzw. struktura prawdziwej sprzedaży (*true sale*), która sprowadza się do wydzielenia z majątku (i z bilansu) podmiotu inicjującego transakcję (inicjatora) jednorodnej grupy aktywów (homogenicznych wierzytelności dających pewność generowania przyszłych przepływów gotówkowych w możliwych do określenia terminach) i jej sprzedaży do spółki specjalnego przeznaczenia (*special purpose vehicle*), której struktura własnościowa winna być tak ukształtowana, aby nie rodziła obowiązku konsolidacji w bilansie inicjatora. Spółka specjalnego przeznaczenia emituje następnie za pośrednictwem agenta (banku) dłużne papiery wartościowe zabezpieczone przedmiotowymi aktywami i sprzedaje je na rynku finansowym. Wpływy z emisji papierów przekazywane są inicjatorowi jako zapłata za zakupione aktywa, natomiast źródłem spłaty zobowiązań

wobec inwestorów jest gotówka pochodząca z aktywów będących podstawą emisji.

### Schemat transakcji sekurytyzacji aktywów

Należy zaznaczyć, że każda transakcja sekurytyzacji jest w pewien sposób unikatowa, dotyczy wybranych aktywów, w związku z tym może wykazywać niepowtarzalność. Dlatego też ilustrujący przebieg procesu sekurytyzacji schemat dotyczący sekurytyzacji wierzytelności handlowych (rys.) należy uznać za przykładowy i mogący podlegać modyfikacjom w zależności od stopnia skomplikowania indywidualnych transakcji.

W prezentowanym przypadku inicjator sprzedając klientom produkty lub usługi udziela im kredytu kupieckiego<sup>7)</sup>. W ten sposób powstaje wierzytelność, a klient staje się dłużnikiem inicjatora. Wierzytelności inicjatora sprzedawane są do spółki specjalnego przeznaczenia, która pod zastaw tych wierzytelności emituje obligacje. Środki pochodzące od inwestorów przekazywane są inicjatorowi. Inicjator otrzymuje środki finansowe na dalszą działalność, mimo że wierzytelności w dalszym ciągu nie zostały spłacone. W czasie trwania programu dłużnicy sukcesywnie spłacają wierzytelności, a gotówka wpływająca na rachunek spółki specjalnego przeznaczenia jest przeznaczana na spłatę zobowiązań wobec inwestorów.

### Uczestnicy procesu sekurytyzacji

Inicjator, spółka specjalnego przeznaczenia oraz nabywający papiery dłużne zabezpieczone aktywami inwestorzy to kluczowi uczestnicy transakcji sekurytyzacji.

**Inicjatorem** (*originator*) procesu sekurytyzacji aktywów jest najczęściej ich pierwotny właściciel. Do szerokiego grona podmiotów wykorzystujących sekurytyzację w celu intensyfikacji działalności gospodarczej można zaliczyć: korporacje międzynarodowe, banki komercyjne, instytucje finansowe, firmy leasingowe, firmy ubezpieczeniowe, linie lotnicze, przedsiębiorstwa telekomunikacyjne, elektroenergetyczne itp. Główną przesłanką stosowania **spółki specjalnego przeznaczenia** w transakcjach sekurytyzacyjnych, oprócz możliwości bilansowego wydzielenia sekurytyzowanych aktywów, jest wyłączenie lub ograniczenie ryzyka upadłości pierwotnego wierzyciela – inicjatora. Minimalizację ryzyka upadłości samej spółki specjalnego przeznaczenia uzyskuje się poprzez statutowe ograniczenie zakresu jej działalności. W Europie i w świecie właścicielem spółki specjalnego przeznaczenia jest przeważnie wyspecjalizowana w świadczeniu tego typu usług instytucja (np. fundacja charytatywna, zakładająca i administrująca takimi spółkami). Zapewnia to odrębność bilansową spółki specjalnego przeznaczenia, tj. brak obowiązku konsolidacji w bilansie inicjatora.

