

JOANNA LIZIŃSKA

## **PRZESŁANKI WYKORZYSTYWANIA SEKURYTYZACJI AKTYWÓW W PROCESIE FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTW**

### **I. WSTĘP**

Przedsiębiorstwa funkcjonujące współcześnie w rozwiniętych gospodarkach rynkowych i poszukujące źródeł finansowania mają możliwość dostępu nie tylko do krajowych, ale również międzynarodowych rynków finansowych. Zmiany, jakie następowały w latach osiemdziesiątych na rynkach finansowych najbardziej uprzemysłowionych krajów, sprzyjały procesowi nasilającej się globalizacji. W jej efekcie postępowano – powiązane z postępowaniem techniki komputerowej – zaostrzenie się krajowej oraz międzynarodowej konkurencji. W wyniku tych głębokich przemian nasilały się potrzeby poszukiwania nowych form finansowania działalności przedsiębiorstw.

Postęp technologiczny w dziedzinie komputeryzacji i komunikacji, zatarcie tradycyjnych granic pomiędzy zastosowaniem poszczególnych form papierów wartościowych, umiędzynarodawianie się rynków finansowych, rosnąca skłonność rządów poszczególnych państw do zmniejszania stopnia regulacji rynków oraz postępująca koncentracja instytucji finansowych, a także zwiększająca się niestabilność na globalnych rynkach kapitałowych – wszystkie te czynniki przyczyniły się do stworzenia coraz bardziej konkurencyjnych i efektywnych rynków finansowych<sup>1</sup>. Jedną z innowacji, odpowiadającą nowym, dynamicznie zmieniającym się warunkom, była sekurytyzacja aktywów. Funkcjonująca od blisko trzydziestu lat technika sekurytyzacji cechuje się złożonością i znacznymi zdolnościami adaptacji innych technik włączanych do konstrukcji transakcji. Możliwości finansowania poprzez odpowiednio skonstruowane transakcje sekurytyzacji podnoszą efektywność działalności przedsiębiorstw.

### **II. SPECYFIKA TRANSAKCJI SEKURYTYZACJI**

Sekurytyzacja, jako nowoczesna technika refinansowania, polega na wydzieleniu i przekształceniu puli nie płynnych aktywów w papiery wartościowe, które – wprowadzone do obrotu rynkowego – stają się źródłem finansowania przedsiębiorstwa. Emisje tych papierów wartościowych obsługiwane są z wpły-

---

<sup>1</sup> Zob. F. J. Fabozzi, *Accessing Capital Markets through Securitization*, Frank J. Fabozzi Associates 2001, s. 1 i n.

wów pieniężnych generowanych przez wyodrębniony pakiet aktywów<sup>2</sup>. Zamiana aktywów w papiery wartościowe następuje najczęściej w drodze sprzedaży tychże aktywów przez inicjatora transakcji specjalnemu podmiotowi, zwanemu spółką specjalnego przeznaczenia (Special Purpose Vehicle – SPV), założonemu wyłącznie w celu emisji papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (Asset-Backed Securities – ABS).

Sekurytyzacja może mieć charakter zarówno operacji bilansowej, jak i pozabilansowej. O tej ostatniej można mówić wtedy, gdy następuje tzw. faktyczna sprzedaż aktywów. Wówczas SPV nie ma regresu wobec aranzera transakcji i jest podmiotem niezależnym od niego, co oznacza, że nie odczuje ewentualnego bankructwa aranzera. W artykule skupiono się na formie sekurytyzacji pozabilansowej.

Sekurytyzacji podlegać mogą różnego rodzaju wierzytelności wiążące się z regularnymi płatnościami, w tym zarówno wierzytelności już istniejące, jak i przyszłe<sup>3</sup>. Sekurytyzowane aktywa powinny generować określone strumienie pieniężne. Ponadto powinny cechować się jednorodnością, zdywersyfikowaniem pod określonym kątem (np. geograficznym), terminowością i wysokim prawdopodobieństwem spłaty sekurytyzowanych należności<sup>4</sup>, co pozwala określić, bądź prognozować, strumienie pieniężne otrzymywane z aktywów. Opłacalne jest z reguły realizowanie programów sekurytyzacji opartych na aktywach znacznej wartości.

