

PATRYCJA BĄK\*

## Sekurytyzacja jako technika finansowania działalności przedsiębiorstw górniczych

### Słowa kluczowe

Sekurytyzacja, spółka celowa, papiery wartościowe, restrukturyzacja, standing finansowy, techniki finansowe

### Streszczenie

Zmieniające się otoczenie rynkowe stawia przedsiębiorstwom nowe wyzwania. Szanse na osiągnięcie określonej pozycji na rynku, a później jej utrzymanie mają firmy o dobrym standingu finansowym. Podmioty gospodarcze muszą szybko i sprawnie reagować na zmiany rynkowe. Oznaką rozwoju rynków kapitałowych staje się pojawienie nowych instrumentów i technik finansowych, które pozwalają przedsiębiorstwom pozyskać kapitał na korzystnych dla siebie warunkach. Jedną z technik finansowych jest sekurytyzacja, oznaczająca emisję papierów dłużnych zabezpieczonych aktywami. Proces sekurytyzacji prowadzi do obniżenia kosztów oraz większego dostępu do środków dla pożyczkobiorców, zmniejsza ryzyko dla pożyczkodawców, jak również stwarza wielu inwestorom nowe możliwości lokat.

### 1. Pojęcie sekurytyzacji

Funkcjonująca w słownikach finansowych definicja sekurytyzacji ma dwa znaczenia. Pierwsza z nich stanowi zmianę strategii przedsiębiorstwa, polegającą na odstąpieniu od kredytów bankowych na rzecz emisji różnego rodzaju papierów wartościowych. Drugie pojęcie oznacza emisję zabezpieczonych papierów wartościowych tzw. *ABS (Asset Backed Securities)*, co oznacza przekształcenie wierzytelności pieniężnych przedsiębiorstw lub banków w zbywalne papiery wartościowe, które emituje się w formie obligacji oraz tzw. *commercial papers*. Definicja pierwsza funkcjonowała do połowy lat 80 i przestała być wystarczająca. Wraz z rozwojem rynku papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami znaczenie terminu zostało ściśle sprecy-

---

\* Mgr, Katedra Ekonomiki i Zarządzania w Przemśle AGH, Kraków.

zowane i obecnie aktualna jest definicja druga. Sekurytyzacja aktywów rozwinęła się najwcześniej w USA i Wielkiej Brytanii. Pierwotnie sekurytyzowano kredyty i karty kredytowe. Zmieniające się warunki rynku finansowego dały możliwość wprowadzenia różnego rodzaju transakcji polegających na emisji papierów o zróżnicowanym poziomie ryzyka inwestycyjnego.

Sekurytyzacja oznacza emisję papierów dłużnych zabezpieczonych aktywami. Stanowi jedną z najnowszych technik finansowania działalności zadłużonych przedsiębiorstw. Sekurytyzacja obejmuje wierzytelności, które zapewniają regularny dopływ kapitału. Mogą to być wierzytelności już istniejące, przykładowo z zaciągniętych kredytów, jak również wierzytelności prognozowane. Sprzedawcą powyższych wierzytelności są przedsiębiorstwa.

Najstarszym rodzajem sekurytyzacji aktywów są papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką. Pojedyncze hipoteki łączy się w większą grupę, następnie emituje się papiery wartościowe, których zabezpieczeniem jest powyższa grupa hipotek.

Celem sekurytyzacji jest zapewnienie dopływu kapitału przedsiębiorstwom o dużych aktywach finansowych. Najstarsze transakcje tego rodzaju dotyczyły kredytów hipotecznych i wykorzystywały zabezpieczenia agencji państwowych lub agencji koncesjonowanych przez państwo.