Powodzenie procesu sekurytyzacji aktywów wymaga z reguły uczestnictwa podmiotów zewnętrznych. Ważną rolę w procesie sekurytyzacji pełni agent emisji papierów wartościowych – **bank** realizujący zadania: zorganizowania emisji, w tym przygotowania kompleksowej dokumentacji (agent), organizacji sprzedaży i wyszukania nabywców papierów wartościowych (*dealer*), przechowywania w depozycie wyemitowanych papierów wartościowych (depozytariusz).

Uatrakcyjnienie operacji dla potencjalnych inwestorów wymaga uzupełnienia procesu sekurytyzacji dodatkowymi gwarancjami: sprzedaży, płynności i płatności<sup>8)</sup>. Gwarancja sprzedaży polega na zobowiązaniu się gwaranta (najczęściej banku), że w przypadku niewystarczającego popytu na emitowane papiery, obejmie on emisję według ustalonej w umowie gwarancji ceny i do ustalonej kwoty (limitu). Gwarancja płynności jest zabezpieczeniem dla inwestorów nabywających papiery wartościowe zabezpieczone aktywami. W przypadku braku synchronizacji wpływów z wydatkami, płynność spółki specjalnego przeznaczenia zapewniana jest przez gwaranta płynności (najczęściej bank) udzielającego krótkoterminowego kredytu na uzupełnienie luki płynności i sfinansowanie zobowiązań z tytułu papierów wartościowych. Gwarancja płatności daje pewność uzyskania przez spółkę specjalnego przeznaczenia odpowiednio wysokiej stopy reinwestycji w przypadku wcześniejszych, aniżeli wynika to z pierwotnie zawartych umów, spłat dłużników. Na podstawie gwarantowanego kontraktu inwestycyjnego bank zobowiązuje się przyjąć w formie depozytu wcześniej spłacane płatności, oferując oprocentowanie pozwalające spółce specjalnego przeznaczenia na wywiązanie się z przyszłych zobowiązań z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych.

Wśród pozostałych uczestników transakcji sekurytyzacji umieszcza się często serwisera, a także pod-

mioty udzielające zewnętrznego wsparcia kredytowego (*credit enhancement*). **Serwisier** zajmuje się obsługą programu (przyjmowanie płatności od dłużników i wypłaty dla inwestorów), zarządzaniem rachunkami bankowymi i sporządzaniem okresowych raportów. Do **podmiotów udzielających zewnętrznego wsparcia kredytowego**, oprócz wymienionych już banków, należą towarzystwa ubezpieczeniowe sprzedające polisy, instytucje rządowe, samorządowe i komercyjne udzielające poręczeń oraz inne podmioty zapewniające płynność programu. Istotną rolę podczas emisji papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami przypada również **agencjom ratingowym**. Od przyznanej przez nie oceny zależy dochodowość emitowanych papierów wartościowych.

### Aktywa poddawane sekurytyzacji i zabezpieczone nimi papiery wartościowe

**S**ekurytyzacji mogą podlegać wszystkie aktywa stanowiące podstawę wiarygodnie udokumentowanych, przyszłych wpływów gotówkowych. Mogą to być m.in. kredyty hipoteczne, kredyty konsumenckie, należności handlowe, należności z kart kredytowych, należności leasingowe, należności z rachunków telefonicznych czy też za energię elektryczną. W celu osiągnięcia możliwie najlepszej jakości papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami, pakiet sekurytyzowanych aktywów winien charakteryzować się odpowiednią wielkością – zarówno co do wartości, jak i ilości (duża liczba pojedynczych należności redukuje ryzyko kredytowe, a niska wartość jednostkowa należności zmniejsza ryzyko koncentracji), istnieniem danych o historii należności, jednorodnością typu należności (umożliwia stworzenie bardziej przejrzystej dla inwestorów struktury transakcji), przewidywalnością przyszłych dochodów z sekurytyzowanych należności (umożliwia opracowanie precyzyjnego planu przyszłych płatności z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych).

Dzięki powyższym cechom papiery wartościowe wyemitowane przy wykorzystaniu sekurytyzacji uchodzą za jedną z najbardziej bezpiecznych form lokowania kapitału. Interesującą grupę aktywów stanowią wierzytelności przyszłe. Istnieją podmioty (np. operatorzy telefoniczni) dysponujące dużą pewnością sprzedaży towarów lub usług w przyszłości i tym samym powstania aktywów – wierzytelności handlowych, które można poddać sekurytyzacji. Sekurytyzacja oparta na strumieniu przyszłych wierzytelności postrzegana jest jako szansa na pozyskanie kapitału przez kraje rozwijające się<sup>9)</sup>, stanowi też podstawę programu służącego do rozwiązania problemu kosztów osieroconych (*stranded costs*) w szczególności w elektroenergetyce amerykańskiej<sup>10)</sup>.

