

MACIEJ PAWŁOWSKI

ZNACZENIE OBLIGACJI SEKURYZYCYJNYCH W ZARZĄDZANIU FINANSAMI PRZEDSIĘBIORSTWA*

Słowa kluczowe: obligacje przedsiębiorstw, obligacje sekurytyzacyjne, sekurytyzacja

Keywords: corporate bonds, securitized bonds, securitization

Klasyfikacja JEL: G23, G30, O16

Wprowadzenie

Dostęp do kapitału finansowego jest jednym z podstawowych czynników ograniczających rozwój współczesnego przedsiębiorstwa. Problem ten jest szczególnie odczuwalny w warunkach wysokiej zmienności na międzynarodowych rynkach finansowych, dodatkowo pogłębianej zjawiskami kryzysu finansowego XXI wieku. Wspomniane wydarzenia odsłoniły zawodność mechanizmów identyfikacji i kontroli ryzyka związanego z portfelem kredytowym instytucji finansowych, trwale zmieniając zakres i sposób prowadzenia polityki finansowania klientów korporacyjnych.

Na gruncie wspomnianych zmian rodzi się potrzeba poszukiwania przez przedsiębiorstwa instrumentów i źródeł finansowania alternatywnych względem sektora bankowego. Przejawem tej aktywności jest intensywny rozwój krajowego rynku papierów wartościowych, obserwowany zarówno w obszarze finansowania udziałowego (rynek *NewConnect*), jak również w segmencie papierów dłużnych (rynek *Catalyst*).

Niniejszy artykuł wpisuje się w zasygnalizowaną problematykę koncentrując uwagę na szczególnym rodzaju instrumentu finansowego – obligacjach sekurytyzacyjnych. Celem artykułu jest analiza pojęcia obligacji sekurytyzacyjnych ze wskazaniem na mechanizm kreowania tych instrumentów oraz ich znaczenie w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa.

* Artykuł powstał w ramach projektu badawczego finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki w formie grantu promotorskiego nr N N113 344740 nt. *Uwarunkowania rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce* (umowa nr ODW-3447/B/H03/2011/40).

Pojęcie obligacji sekurytyzacyjnych na tle ogólnej teorii obligacji

Regulacje prawne¹ definiują obligację jako emitowany w serii papier wartościowy, poświadczający istnienie wierzytelności obejmującej zobowiązanie finansowe emitenta względem posiadacza obligacji (obligatariusza). Zgodnie z cytowaną ustawą, zaspokojenie wykreowanego stosunku dłużnego następuje w formie świadczenia:

- pieniężnego, polegającego na okresowej wypłacie odsetek od nominału obligacji oraz wykupu instrumentu w terminie jego zapadalności,
- niepieniężnego, w przypadku którego katalog dopuszczalnych świadczeń emitenta na rzecz obligatariuszy jest w obecnym stanie prawnym otwarty i właściwie każde zobowiązanie prawnie dopuszczalne może być zaciągnięte w drodze emisji obligacji². Bez względu na charakter świadczenia niepieniężnego, jego realizacja prowadzić ma do umorzenia stosunku dłużnego.

Z ogólnie sformułowanej definicji obligacji wyprowadzić można bogaty katalog dłużnych papierów wartościowych, dywersyfikowanych przez pryzmat licznych i wzajemnie przenikających się kryteriów³, np.:

- osoby emitenta (obligacje skarbowe, obligacje komunalne, obligacje korporacyjne),
- sposobu oprocentowania (obligacje dyskontowe, obligacje stałoprocentowe, obligacje zmiennoprocentowe),
- okresu wymagalności zobowiązania (obligacje krótkoterminowe, obligacje średnioterminowe, obligacje długoterminowe),
- złożoności konstrukcji waloru finansowego (np. obligacje z opcją wcześniejszego wykupu).

Celem wyodrębnienia pojęcia obligacji sekurytyzacyjnych, należy posiłkować się kryterium sposobu zabezpieczenia interesu obligatariuszy, gdyż to właśnie specyfika źródła zaspokojenia roszczeń wierzycieli przesądza o treści analizowanego zagadnienia.