Dla skutecznego uplasowania emitowanych walorów na rynku i podwyższenia ich jakości do poziomu zapewniającego uzyskanie docelowego ratingu ustanawiane są dodatkowe zabezpieczenia: wewnętrzne (tworzone przez bezpośrednich uczestników transakcji, czyli emitenta i aranzera, takie jak nadzabezpieczenie, podział emisji na transze, tworzenie funduszy rezerwowych) oraz zewnętrzne (m.in. w postaci utworzenia akredytywy, depozytu zabezpieczającego, otrzymania poręczenia udzielonego przez stronę trzecią, gwarancji wyspecjalizowanej instytucji ubezpieczeniowej).

Z uwagi na specyfikę sekurytyzacji, wyrażającą się między innymi w jej złożoności, innowacyjności i wysokim stopniu niepowtarzalności, skuteczność i opłacalność transakcji uzależniona jest od sprawnego działania podmiotów współpracujących z aranzерem. Podmioty te pełnią tak istotne funkcje, jak analiza danych związanych z oceną jakości emitowanych ABS, poprawianie ratingu walorów poprzez odpowiednie dopasowanie zabezpieczeń, działania marketingowe zmierzające do skutecznego uplasowania emisji na rynku, profesjonalnej obsługi płatności<sup>5</sup>.

Proces sekurytyzacji wymaga zaangażowania wielu podmiotów: przede wszystkim aranzera emisji, który inicjuje proces, wydzielając określone aktywa mające stać się podstawą emisji. Poza tym konieczne jest działanie podmiotów obsługujących emisję, podnoszących wiarygodność kredytową, a także emitentów, powierników, doradców, inwestorów finalnych, a nade wszystko agencji ratingowych.

<sup>2</sup> Por. O. E. Ergungor, *Securitization*, „Economic Commentary” z dn. 15.08.2003 r., s. 1.

<sup>3</sup> Zob. J. Węclawski, *Sekurytyzacja – nowa forma finansowania przedsiębiorstw*, „Bank i Kredyt” 1994, nr 8, s. 44.

<sup>4</sup> Zob. I. Styn, *Co to jest sekurytyzacja aktywów*, „Rynek Terminowy” 2001, nr 4, s. 10.

<sup>5</sup> Por. F. J. Fabozzi, op. cit., s. 25.

### III. CZYNNIKI SPRZYJAJĄCE ROZWOJOWI SEKURYTYZACJI

Rozwój sekurytyzacji jest możliwy w państwach o szerokim zakresie swobody ekonomiczno-finansowej<sup>6</sup>. Stopień liberalizacji gospodarki danego kraju i sposób, w jaki uczestniczy ona w procesach globalizacji, determinuje wykorzystanie technik sekurytyzacyjnych. Polska może w tym zakresie skorzystać z doświadczeń krajów, w których procesy sekurytyzacji są szeroko stosowane i daleko bardziej złożone dzięki odpowiedniemu przygotowaniu sektora finansowego do tego typu transakcji.

Warunkiem upowszechnienia się na szerszą skalę transakcji sekurytyzacji w Polsce jest wystąpienie wśród przedsiębiorstw popytu na taki rodzaj finansowania. Tym samym konieczne jest postrzeganie tego sposobu uzyskania kapitału jako korzystnej pod pewnymi względami formy zasilania finansowego. Z uwagi na kluczowe znaczenie tego czynnika, poświęcono mu cały kolejny podrozdział artykułu.

Sekurytyzacja nie może zaistnieć bez zainteresowania ze strony inwestorów. Realizacja programów sekurytyzacyjnych wymaga wystąpienia popytu na papiery wartościowe emitowane przez SPV. Charakterystyka i etap rozwoju rynku papierów wartościowych w dużym stopniu decyduje o skutecznym uplasowaniu emisji i efektywnym pozyskaniu funduszy przez inicjatora. Znaczenie ma zarówno wielkość bazy inwestorów, jak i wyrażana przez nich skłonność do obejmowania emisji w ramach programów sekurytyzacji.

Szerokie spektrum motywów skłaniających do realizacji sekurytyzacji daje powody przypuszczać, że jeśli znikną lub przynajmniej zmniejszą się występujące obecnie w Polsce bariery upowszechniania się tych transakcji, to wiele podmiotów, głównie inicjatorów, ma szansę odnosić duże korzyści z tego tytułu. Specyfika sekurytyzacji sprawia, iż tylko wystąpienie określonych warunków otoczenia prawnego, ekonomicznego, technicznego i społecznego zadecyduje o zwiększeniu popularności i szerszym jej wykorzystaniu przez przedsiębiorstwa krajowe.