Rodzaje emitowanych papierów wartościowych różnią się w zależności od posiadanych przez spółkę specjalnego przeznaczenia aktywów. Wierzytelności krótkoterminowe związane z działalnością handlową czy krótkoterminowymi kredytami konsumpcyjnymi finansuje się zwykle emisją papierów komercyjnych,

o charakterze krótkoterminowych instrumentów dyskontowych. Aktywa o dłuższych terminach zapadalności finansowane są emisją obligacji.

### Główne etapy przygotowania transakcji sekurytyzacyjnych

**P**roces przygotowania transakcji na rozwiniętych rynkach sekurytyzacji trwa zwykle od kilku do kilkunastu tygodni. Najczęściej spotykane główne etapy przygotowania transakcji sekurytyzacyjnych przedstawiono poniżej:

- przeprowadzenie prawno-technicznych analiz wykonalności transakcji,
- dokonanie analizy statystycznej portfela aktywów,
- przygotowanie szczegółowego modelu finansowego sekurytyzacji,
- przygotowanie dokumentacji transakcyjnej,
- zaakceptowanie warunków transakcji przez inicjatora, bank oraz agencję *ratingową*,
- uruchomienie transakcji (powołanie spółki specjalnego przeznaczenia, przyznanie *ratingu*, emisja papierów wartościowych),
- monitorowanie jakości portfela aktywów<sup>11</sup>.

### Ocena sekurytyzacji jako sposobu finansowania przedsiębiorstw

**T**ransakcja sekurytyzacji aktywów pozwala przedsiębiorstwu – inicjatorowi na dywersyfikację źródeł pozyskania kapitału i obniżenie jego kosztu.

Obniżenie kosztu pozyskania kapitału przez inicjatora osiągnięte zostaje w trojaki sposób poprzez: ● poprawienie wskaźników finansowych (wpływ pośredni), ● zmniejszenie udziału zwykle drogiego kapitału własnego w finansowaniu aktywów (wpływ bezpośredni na średni ważony koszt kapitału) i ● oddzielenie ryzyka kredytowego związanego z pulą sekury-

tyzowanych aktywów wysokiej jakości od ryzyka kredytowego związanego z pozostałym obszarem działalności gospodarczej spółki<sup>12</sup>). Efekt poprawy wskaźników finansowych najłatwiej wyjaśnić posługując się poniższym, uproszczonym przykładem.

**Przykład.** Spółka, chcąc sfinansować swe plany rozwojowe, rozważa zaciągnięcie kredytu, emisję obligacji lub sekurytyzację pozabilansową. W przypadku zaciągnięcia kredytu / emisji obligacji (tabela 2) rentowność aktywów (ROA) przykładowej spółki spada, a wskaźnik zadłużenia rośnie.

W przypadku przeprowadzenia pozabilansowej transakcji sekurytyzacji wierzytelności (*true sale*) bilans ukształtuje się tak, jak w tabeli 3. Zmiana wartości wskaźników, w przypadku wykorzystania środków z transakcji sekurytyzacji na przedsięwzięcia rozwojowe spółki, nastąpi w przyszłości, w wyniku operacyjnego wypracowania zysku.

Jeżeli jednak spółka po przeprowadzeniu pozabilansowej sekurytyzacji aktywów (*true sale*) wykorzysta otrzymane środki do spłaty zadłużenia (tabela 4), natychmiast poprawi się rentowność jej aktywów (ROA) i wskaźnik zadłużenia. Poprawienie wskaźników finansowych obniży ryzyko kredytowe inicjatora, co w efekcie podwyższy jego *rating* i obniży koszt pozyskania kapitału obcego.