Z natury prawa, realizacja wszelkich świadczeń przysługujących obligatariuszom gwarantowana jest ogólną sytuacją ekonomiczno-finansową emitenta. Zasada ta podlega jednak wyłączeniu, a podmiot dokonujący emisji uprawniony jest do ograniczenia ciężającej na nim odpowiedzialności w przypadku wykazywania w warunkach emisji określonych rodzajów zabezpieczeń, np. hipoteka, zastaw, poręcznie czy gwarancja. Wówczas, regres obli-

¹ Art. 4 ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. *o obligacjach*, DzU 2001, nr 120, poz. 1300 z późn. zm.

² J. Kropiwnicki: *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, LexisNexis Polska sp. z o.o., Warszawa 2010, s. 18. W literaturze przedmiotu, jak i praktyce gospodarczej, za podstawowe rodzaje obligacji o świadczeniu niepieniężnym uznaje się:

- obligacje zamienne, dotyczące konwersji obligacji na akcje emitenta,
- obligacje z prawem pierwszeństwa, w ramach których obligatariuszom przyznaje się prawo pierwszeństwa w objęciu akcji z nowej emisji,
- obligacje partycypacyjne, uprawnijające posiadaczy obligacji do udziału w przyszłym zysku emitenta.

³ I. Pyka: *Rynkowe instrumenty finansowe w alokacji kapitału bankowego*, Difin, Warszawa 2012, s. 196–199.

gatariuszy dotyczy wyłącznie przedmiotu zabezpieczenia lub skierowany zostaje względem podmiotu udzielającego gwarancji (poręczenia).

Szczególną kategorią obligacji o zdefiniowanym źródle pokrycia roszczeń obligatariuszy są obligacje sekurytyzacyjne, dla których zabezpieczenie stanowi ściśle określony i prawnie wyodrębniony zespół rodzajowo homogenicznych i podmiotowo zdywersyfikowanych wierzytelności przedsiębiorstwa, przynoszących stały dochód⁴. Pozytcje bilansowe spełniające powyższą definicję i kwalifikowane do procesu sekurytyzacji nie stanowią zamkniętego katalogu. Dowodzą temu dotychczasowe doświadczenia w sferze transakcji sekurytyzacyjnych, w ramach których dokonywano emisji zabezpieczonych na:

- kredytach i pożyczkach (hipotecznych, samochodowych, konsumpcyjnych, studenckich),
- należnościach instytucji finansowych (z tytułu leasingu, kart kredytowych, premii ubezpieczeniowych),
- należnościach handlowych (z tytułu opieki zdrowotnej, opłat czynszowych),
- należnościach przyszłych (wpływach budżetów centralnych, dochodach municypalnych, tantiemach z praw autorskich),
- papierach wartościowych.

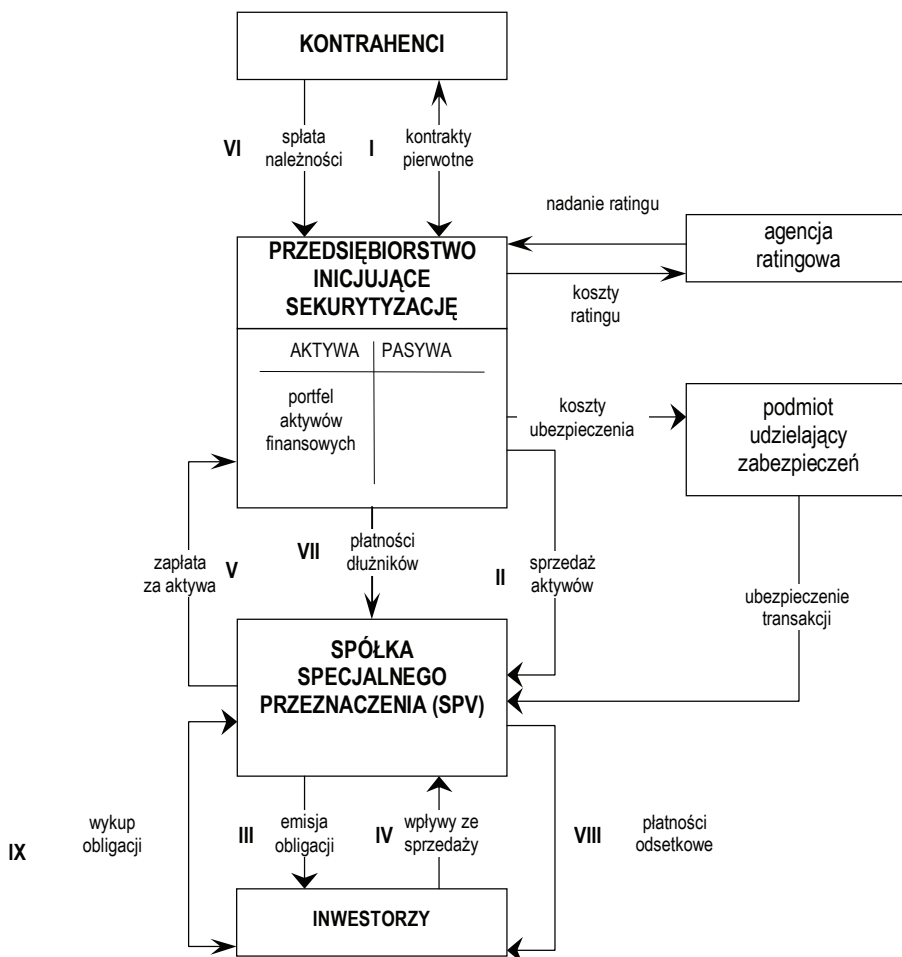
Celem charakterystyki skomplikowanej natury analizowanej grupy instrumentów, należy odwołać się do procesu, w ramach którego powstają obligacje sekurytyzacyjne – sekurytyzacji aktywów.