Sekurytyzacja, aby zaistnieć w formie, która przyniesie stronom zaangażowanym w transakcję wszystkie przypisywane jej korzyści, wymaga przede wszystkim stworzenia sprzyjających regulacji prawnych, mających zastosowanie do dowolnych podmiotów gospodarczych. W Polsce dotychczas ustawodawca nie zapewnił kompleksowych rozwiązań w tym zakresie. Jak już wspomniano, konieczne są właściwe proporcje pomiędzy tworzeniem zrozumiałych ram prawnych zakreślających obszar sekurytyzacji a zapewnieniem koniecznej elastyczności dla dalszego rozwoju sekurytyzacji. Nadmierna regulacja sfery prawnej w zakresie praw i obowiązków stron, zagadnień podatkowych czy bilansowych może zakłócić mechanizmy rynkowe, których działanie wpisane jest w specyfikę sekurytyzacji. Stąd też ustawodawca, tworząc odpowiednie regulacje, powinien rozważyć konieczność takiego ich zdefiniowania, by nie hamować innowacji wpisanych w specyfikę transakcji sekurytyzacji i umożliwić dostosowywanie konstrukcji poszczególnych programów do zróżnicowanych i zmieniających się oczekiwań zaangażowanych podmiotów.

<sup>6</sup> Zob. *Przesłanki i formy sekurytyzacji aktywów podmiotów gospodarczych*, red. I. Pyka, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2003, s. 16.

Rozwój sekurytyzacji w Polsce uzależniony jest również od szeregu czynników ekonomicznych. Koniunktura gospodarcza znajduje bezpośrednie odzwierciedlenie w zwiększonym zapotrzebowaniu na dodatkowe finansowanie u inicjatorów, zainteresowaniu inwestorów objęciem emisji ABS czy rozwoju instytucji wspomagających skuteczność programów sekurytyzacyjnych.

Wystąpienie szerszego zainteresowania transakcjami sekurytyzacji wymaga również sprzyjającego klimatu w grupie czynników społecznych. Szczególnie w Polsce ograniczona popularność sekurytyzacji, głównie w gronie przedsiębiorstw, wynika często z niewystarczającej wiedzy o strukturze i możliwościach wykorzystania sekurytyzacji w odniesieniu do konkretnej puli aktywów o odpowiedniej charakterystyce. Nawet przedsiębiorstwa dostrzegające korzyści płynące z zainicjowania i realizacji transakcji sekurytyzacji często nie podejmują działań w tym zakresie z uwagi na obawy dotyczące rzeczywistych skutków sekurytyzacji w przyszłości. Wciąż jeszcze otoczenie prawno-ekonomiczne nie zapewnia wystarczającego wsparcia przedsiębiorstwom, które potencjalnie mogą stać się aranżerami transakcji.

Ostatnia grupa elementów makrootoczenia determinujących rozwój sekurytyzacji to sfera możliwości technicznych. Obsługa transakcji sekurytyzacji wymaga zastosowania odpowiednich rozwiązań w tym zakresie. W istotny sposób wpływają one na czas potrzebny do przygotowania i obsługi programów sekurytyzacji, koszty jej realizacji, a tym samym na atrakcyjność sekurytyzacji jako sposobu finansowania.

W warunkach globalizacji rynków finansowych zagadnienie szerszego wykorzystania sekurytyzacji przez przedsiębiorstwa w Polsce rozważać należy również w kontekście możliwości, jakie istnieją dla tych firm w zakresie sekurytyzacji na rynkach międzynarodowych, także przynależność Polski do Unii Europejskiej rodzi określone konsekwencje w tym zakresie. Wiele specyficznych konstrukcji, dających zaangażowanym stronom określone korzyści może zostać przeszczepionych na warunki polskie. Wykorzystanie doświadczeń płynących z krajów, w których sekurytyzacja stosowana jest powszechnie, niewątpliwie powinno przyspieszyć skorzystanie z możliwości, jakie daje sekurytyzacja.