Sekurytyzacja na rynku Wielkiej Brytanii została wprowadzona w 1985 roku, kiedy przez *the Mortgage Intermediary Note Issuer* zostało wyemitowanych wyłącznie dla celu sekurytyzacji 1200 hipotek firmy *BankAmerica Finance Ltd* (Blake 1990). Krótko potem wiele innych instytucji zostało utworzonych dla podobnych przedmiotów działalności. Do nich zalicza się m.in.: *the National Home Loans Corporation, the Household Mortgage Corporation, the Mortgage Corporation, the Mortgage Funding Corporation* oraz *First Mortgage Securities*. Istotnym przykładem sekurytyzacji było utworzenie europejskiego rynku papierów handlowych — *eurocommercial paper market (ECP)*, rozpoczęte w 1970 roku. Rynek umożliwił pożyczkobiorcom zaciągnięcie krótkoterminowego kredytu po niższym koszcie u inwestora niż ekwiwalentnej pożyczki w banku. Innymi słowy, *ECP* prowadził do międzynarodowej sekurytyzacji kredytów udzielanych przez banki komercyjne, zastępując dochód banku komercyjnego opłatą związaną z emisją *eurocommercial paper market*. Kolejny przykład dotyczy sekurytyzacji własności handlowej. W Wielkiej Brytanii została wykorzystana przez firmę motoryzacyjną *the Single Asset Property Company* i *the Single Property Ownership Trust*, inaczej znana jako *the Single Property Unit Trust*. W 1986 roku certyfikaty *property income* notowane były na Międzynarodowej Giełdzie Papierów Wartościowych. Certyfikaty *property income* składają się z dwóch elementów i obejmują certyfikat *income* oraz *equity share*. Certyfikat *income* dostarcza prawo do otrzymania dywidendy, podczas gdy *equity share* jest zwykłym udziałem w specjalnie utworzonej firmie zarządzającej tą własnością. Innym przykładem jest sekurytyzacja kredytów eksportowych, którymi to w Wielkiej Brytanii zainteresowała się firma *Credit For Export*, założona w 1984 roku. Ostatni przykład prezentuje przekształcenie płynnej stopy obrazowanej przez LIBOR w Wielkiej Brytanii w ustaloną stopę obligacji. Papiery wartościowe zostały wprowadzone na rynek przez *Barclays* jako papiery na okaziciela oraz przez *Merril Lynch* jako dodatkowe papiery powszechne na rynku.

## 2. Podstawowa struktura transakcji sekurytyzacji

Sekurytyzacja oznacza program emisji papierów wartościowych o charakterze obligacji bądź terminowych papierów dłużnych, których wykup zabezpieczają strumienie gotówki, generowane przez różne typy aktywów. Wyemitowane papiery wartościowe noszą nazwę *asset backed securities (ABS)*. Emisja papierów wartościowych jest przeprowadzana, aby wprowadzić je na międzynarodowy rynek finansowy. Papiery te muszą charakteryzować się niskim ryzykiem. Proces sekurytyzacji oparty jest na kilku zasadach. Przedsiębiorstwo, które szuka kapitału wyodrębnia w swoim bilansie grupę aktywów, które w przyszłości zapewnią będą określone i przewidywalne przepływy pieniężne. Wpływy z aktywów będą spłacać zadłużenie z tytułu emitowanych papierów wartościowych. Aktywa które uczestniczą w transakcji sekurytyzacji muszą generować stabilne i przewidywalne strumienie gotówki. Gwarantuje to bowiem osiągnięcie maksymalnych korzyści inicjatorowi, a inwestorom pełne bezpieczeństwo. Grupa aktywów biorąca udział w sekurytyzacji zostaje wyodrębniona z bilansu firmy i przekazana spółce celowej (*SPV* — od angielskiego wyrażenia *Special Purpose Vehicle*), która emituje papiery wartościowe na rynku kapitałowym. Warunkiem emisji papierów dłużnych zabezpieczonych aktywami jest całkowite przekazanie sekurytyzowanych aktywów — *true sale*. Zapewnia to, że środki pieniężne pozyskane dzięki zaangażowaniu wyodrębnionych aktywów przeznaczone zostaną na spłatę zobowiązań z tytułu wyemitowanych papierów. *True sale* chroni aktywa przed ryzykiem związanym z działalnością firmy.

*Special Purpose Vehicle* jest specjalną spółką powołaną wyłącznie do procesu sekurytyzacji. Celem jej jest obsługa powyższego procesu, co oznacza nabywanie wierzytelności od inicjatora oraz emisję najczęściej za pośrednictwem banku papierów wartościowych na rynku. Utworzona spółka jest jednostką prawnie samodzielną (spółką-córka), powołaną do życia przez przedsiębiorstwo udostępniające swoje wierzytelności lub przez bank. Spółka celowa jest odpowiedzialna za przepływy środków pieniężnych pomiędzy rynkiem inwestorów a aranzjerem oraz dłużnikami spełniającymi swoje zobowiązania pieniężne a inwestorami, którzy przedstawiają papiery do wykupu. Dochody pochodzące z emisji papierów wartościowych spółka przeznacza na zakup aktywów, zabezpieczających ich wykup. Pierwszy właściciel aktywów w procesie sekurytyzacji nazywa się inicjatorem lub aranzjerem, czyli sponsorem programu emisji. Spółka specjalnego przeznaczenia jest emitentem. W celu zminimalizowania ryzyka upadłości ogranicza się umownie zakres działalności prowadzonej przez spółkę celową.