Mechanizm sekurytyzacji aktywów w kontekście kreowania obligacji przedsiębiorstw

W ujęciu definicyjnym, sekurytyzacja aktywów oznacza proces, podczas którego określony zespół aktywów finansowych, wraz z generowanymi przez nie strumieniami gotówkowymi, zostaje wyizolowany z bilansu przedsiębiorstwa inicjującego transakcję, zabezpieczony dzięki wewnętrznym lub zewnętrznym metodom oraz prawnie usamodzielniony w spółce specjalnego przeznaczenia (SPV), która w dalszej kolejności refinansuje zakupiony pakiet aktywów w drodze emisji papierów wartościowych⁵. Istota transakcji sekurytyzacyjnej koncentruje się więc na przekształceniu jednorodnych gatunkowo aktywów finansowych o niskim stopniu płynności w pakiety papierów wartościowych o cechach umożliwiających ich wprowadzenie do obrotu na rynku finansowym. Modelowy przebieg analizowanej transakcji prezentuje

⁴ Ł. Reksa: *Sekurytyzacja wierzytelności na rynkach międzynarodowych*, „Bank i kredyt” 2004, nr 2, s. 60–61.

⁵ Ł. Reska: *Sekurytyzacja w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2007, s. 5–6.



Rysunek 1. Modelowy przebieg procesu emisji obligacji sekurytyzacyjnych przez przedsiębiorstwo

Źródło: M. Pawłowski: *Sekurytyzacja portfeli dłużnych w aspekcie finansowania małych i średnich przedsiębiorstw*, [w:] *Uwarunkowania rynkowe mikro i małych przedsiębiorstw*, red. A. Bielawska, T. Łuczka, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 588, Szczecin 2010, s. 164.

Zasadniczym warunkiem aplikowania mechanizmu sekurytyzacji w proces zarządzania finansami przedsiębiorstwa jest ekonomiczna zdolność podmiotu do generowania aktywów finansowych określonego rodzaju – wierzytelności (należności). Leżące u podstaw transakcji pozycje majątku powinny charakteryzować się przede wszystkim zdolnością do generowania dodatnich przepływów finansowych w przyszłości oraz ich pełną przewidywalnością co do terminu i wielkości. Dodatkowo, zwraca się uwagę na

podmiotowe zróżnicowanie zobowiązanych oraz względną jednorodność przedmiotową i czasową wiarytelności⁶.

Zgodnie z chronologią procesu sekurytyzacji, wyselekcjonowana grupa aktywów finansowych podlega prawnemu usamodzielnieniu, a więc zostaje przetransferowana do podmiotu specjalnego przeznaczenia oraz następuje emisja papierów dłużnych. Uwagę zwraca rozłączne traktowanie osoby emitenta obligacji i przedsiębiorstwa, które identyfikuje bezpośrednią korzyść, wynikająca z emisji instrumentów – pozyskuje kapitał finansowy. Wynika to z faktu, iż emitentem obligacji jest wspomniana spółka celowa, która ewidencjonuje aktywa zabezpieczenia w swoim majątku oraz dokonuje emisji obligacji we własnym imieniu. Brak bezpośredniego powiązania kapitałobiorcy z emitowanymi obligacjami powoduje, że w sensie prawnym taki mechanizm można by uznać za finansowanie sprzedaży określonego pakietu aktywów wpływami z tytułu emisji papierów dłużnych.