#### IV. KORZYŚCI DLA INICJATORA PROCESU

Sekurytyzacja może przynieść jej aranżerom wiele korzyści. Trzeba jednak podkreślić, że stawia również inicjatorom wysokie wymagania. Konstrukcja transakcji sekurytyzacji jest stosunkowo skomplikowanym sposobem pozyskania funduszy i może być efektywnie stosowana tylko w odniesieniu do konkretnych przedsiębiorstw przy sprzyjających warunkach otoczenia. Jeżeli założenia przyjęte na początku transakcji sekurytyzacji są błędne, wówczas sekurytyzacja może okazać się nieefektywnym sposobem zasilania kapitałowego, nie przynosząc tym samym oczekiwanych korzyści, a powodując skutki wręcz odwrotne. Z całą pewnością cechą sekurytyzacji decydującą o jej popularności na dojrzałych rynkach finansowych jest fakt, że technika ta tworzy wiele możliwości takiego ukształtowania konstrukcji transakcji, by odpowiadała ona indywidual-

alnym potrzebom zaangażowanych podmiotów i specyfice aktywów stanowiących podstawę emisji.

Podstawową zaletą sekurytyzacji jest zdynamizowanie zarządzania aktywami i pasywami przedsiębiorstwa. Transakcje sekurytyzacji stwarzają możliwość bezpośredniego dostępu do rynku kapitałowego<sup>7</sup>, tym samym dla wielu przedsiębiorstw zwiększa się spektrum źródeł finansowania działalności. Poprzez przeprowadzenie transakcji sekurytyzacji powstają nowe możliwości poprawy płynności aktywów, na które popyt byłby w innych warunkach ograniczony<sup>8</sup>. Sekurytyzacja może odgrywać istotną rolę w procesie alokacji kapitałów, powodując, że niepłynne aktywa, po ich wyodrębnieniu i pogrupowaniu (tzw. *pooling* wierzytelności), trafiają w zmienionej postaci na rynek kapitałowy.

Inicjatorzy transakcji sekurytyzacji oczekują w wyniku jej przeprowadzenia wielu bezpośrednich i pośrednich korzyści. Z punktu widzenia przedsiębiorstwa-aranżera, oczekiwane korzyści powinny być zawsze rozważane w odniesieniu do skutków, jakie wystąpiłyby przy zastosowaniu innych, alternatywnych źródeł finansowania.

Zastosowanie pozabilansowej sekurytyzacji aktywów pozwala osiągnąć przedsiębiorstwu decydującemu się na ten sposób finansowania obniżenie kosztu pozyskania kapitału. Poziom stopy zwrotu wymaganej przez dostawcy kapitału dla przedsiębiorstwa ma kluczowe znaczenie dla maksymalizacji wartości firmy, a tym samym dla oceny korzyści realizowanych poprzez sekurytyzację określonej puli aktywów.

Obniżenie kosztu pozyskania kapitału przez aranżera sekurytyzacji jest możliwe między innymi dzięki oddzieleniu ryzyka kredytowego związanego z pulą sekurytyzowanych należności od ryzyka kredytowego związanego z działalnością inicjatora. Pozwala to zgromadzić fundusze niepowiązane z ryzykiem kredytowym ciążącym na inicjatorze transakcji. Tym samym przedsiębiorstwo-aranżer cechujące się niekorzystnym ratingiem może poprawić swój średni ważony koszt kapitału, bądź zwiększyć ilość pozyskiwanych funduszy<sup>9</sup>. Ponieważ to raczej *rating* aktywów będących podstawą zabezpieczenia emisji (a nie ocena kredytowa inicjatora) decyduje o wysokości kosztu kapitału związanego z danym programem sekurytyzacji, to firma o niskiej ocenie kredytowej może pozyskać fundusze na korzystnych warunkach, jeżeli tylko aktywa bazowe są wysokiej jakości<sup>10</sup>.

Poprawienie poziomu wskaźników finansowych w wyniku transakcji sekurytyzacji to również sposób na obniżenie kosztu pozyskania kapitału. Przedsiębiorstwo może obniżyć koszt pozyskania kapitału obcego w efekcie redukcji ryzyka kredytowego przedsiębiorstwa. Refinansowanie za pomocą ABS następuje poza bilansem przedsiębiorstwa. Jeżeli przedsiębiorstwo zdecyduje się przeznaczyć pozyskane od SPV środki na spłatę dotychczasowego zadłużenia,

<sup>7</sup> *A Framework for European Securitisation*, European Securitisation Forum, London, May 2002, [www.eurosecuritization.com](http://www.eurosecuritization.com).