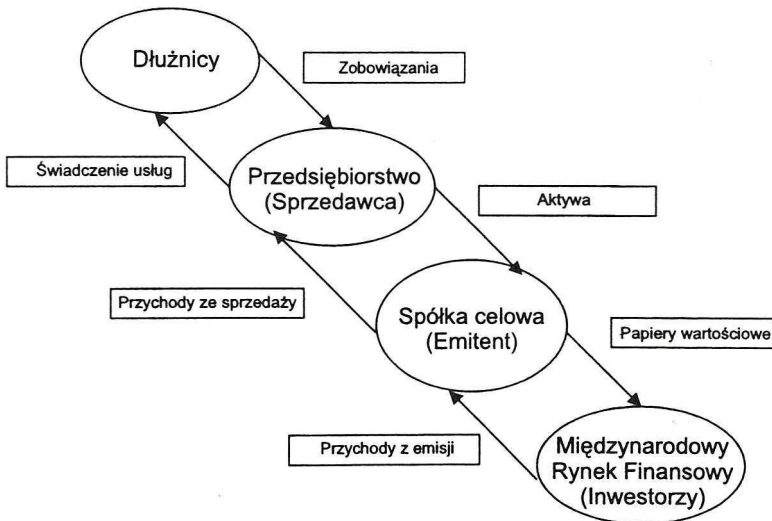
Proces sekurytyzacji może być oparty na pożyczce lub emisji papierów wartościowych. W przypadku sekurytyzacji opartej na pożyczce spółka celowa finansuje zakup wierzytelności kredytem uzyskanym od inwestorów. Drugą formę finansowania wierzytelności za pomocą sekurytyzacji stanowi emisja certyfikatów przez spółkę. Przedsiębiorstwo sprzedaje wierzytelności spółce, która to na ich podstawie wypuszcza certyfikaty. Powyższe papiery posiadają tytuły własności do aktywów finansowych i zabezpieczeń przekazanych do dyspozycji przez sprzedawcę wierzytelności bądź osoby trzeciej. Przychody z emisji certyfikatów przekazywane są sprzedawcy wierzytelności, który jest właścicielem spółki, a poprzez emisję papierów wartościowych refinansuje się na rynku kapitałowym lub pieniężnym. Spółka wywiązuje się ze swoich zobowiązań wobec inwestorów ze środków pochodzących od dłużników sprzedawcy aktywów.

Grupa powyższych transakcji finansowych jest korzystna dla ich uczestników. Sprzedający wierzytelności dokonując obrotu nimi otrzymuje prowizję, natomiast kupujący papiery wartościowe inwestują gotówkę na krótki okres, przez co zarabiają na transakcji.

Do procesu sekurytyzacji włączane są również banki, towarzystwa ubezpieczeniowe i agencje ratingowe. Celem instytucji finansowych jest zabezpieczenie zobowiązań spółki celowej wobec inwestorów, którzy nabywają emitowane papiery wartościowe. Zabezpieczenie to występuje w formie gwarancji bankowej lub ubezpieczenia. Agencje ratingowe oceniają jakość emitentów i wprowadzonych przez nich do obrotu papierów wartościowych, doradzając inwestorom podejmowanie decyzji o ich zakupie.

Zabezpieczeniem transakcji sekurytyzacji są także środki pieniężne, które sprzedawca umieszcza na specjalnym koncie, pozostawiając je do dyspozycji spółki celowej. Powyższe środki chronią papiery wartościowe w przypadku gdyby dłużnicy sprzedawcy nie wykupili wierzytelności. Po zakończeniu transakcji niewykorzystane środki pieniężne znajdujące się na koncie przelewane są na konto sprzedawcy i są jego dochodem. Przebieg transakcji sekurytyzacji przedstawia rysunek 1.