**Podstawową wadą** sekurytyzacji jako metody finansowania prowadzonej działalności statutowej, a także przedsięwzięć rozwojowych, modernizacyjnych lub odtworzeniowych przedsiębiorstw jest znaczny stopień skomplikowania samej transakcji. W sytuacji braku odpowiednich, lokalnych uregulowań prawno-podatkowych konieczne jest zarówno czasochłonne zaangażowanie służb finansowych inicjatora, jak i szerokie wsparcie ze strony wynajętych, zewnętrznych ekspertów celem minimalizacji ryzyka prawnego.

Koszty przygotowawcze programu sekurytyzacji aktywów są wysokie, co powoduje, że program może dotyczyć jedynie dużych projektów. Praktycy oceniają,

Tab. 1. Wyjściowa struktura bilansu przykładowej spółki

Aktywa		Pasywa		Wskaźniki finansowe	
Majątek trwały	100	Kapitał własny, <i>w tym</i>	100	Wskaźnik zadłużenia	200,0%
Majątek obrotowy, <i>w tym</i>	200	<i>zysk</i>	10	Rentowność aktywów (ROA)	3,3%
<i>należności</i>	100	Zobowiązania	200	Rentowność kapitału własnego (ROE)	10,0%
<b>Suma</b>	<b>300</b>	<b>Suma</b>	<b>300</b>		

Źródło: I. STYN, *Korzyści z sekurytyzacji pozabilansowej*, „Rynek Terminowy” 2001, nr 14 (4), s. 13.

Tab. 2. Struktura bilansu przykładowej spółki po zaciągnięciu kredytu / emisji obligacji

Aktywa		Pasywa		Wskaźniki finansowe	
Majątek trwały	100	Kapitał własny, <i>w tym</i>	100	Wskaźnik zadłużenia	300,0%
Majątek obrotowy, <i>w tym</i>	300	<i>zysk</i>	10	Rentowność aktywów (ROA)	2,5%
<i>należności</i>	100			Rentowność kapitału własnego (ROE)	10,0%
<i>gotówka</i>	100	Zobowiązania	300		
<b>Suma</b>	<b>400</b>	<b>Suma</b>	<b>400</b>		

Źródło: jak w tabeli 1.



**Tab. 3. Struktura bilansu przykładowej spółki po pozabilansowej sekurytyzacji wierzytelności (*true sale*)**

Aktywa		Pasywa		Wskaźniki finansowe	
Majątek trwały	100	Kapitał własny, <i>w tym</i>	100	Wskaźnik zadłużenia	200,0%
Majątek obrotowy, <i>w tym</i>	200		10	Rentowność aktywów (ROA)	3,3%
<i>należności</i>	0			Rentowność kapitału własnego (ROE)	10,0%
<i>gotówka</i>	100	Zobowiązania	200		
<b>Suma</b>	<b>300</b>	<b>Suma</b>	<b>300</b>		

Źródło: jak w tabeli 1.

**Tab. 4. Struktura bilansu przykładowej spółki po sekurytyzacji wierzytelności (*true sale*) i po wykorzystaniu pozyskanych środków do spłaty zadłużenia**

Aktywa		Pasywa		Wskaźniki finansowe	
Majątek trwały	100	Kapitał własny, <i>w tym</i>	100	Wskaźnik zadłużenia	100,0%
Majątek obrotowy, <i>w tym</i>	100		10	Rentowność aktywów (ROA)	5,0%
<i>należności</i>	0			Rentowność kapitału własnego (ROE)	10,0%
<i>gotówka</i>	0	Zobowiązania	100		
<b>Suma</b>	<b>200</b>	<b>Suma</b>	<b>200</b>		

Źródło: jak w tabeli 1.

że opłacalność sekurytyzacji w porównaniu z innymi sposobami finansowania widoczna jest przy wartości sekurytyzowanych aktywów nie mniejszej niż 50 mln USD<sup>13</sup>.

### Uwagi końcowe

**K**iedy po raz pierwszy przeprowadzono transakcję sekurytyzacyjną w USA (1970), rynek papierów opartych na aktywach stał się bardzo ważnym segmentem światowego rynku papierów dłużnych. Powodzenie sekurytyzacji należy w znacznej mierze przypisać temu, że koncepcja ta stworzyła wiele możliwości dopasowania konstrukcji transakcji do indywidualnych potrzeb inicjatora, typu sekurytyzowanych aktywów oraz zapotrzebowania inwestorów – nabywców papierów na nich opartych.