<sup>8</sup> Zob. *Przesłanki i formy sekurytyzacji...*, s. 52.

<sup>9</sup> Por. J. Deacon, *Global Securitisation and CDOs*, John Wiley & Sons, Ltd., 2003, s. 5.

<sup>10</sup> Por. S. L. Schwarcz, *The Alchemy of Asset Securitization*, „Stanford Journal of Law, Business & Finance”, vol. 1, Fall 1994, nr 1, s. 137.

to poprawi się ROA oraz wskaźnik ogólnego poziomu zadłużenia<sup>11</sup>. Jeżeli środki pieniężne ze sprzedaży należności przeznaczy na sfinansowanie opłacalnych inwestycji, to w przyszłości może oczekiwać poprawy zarówno ROA, jak i ROE. Poprawa wskaźników finansowych może prowadzić pośrednio również do obniżenia kosztu kapitału własnego.

Obniżenie kosztu pozyskania kapitału możliwe jest także dzięki uwolnieniu kapitału własnego<sup>12</sup>. Nawet w przypadku, gdy koszt kapitału obcego w postaci kredytu jest niższy niż kapitału pozyskanego poprzez sekurytyzację, opłacalne może być, z punktu widzenia wartości firmy, podjęcie finansowania poprzez sekurytyzację, jeżeli przedsiębiorstwo chce utrzymać optymalną strukturę finansowania.

Pozyskiwanie funduszy poprzez uruchamianie programów sekurytyzacyjnych może również korzystnie oddziaływać na koszt pozyskania kapitału w przyszłości. Jeżeli inicjator nie jest podmiotem znanym na rynku kapitałowym z poprzednich emisji, ale inicjuje transakcję sekurytyzacji, w ramach której dochodzi do emisji wysoko ocenianych walorów, to może jednocześnie zwiększać swoje szanse pozyskania kapitału na rynku nie tylko w formie ABS. Tym samym przedsiębiorstwo, decydując się na sekurytyzację, może realizować określoną strategię kreowania swojego korzystnego wizerunku na rynku finansowym

To, w jakim stopniu sekurytyzacja przyczyni się do obniżenia kosztu kapitału, uzależnione jest w dużej mierze od charakterystyki aktywów będących podstawą emisji. Istotna jest przede wszystkim jakość aktywów determinowana takim cechami, jak prognozowana stopa niewypłacalności portfela, wysokość ewentualnych strat w razie pogorszenia się sytuacji gospodarczej, odpowiednio duża pula aktywów, ich jednorodność i dywersyfikacja pod określonym kątem, zastosowane zabezpieczenia wewnętrzne i zewnętrzne. Ocena kategorii, do jakiej przynależałyby walory emitowane w ramach danego procesu sekurytyzacji, nie może opierać się na tradycyjnych metodach badania zdolności kredytowej, gdyż jej podstawę stanowić powinny należności stanowiące bazę emisji oraz wiarygodność instytucji obsługującej transakcję.

Możliwość obniżenia kosztów finansowania mogą być szczególnie ważne w okresach dekoniunktury, gdy dostęp do kapitału obcego staje się dla wielu przedsiębiorstw z różnych powodów ograniczony. Konstrukcja sekurytyzacji, pozwalająca oddzielić ryzyko działalności aranzera od ryzyka niespłacenia określonych wierzytelności będących podstawą emisji ABS, niweluje w pewnym stopniu negatywne skutki pogorszenia się sytuacji gospodarczej.

Jak już wspomniano, ocena opłacalności sekurytyzacji powinna być prowadzona w odniesieniu do innych, alternatywnych źródeł finansowania. Sprawa nie bez znaczenia przy podejmowaniu decyzji o finansowaniu poprzez sekurytyzację, decydującym o osiągniętych z tego tytułu korzyściach, jest konstrukcja konkretnego programu sekurytyzacji. Koszty transakcyjne związane z podjęciem i realizacją procesu sekurytyzacji są czynnikiem, który może w istotnym stopniu utrudnić, bądź wręcz uniemożliwić przeprowadzenie transakcji sekurytyzacji. Sekurytyzacja nie jest z całą pewnością rozwiązaniem w zakresie

<sup>11</sup> Zob. I. Styn, *Korzyści z sekurytyzacji pozabilansowej*, „Rynek Terminowy” 2001, nr 4, s. 12 i n.