Analizowaną strukturę finansowania charakteryzuje, jak wspomniano, specyfika zabezpieczenia długu obligacyjnego. Realizacja świadczeń inkorporowanych treścią obligacji sekurytyzacyjnej spoczywa wyłącznie na wpływach generowanych przez określony zespół aktywów, których jakość bezpośrednio determinuje poziom bezpieczeństwa interesu inwestora. Taka konstrukcja zabezpieczenia rodzi więc potrzebę odpowiedniego wyselekcjonowania aktywów oraz skłaniałaby do zastosowania dodatkowych instrumentów, służących ochronie inwestora przed skutkami ryzyka zaburzenia spłat. Z drugiej strony, sposób zabezpieczenia emisji długu implikuje odnotowywane przez przedsiębiorstwo korzyści, wykraczające poza fakt pozyskania kapitału.

Przesłanki wykorzystania obligacji sekurytyzacyjnych w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa

Pierwszoplanowo wykorzystanie papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami w polityce finansowania przedsiębiorstwa wiąże się z przekształceniem struktury jego majątku. Niepłynne dotychczas należności przekształcane są w zasoby gotówkowe, które, zasilając działalność przedsiębiorstwa, dywersyfikują źródła pozyskiwania kapitału. Istotne jest tutaj wskazanie, iż, pomimo że finansowanie odbywa się za pośrednictwem emisji długu, kapitał dopływający do przedsiębiorstwa nie zwiększa strony zobowiązań. Dzieje się tak, gdyż fundusze zasilające działalność podmiotu wynikają z transformacji posiadanego majątku (sprzedaży aktywów), a zadłużenie wynikające z emisji obligacji wykazywane jest w pasywach spółki specjalnego przeznaczenia.

W przypadku finansowania przedsiębiorstwa przy wykorzystaniu techniki sekurytyzacji, ryzyko emitowanych papierów dłużnych nie jest kojarzone z ryzykiem przedsiębiorstwa, lecz z ryzykiem transferowanych wiarytelności. Wyodrębnienie grupy aktywów zabezpieczenia z obszaru funkcjonowania podmiotu pozyskującego fundusze ogranicza ryzyko to-

⁶ A. Waszkiewicz: *Ryzyko sekurytyzacji a kryzys finansowy*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2011, s. 46–17.

warzyszące jego działalności i ryzyko aktywów zabezpieczających świadczenia deklarowane w ramach emisji. W konsekwencji, emisja obligacji sekurytyzacyjnych jest instrumentem finansowania dostępnym dla przedsiębiorstw nieposiadających wysokiej noty ratingowej lub charakteryzujących się słabą zdolnością kredytową. Możliwość wykorzystania sekurytyzacji aktywów wyznacza jakość wierzycelności, jakimi dysponuje dana jednostka⁷.

Proces emisji obligacji sekurytyzacyjnych umożliwia nadto zarządzanie ryzykiem przedsiębiorstwa poprzez jego realokację na grupę inwestorów. Transakcji całkowitego transferu aktywów zabezpieczenia towarzyszy przeniesienie wszelkich związanych z tymi aktywami typów ryzyka (ryzyko stopy procentowej, ryzyko walutowe, ryzyko kredytowe). W konsekwencji, wraz ze sprzedażą aktywów następuje ograniczenie poziomu i liczby czynników ryzyka, towarzyszącego działalności podmiotu inicjującego sekurytyzację.

Identyfikując zalety emisji papierów wartościowych, zorganizowanej w ramach sekurytyzacji aktywów, nie można pominąć faktu, iż jest to sposób finansowania niewymagający ujawnienia danych o przedsiębiorstwie inicjującym sekurytyzację. W przypadku emisji klasycznych obligacji, regulacje prawne wymagają publikacji wielowątkowych i rozbudowanych informacji charakteryzujących emitenta – prospektu emisyjnego bądź też memorandum informacyjnego. W przypadku emisji obligacji sekurytyzacyjnych, emitentem jest spółka specjalnego przeznaczenia (SPV), a nie przedsiębiorstwo inicjujące transakcję.