Polski rynek sekurytyzacyjny dopiero powstaje. To, że nie doszło jeszcze w naszym kraju do większej liczby transakcji sekurytyzacyjnych, przypisać należy m.in. nikłej wiedzy przedsiębiorstw na temat tej metody finansowania. Niniejszy artykuł, przybliżając sekurytyzację jako alternatywny sposób finansowania, wskazuje na możliwość jej zastosowania przez polskie przedsiębiorstwa posiadające aktywa o jednorodnej charakterystyce, dobrej jakości, wystarczającej dywersyfikacji i o pożądanej wartości. Należy sądzić, że spularyzowanie sekurytyzacji, na której oparto koncepcję likwidacji kontraktów długoterminowych w elektroenergetyce polskiej, przy jednoczesnym wprowadzeniu kompleksowych uregulowań prawnych jej dotyczących, ostatecznie spowoduje rozwój tej formy finansowania przedsiębiorstw w naszym kraju.

Piotr Makaruk  
kontroler finansowy,  
Polimex-Mostostal Siedlce SA

### PRZYPISY

- <sup>1</sup> P. DRUCKER, *Zarządzanie organizacją pozarządową. Teoria i praktyka*, Centrum Informacji dla Organizacji Pozarządowych BORDO, Warszawa 1995, s. 12; F. KRAWIEC, *Strategiczne myślenie w firmie*, Difin, Warszawa 2003, s. 8–12.
- <sup>2</sup> K. POZNAŃSKA, *Finansowanie projektów innowacyjnych w przedsiębiorstwach polskich i wybranych krajach Unii Europejskiej*, [w:] A. SOSNOWSKA i inni, *Systemy wspierania innowacji i transferu technologii w krajach UE i w Polsce. Poradnik Przedsiębiorcy*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2003, s. 83.
- <sup>3</sup> F.J. FABOZZI, M. CHOUDRY, *The Handbook of European Structured Financial Products*, Wiley 2004, s. 3.
- <sup>4</sup> *Bond Issuance Expected to Be Lower in 2005 as Sustained Economic Growth Leads to Modest Rise in Rates*, The Bond Market Association, [www.bondmarkets.com/assets/files/US\\_Mkt\\_Outlook\\_0105.pdf](http://www.bondmarkets.com/assets/files/US_Mkt_Outlook_0105.pdf)
- <sup>5</sup> *European Securitisation Forum Survey. Forecasts Another Issuance Record in 2005*, European Securitisation Forum, [www.europansecuritisation.com/pubs/ESF\\_Market\\_Outlook\\_2005.pdf](http://www.europansecuritisation.com/pubs/ESF_Market_Outlook_2005.pdf)
- <sup>6</sup> M. KORZAK, *Sekurytyzacja – regulacje w polskim systemie prawnym*, „Rynek Terminowy” 2004, nr 25 (3), s. 116–120.
- <sup>7</sup> *Sekurytyzacja aktywów*, „Rating & Rynek” 2001, nr 14 (102), s. 1.
- <sup>8</sup> R. JAGIEŁŁO, *Sekurytyzacja aktywów jako forma finansowania przedsiębiorstw*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej”, Zeszyt 16, 2000, s. 114.
- <sup>9</sup> S. KETKAR, D. RATHA., *Securitization of Future Flow Receivables: A Useful Tool for Developing Countries*, „Finance & Development”, vol. 38, nr 1, 2001.
- <sup>10</sup> *Utility Stranded Costs: Rating the Securitization of Transition Tariffs*, Fitch IBCA, [www.fitchibca.com](http://www.fitchibca.com)
- <sup>11</sup> Szerzej zob. *Rating Trade Receivable Securitizations*, Fitch IBCA, [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)
- <sup>12</sup> I. STYN, *Korzyści z sekurytyzacji pozabilansowej*, „Rynek Terminowy” 2001, nr 14 (4), s. 12–14.
- <sup>13</sup> J. ZOMBIRT, *Czy stosować sekurytyzację?*, „Rynek Terminowy” 2001, nr 14 (4), s. 15–16.