<sup>12</sup> A. Davidson, A. Sanders, L. Wolff, A. Ching, *Securitization. Structuring and Investment Analysis*, John Wiley & Sons, Inc., 2003, s. 16.

finansowania działalności, które jest opłacalne dla każdego podmiotu posiadającego wierzytelności. O znaczeniu jakości aktywów dla opłacalności sekurytyzacji była już mowa powyżej. Zbyt wysokie koszty transakcyjne mogą również przekreślić opłacalność sekurytyzacji. Jednakże możliwe jest stworzenie takiej konstrukcji sekurytyzacji, która przyczyni się w istotny sposób do obniżenia tychże kosztów dla aranzera. W takich przypadkach stosuje się czasami rozwiązanie polegające na powołaniu przez kilku inicjatorów wspólnej spółki celowej (*multiseller securitization conduits*<sup>13</sup>). W Europie jednak dominują nadal programy sekurytyzacyjne bazujące na aktywach pochodzących od jednego aranzera.

Oprócz możliwości obniżenia kosztu kapitału, sekurytyzacja jest sposobem dywersyfikacji źródeł finansowania. Rynek ABS emitowanych w ramach programów sekurytyzacji ma swoją własną bazę inwestorów, z których przynajmniej część (albo wszyscy) nie inwestuje w działalność inicjatora procesu z różnych pobudek (np. zbyt niskiego ratingu aranzera, nieznamość przedsiębiorstwa). Emisja ABS umożliwia inicjatorowi dotarcie do nowej bazy inwestorów i poszerzenie obecnej struktury źródeł finansowania działalności. ABS ze względu na swoją specyfikę odpowiadają pewnym grupom inwestorów, którzy nie byłoby skłonni do zaangażowania swoich środków na innych warunkach<sup>14</sup>, a przedsiębiorstwo-inicjator uzyskuje dodatkową możliwość pozyskania funduszy bezpośrednio na rynku finansowym.

Sekurytyzacja może mieć na celu również pozyskanie kapitału bez konieczności ujawniania przez inicjatora danych o swojej firmie w zakresie, jaki byłby konieczny w porównaniu z innymi źródłami finansowania. W transakcjach sekurytyzacji analizom dokonywanym przez agencje ratingowe podlega nie tyle działalność aranzera, ile takie aspekty, jak struktura sekurytyzacji, charakterystyka aktywów będących podstawą emisji, stosowane zabezpieczenia<sup>15</sup>.

Zastosowanie sekurytyzacji umożliwia również zarządzanie niektórymi rodzajami ryzyka<sup>16</sup>. Właściwe ryzyko kredytowe w sekurytyzacji pozabilansowej może być ograniczone taką konstrukcją transakcji, która uniemożliwi powstanie regresu nabywców ABS w stosunku do inicjatora. Ryzyko powstania nadzwyczajnych strat na skutek niekorzystnych warunków gospodarczych bądź zdarzeń nadzwyczajnych jest najczęściej rozłożone na gwaranta zewnętrznego i na nabywców ABS.

Ograniczenie ryzyka stóp procentowych i ryzyka walutowego możliwe jest dzięki zastosowaniu między innymi swapów i opcji *cap*, czasami również ryzyka te przeniesione zostają albo na nabywców ABS, albo na gwaranta zewnętrznego. Ryzyko niedopasowania terminów zapadalności sekurytyzowanych aktywów do terminów zapadalności finansujących je pasywów możliwe jest do wyeliminowania w większości przypadków poprzez samą konstrukcję transakcji sekurytyzacji.

Z punktu widzenia zarządzania finansami nie do przecenienia korzyścią osiąganą poprzez finansowanie w drodze sekurytyzacji jest fakt, że przedsię-

<sup>13</sup> Zob. S. L. Schwarcz, op. cit., s. 140.

<sup>14</sup> J. Węclawski, op. cit., s. 49.

<sup>15</sup> W. A. Roeber, F. J. Fabozzi, *A Primer on Securitization*, „Journal of Structured & Project Finance”, vol. 9, Summer 2003, nr 2.

<sup>16</sup> Zob. I. Styn, op. cit., s. 14.

biorstwo-inicjator uzyskuje większą elastyczność operacyjną. Dla dalszej działalności przedsiębiorstwa istotne jest to, że sprzedaż określonej puli aktywów nie prowadzi do zerwania powiązań z klientami będącymi dłużnikami aranżera. Sekurytyzacja może przyczynić się również do lepszego dopasowania zapadalności aktywów i wymagalności pasywów<sup>17</sup>.