W transakcji sekurytyzacji banki spełniają różne role. Po pierwsze mogą mieć charakter bierny, co oznacza przyjmowanie emitowanych papierów wartościowych do własnych portfeli jako lokaty. Po drugie mogą mieć charakter usługowy, rozumiany jako rola maklera, czyli pośredniczą między emitentem a inwestorami. Banki które biorą udział w transakcjach jako inwestorzy lokują wolne środki w papiery wartościowe. Banki mogą być również aranżerami całej transakcji. Posiadając w swoich portfelach wierzytelności, przeprowadzają sekurytyzację na takich samych zasadach jak przedsiębiorstwa. Wyodrębniają specjalne spółki, które emitują papiery wartościowe pod zakupione od banku wierzytelności i tym sposobem refinansują się na dogodnych warunkach na rynku międzynarodowym.



Rys 1. Struktura transakcji sekurytyzacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie Sierpińska, Wędzki 1999

Fig. 1. The structure of securitization's transaction

W procesie sekurytyzacji mogą brać udział aktywa o ściśle określonych cechach, jak np. (Sierpińska, Wędzki 1999):

- terminy zapadalności muszą być dłuższe niż jeden rok,
- niskie ryzyko nieodzyskania ich od dłużników,
- duża liczba zróżnicowanych wierzycieli,
- wysoka wiarygodność wierzycieli,
- spłata całej kwoty wierzytelności w ustalonym terminie,
- niski udział należności niespłaconych w terminie,
- proste do zaplanowania kwoty i terminy płatności.

Powyższe warunki spełniają między innymi wierzytelności z tytułu kredytów hipotecznych, leasingu, kredytów konsumpcyjnych o odpowiednim zabezpieczeniu, kredytów udzielonych posiadaczom kart kredytowych, kredytów finansujących zakup samochodów oraz należności z tytułu korzystania z usług telekomunikacyjnych.

W celu prawidłowego przebiegu transakcji sekurytyzacji należy prawidłowo zaplanować spłaty należności przez dłużników oraz wykup papierów wyemitowanych pod te należności. Biorąc pod uwagę powyższe wskazówki wyróżnia się dwa rodzaje sekurytyzacji:

- *pass through*,
- *pay through*.

*Pass through* oznacza, że terminy wykupu danej emisji papierów wartościowych są przyporządkowane terminom spłaty wierzytelności stanowiących pakiet aktywów finansowych. *Pay through* dzieli strumień płatności na wiele transz, a wpływające środki służą do obsługi kolejnych transz papierów wartościowych. Transze które nie podlegają w danym okresie spłacie uprawniają do otrzymywania bieżących płatności. Strukturę *pass through* stosuje się przy procesie sekurytyzacji opartym na idei spółki emitującej certyfikaty. *Pay through* ma również zastosowanie w procesie sekurytyzacji opartym na pożyczce.

Biorąc pod uwagę rodzaj aktywów, wyróżnia się kilka form sekurytyzacji. Dotyczy to głównie krajów wysokorozwiniętych. Jedną z form jest *Auto Lease Securities*, w skrócie *ALS*, emitowane pod aktywa finansowe z oczekiwanych spłat rat z leasingu. Podział wpływów z tytułu leasingu na transze stwarza możliwość stosowania konstrukcji *pay through*. Kolejną formę stanowi nazywane z języka angielskiego *Certificate for Automobile Receivables (CARs)*, co oznacza papiery wartościowe, których emisję finansują należności z pożyczek od osób prywatnych i przedsiębiorstw, zaciągniętych na zakup samochodów osobowych i dostawczych. W powyższym przypadku stosuje się konstrukcję *pay through*. Ostatnią formę prezentują *Certificate Revolving Debts (CARDS)*, które opierają się na aktywach finansowych z tytułu rozliczeń kart kredytowych.

### 3. Zalety i wady sekurytyzacji

Nowa forma finansowania jaką prezentuje sekurytyzacja przynosi wiele korzyści zarówno dla inwestorów, jak i emitentów. Poniżej opisano najistotniejsze z nich:

1. Sekurytyzacja jest korzystna dla przedsiębiorstw, które sprzedają aktywa finansowe, jak również dla inwestora nabywającego wyemitowane pod te aktywa papiery wartościowe.