Podsumowując rozważania dotyczące korzyści wynikających z wykorzystania obligacji sekurytyzacyjnych w finansowaniu przedsiębiorstwa, rozważyć należy wady towarzyszące temu procesowi. W literaturze jako podstawową wyróżnia się wysokie koszty organizacji i przeprowadzenia transakcji sekurytyzacyjnej, które powodują, że ta technika finansowania może być rozważana w przypadku programów o dużej skali⁸. Wysoka wartość programu emisji implikuje z kolei potrzebę odpowiedniego poziomu popytu, umożliwiającego zamknięcie emisji. W tym aspekcie rozważania wymaga także konkurencja ze strony pozostałych rynkowych instrumentów dłużnych (obligacji skarbowych czy komunalnych) oraz brak tradycji polskich przedsiębiorstw w pozyskiwaniu kapitału metodą sekurytyzacji (brak rynku tych instrumentów).

Podsumowanie

Cechą wyróżniającą obligacje sekurytyzacyjne na tle pozostałych instrumentów dłużnych jest fakt, że poza pozyskaniem kapitału, technika ta silnie wpływa na sferę gospodarki finansowej przedsiębiorstwa. Emisja obligacji sekurytyzacyjnych pozwala bowiem zwiększyć efektywność zarządzania finansami w przedsiębiorstwie poprzez optymalizację wykorzystania kapitału oraz przyspieszenie przepływów finansowych, skutkując jedno-

⁷ A. Pyka: *Finansowanie działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw*, [w:] *Współczesna bankowość korporacyjna*, red. A. Szelągowska, CeDeWu.pl, Warszawa 2011, s. 81.

⁸ P. Czapiewski, *Sekurytyzacja aktywów*, [w:] *Bankowość korporacyjna*, red. M.S. Wiatr, Difin, Warszawa 2012, s. 229–230.

czeńście poprawą wskaźników działalności operacyjnej i finansowej. Nie bez znaczenia jest także wpływ mechanizmu sekurytyzacji na zarządzanie ryzykiem działalności podmiotu inicjującego transakcję. Pomimo niekwestionowanych zalet, wykorzystanie emisji obligacji sekurytyzacyjnych w strategiach finansowania krajowych podmiotów gospodarczych ograniczone jest brakiem ram prawnych przeprowadzenia tego procesu, niewielkim doświadczeniem polskich przedsiębiorstw w tej sferze oraz postrzeganiem sekurytyzacji jako źródła kryzysu finansowego XXI wieku.

Literatura

- Bankowość korporacyjna*, red. M.S. Wiatr, Difin, Warszawa 2012.
- Kropiwnicki J.: *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, LexisNexis Polska sp. z o.o., Warszawa 2010.
- Pyka I.: *Rynkowe instrumenty finansowe w alokacji kapitału bankowego*, Difin, Warszawa 2012.
- Reksa Ł.: *Sekurytyzacja wierzytelności na rynkach międzynarodowych*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 2.
- Reska Ł.: *Sekurytyzacja w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2007.
- Ustawa z dn. 29 czerwca 1995r. *o obligacjach*, DzU 2001, nr 120, poz. 1300 z późn. zm.
- Uwarunkowania rynkowe mikro i małych przedsiębiorstw*, red. A. Bielawska, T. Łuczka, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 588, Szczecin 2010.
- Waszkiewicz A.: *Ryzyko sekurytyzacji a kryzys finansowy*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2011.
- Współczesna bankowość korporacyjna*, red. A. Szelągowska, CeDeWu.pl, Warszawa 2011.

mgr Maciej Pawłowski
Katedra Finansów Przedsiębiorstwa
Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług
Uniwersytet Szczeciński

Streszczenie

Artykuł porusza problematykę wykorzystania obligacji sekurytyzacyjnych w aspekcie zarządzania finansami przedsiębiorstwa. W pierwszej części artykułu dokonano wyodrębnienia analizowanego pojęcia na tle ogólnej teorii obligacji oraz przeprowadzono charakterystykę procesu emisyjnego tych instrumentów. Następnie zidentyfikowano potencjalne korzyści, wynikające z zastosowania obligacji sekurytyzacyjnych w procesie finansowania przedsiębiorstwa oraz sformułowano wnioski końcowe.

**THE IMPORTANCE OF SECURITIZATION BONDS
IN CORPORATE FINANCIAL MANAGEMENT****Summary**

The article discusses the issue of the use of securitization bonds in terms of corporate financial management. The first part of the paper analyses the concept of the securitization bonds and characterizes the process of issuance of this kind of financial instrument. In the second part, the potential benefits of the application of securitization bonds in the process of financing a company are identified and conclusions are formulated.