Transakcje sekurytyzacji mogą mieć również istotne znaczenie w aspekcie zarządzania należnościami przedsiębiorstwa. Poziom należności i zakres zamrożenia środków w wierzytelnościach wiąże się z określoną polityką w zakresie kredytowania odbiorców i rodzi wymagania w zakresie kapitału obrotowego. Wiąże się również z zagadnieniem kosztów utraconych korzyści. Motywem dokonywania sekurytyzacji nie musi być chęć pozyskania w ten sposób tańszych źródeł finansowania. Nawet jeżeli inicjator nie jest obciążony wymogiem zachowania współczynników ostrożnościowych, to może dokonać sekurytyzacji w oparciu o aktywa nisko oceniane przez agencje ratingowe. Wówczas celem sekurytyzacji będzie usunięcie z bilansu niewygodnych wierzytelności. Po sprzedaży aktywów ryzyko z nimi związane zostaje wyprowadzone z portfela inicjatora.

## V. PODSUMOWANIE

W ostatnich latach obserwuje się ogromne zainteresowanie technikami sekurytyzacji i ich szerokie wykorzystanie na światowych rynkach finansowych. Upowszechnianie się tej formy finansowania i powstawanie coraz nowszych jej form wiąże się ściśle z szerokim spektrum korzyści możliwych do uzyskania w wyniku skutecznego jej przeprowadzenia. Dla inicjatora korzyści z sekurytyzacji różnią się w zależności od specyfiki przedsiębiorstwa, a co za tym idzie – zależą od charakterystyki aktywów mających stać się podstawą emisji ABS. W wielu przypadkach sekurytyzacja przyczynia się nie tylko do redukcji bezpośrednich kosztów finansowania działalności u inicjatora transakcji, ale również skutkuje powstaniem wielu pośrednich, czasami równie istotnych, korzyści. Wśród nich wymienia się najczęściej uwolnienie kapitału własnego, możliwość dywersyfikacji źródeł finansowania, zarządzanie niektórymi rodzajami ryzyka czy aspekty strategiczne.

Pomimo ograniczonego dotychczas zastosowania sekurytyzacji w Polsce, wykorzystanie tej techniki ma szansę stać się bardziej powszechne. Wiele obecnie występujących barier uniemożliwia pełny rozwój sekurytyzacji w Polsce. Jednakże odpowiednie rozwiązania systemowe, dalszy rozwój rynku finansowego, działania zmierzające do propagowania tej formy finansowania i możliwość czerpania z doświadczeń państw bardziej rozwiniętych powinny w przyszłości zwiększyć zakres wykorzystania technik sekurytyzacji i osiąganie korzyści płynących z zastosowania tej formy finansowania nie tylko dla przedsiębiorstw-inicjatorów, lecz także dla gospodarki jako całości.

*Mgr Joanna Lizińska jest asystentem Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.*

<sup>17</sup> J. Zombirt, *By sekurytyzacja była możliwa* (cz. I), „Bank” 2002, nr 5, s. 20.

## RATIONALE FOR USING ASSET SECURITISATION AS A COMPANY FUNDING SOURCE

## S u m m a r y

The paper presents securitisation technology as a source of capital. Securitisation can be defined as a process of converting cash flows arising from underlying assets due to the originator into a smooth repayment stream, thus enabling the originator to raise asset-backed financing (funds). Deals are normally structured by a transfer of receivables from the originator to a newly established company known as a special purpose vehicle, designed to separate the receivables from the insolvency risk of the originator, and referred to as a "true sale".

In the US, securitisation is stable and mature. In Europe, the securitisation market is growing rapidly, and in Poland it is still at an early stage of development, having to cope with number of obstacles including legal and tax issues that hamper securitisation of all asset classes.

The rationale for securitisation varies widely from company to company. One of the most frequently cited reasons for undertaking securitisation is a lower cost of funds, which is possible first of all because of the segregation of receivables from the insolvency risk of the originator. Another objective of securitisation may be the freeing of regulatory capital, balance sheet management, funding diversification, transfer of risk or a strategic profile.

Market mechanisms in financial markets increasingly displace administrative solutions of allocating scarce capital. Securitisation facilitates disintermediation in financial markets. The use of asset securitisation is propelling the use of market mechanisms to allocate capital.