2. Dzięki sekurytyzacji przedsiębiorstwo ma możliwość pozyskania kapitału obcego. Proces ten odbywa się niejako poza bilansem przedsiębiorstwa. Aktywa i pasywa bilansu są pomniejszane o wydzielone aktywa finansowe. Powoduje to zwiększenie udziału kapitałów własnych w ogólnych kapitałach przedsiębiorstwa, a tym samym poprawia wskaźniki, które są liczone na jego podstawie. Bilans zostaje odciążony z długów, w konsekwencji czego przedsiębiorstwo uzyskuje większą elastyczność operacyjną. Przedsiębiorstwo nie zrywa kontraktów z dłużnikami, ściągając od nich wierzytelności bądź wyznacza w tym celu agenta. Powołanie pośrednika podnosi koszty transakcji sekurytyzacji o wielkość prowizji.

3. Proces sekurytyzacji stanowi dla niektórych przedsiębiorstw najtańszą formę finansowania działalności. Chodzi tu o przedsiębiorstwa, które otrzymują najwyższą ocenę od agencji ratingowych, przez co nie ponoszą wysokich kosztów zabezpieczenia transakcji sekurytyzacji. Niski poziom kosztów kapitału jest bardzo istotny w warunkach pogarszającej się koniunktury gospodarczej, a tym samym trudnego dostępu do kapitału obcego. Przedsiębiorstwo refinansując się przez sekurytyzację zabezpiecza się przed ryzykiem przyszłych wahań stopy procentowej.

4. Sekurytyzacja jest korzystna również dla inwestorów. Do grupy inwestorów zalicza się banki, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne, a także firmy, które posiadają wolną gotówkę. Papiery wartościowe, które emituje się w ramach procesu sekurytyzacji umożliwiają założenie lokaty o wysokim stopniu bezpieczeństwa, która przynosi wysokie zyski oraz jest płynna. Inwestorzy obarczeni są jedynie ryzykiem niespłacenia wierzytelności jednoznacznie wyodrębnionych przez ich sprzedawcę.

Do wad sekurytyzacji zalicza się:

1. Papiery wartościowe, których źródłem jest sekurytyzacja są wyżej oprocentowane niż krótkoterminowe papiery wartościowe, przynoszące stały dochód i cechujące się podobnym stanem bezpieczeństwa. Dzieje się tak, ponieważ sekurytyzacja jest nowym instrumentem pozyskiwania kapitału, a co za tym idzie — przedsiębiorstwa zachęcają inwestorów do zakupu wyemitowanych papierów wartościowych.

2. Zysk jaki osiągają inwestorzy w wyniku transakcji sekurytyzacyjnej zależy między innymi od stóp procentowych na międzynarodowym rynku finansowym, terminu spłaty zobowiązań, ratingu aktywów finansowych będących podstawą emisji oraz instytucji związanych z całą transakcją.

3. Długi okres przygotowania programu, tj. od 3 miesięcy do jednego roku.

4. Brak na polskim rynku profesjonalistów, których udział jest niezbędny w procesie sekurytyzacji.

5. Brak przepisów prawnych regulujących transakcję sekurytyzacji.

#### **4. Perspektywy wykorzystania sekurytyzacji w sektorze węgla kamiennego**

Efekty sekurytyzacji aktywów widoczne są głównie na polu finansowym przedsiębiorstwa, wpływa ona bowiem pozytywnie na kondycję finansową i standing kredytowy firmy, oferując kreatorowi wierzytelności — przedsiębiorstwu alternatywne źródło pozyskania kapitału, umożliwiając obniżenie kosztu kapitału. Pozwala na skuteczne zarządzanie aktywami i pasywami

firmy, a także oddziela ryzyko kredytowe, które związane jest z wierzytelnościami, od ryzyka związanego z działalnością operacyjną.

Sekurytyzacja zyskała uznanie jako technika umożliwiająca obniżanie kosztów funduszy finansujących działalność jednostki drogą pozyskiwania środków z udziałem aktywów o wysokiej ocenie ratingowej. Stanowi jedną z metod dywersyfikacji źródeł finansowania oraz portfeli inwestycyjnych. Sekurytyzacja daje możliwość uwolnienia kapitału regulacyjnego poprzez oddzielenie nie płynnych aktywów i zamiany ich na papiery wartościowe.

Proces sekurytyzacji prowadzi generalnie do obniżki kosztów i zwiększenia dostępu do środków dla pożyczkobiorców, zmniejsza ryzyko dla pożyczkodawców, a także stwarza inwestorom nowe możliwości lokat. Ze względu na powyższe walory, sekurytyzacja jako forma finansowania aktywów przedsiębiorstwa posiada perspektywy na rozwijającym się rynku pieniężnym i kapitałowym.

Sektor węgla kamiennego w Polsce jest sektorem zadłużonym i szuka różnych źródeł finansowania. Pozyskiwanie kapitału w postaci kredytów bankowych wiąże się z wysokimi kosztami. Niska wiarygodność kredytowa uniemożliwia przedsiębiorstwom górniczym korzystanie z klasycznych instrumentów dłużnych rynku kapitałowego, którymi są weksle i obligacje. Wykorzystanie techniki sekurytyzacji w sektorze węgla kamiennego jest realne, ponieważ spełniony jest podstawowy warunek alternatywnego źródła finansowania. Bilans producentów węgla wykazuje aktywa, które stanowią należności z zawartych umów długoterminowych na dostawę węgla kamiennego podmiotom energetyki. Powyższy składnik majątku stanowi zabezpieczenie w programie emisji papierów dłużnych. Celem sekurytyzacji w polskim górnictwie jest pozyskanie środków finansowych, których to koszt będzie niższy od kredytu bankowego. Proces ten zapewni wzrost płynności finansowej oraz kontynuację restrukturyzacji w latach 2003—2006.

Zastosowanie techniki sekurytyzacji w warunkach polskiej gospodarki wymaga szczegółowego ustalenia zasad emisji papierów dłużnych i ciągłego monitorowania transakcji. Niezbędne jest przeprowadzenie wnikliwej analizy opłacalności przedsięwzięcia oraz analiz ekonomiczno-finansowych dotyczących między innymi struktury programu emisji, zabezpieczeń transakcji, uwarunkowań prawnych transakcji. Efektem wykorzystania sekurytyzacji w polskim górnictwie jest możliwość przyspieszenia procesu reformowania sektora poprzez wywiązanie się z zawartych umów oddłużeniowych stanowiących główny element restrukturyzacji finansowej oraz poprawa podstawowych wskaźników finansowych i płynności finansowej podmiotów sektora.

#### LITERATURA

- Blake D., 1990 — *Financial Market Analysis*. Mc Graw-Hill Book Company, London.
- Brealcy R., Myers C., 1988 — *Principles of Corporate Finance*. Mc Graw-Hill Book Company, New York.
- Brigham E.F., Gapenski L.C., 2000 — *Zarządzanie finansami*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Piechota M., 2002 — *Alternatywne źródło finansowania*. Miesięcznik gospodarczy Nowy Przemysł nr 6.
- Sierpińska M., Wędzki D., 1999 — *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*. PWN, Warszawa.
- Turek M., Piechota M., Wcisło W., 2002 — *Wykorzystanie sekurytyzacji w warunkach polskiej gospodarki rynkowej*. Zarządzanie przedsiębiorstwem w erze postindustrialnej, pod red. W. Sitko, Lublin.

- Węclawski J., 1994 — Sekurytyzacja — nowa forma finansowania przedsiębiorstw. *Bank i Kredyt* nr 7.  
Styn J., 2001 — Co to jest sekurytyzacja aktywów? *Rynek Terminowy* nr 14, 4.  
Sekurytyzacja w Polsce. CERA S.A., *Rating & Rynek* nr 1, (41), 1999.  
Introduction to Securitization. J. Kravitt, Mayer, Brown & Platt, 1998.

PATRYCJA BĄK

**SECURITIZATION AS A TECHNIQUE OF FINANCING THE MINING COMPANIES' ACTIVITIES**

**Key words**

Securitization, special purpose vehicle, securities, restructurization, good position on the market, financial techniques

**Abstract**

Changing market environment implies new challenges for the enterprise. However, only profitable companies have the chances to achieve a good position on the market. The entities have to react quickly on the market changes. The main sign of capital markets' development are new financial tools and techniques which allow the enterprises to receive the capital on profitable conditions. One of the financial techniques is securitization, which means the issue of securities guaranteed by assets. Securitization process leads to the decrease of costs and enables the bigger access to lenders' funds, it also reduces the risk of borrowers as well as it creates the new possibility for investors to make deposits.