

Maciej Pawłowski

Sekurytyzacja portfeli dłużnych w aspekcie finansowania małych i średnich przedsiębiorstw

Ekonomiczne Problemy Usług nr 51, 163-170

2010

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

MACIEJ PAWŁOWSKI

Uniwersytet Szczeciński

SEKURYTYZACJA PORTFELI DŁUŻNYCH W ASPEKCIE FINANSOWANIA MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW

Wprowadzenie

Małe i średnie przedsiębiorstwa stanowią podstawę funkcjonowania współczesnego systemu ekonomicznego. To przede wszystkim temu sektorowi gospodarka zawdzięcza swój wzrost. Odnosi się to zarówno do wymiaru krajowego, jak i europejskiego. W Polsce udział MSP przekracza 99%, małe i średnie przedsiębiorstwa zapewniają 70% wszystkich miejsc pracy oraz wytwarzają blisko 60% produktu krajowego brutto¹. W pozostałych krajach Wspólnoty notuje się wartości zbliżone.

Tak duży wpływ sektora MSP na parametry definiujące i kształtujące stopień rozwoju gospodarczego powoduje, iż są one przedmiotem zainteresowania władz różnego szczebla. Formułowane i implementowane programy i polityka koncentrują się przede wszystkim na działaniach prorozwojowych w aspekcie doskonalenia infrastruktury finansowej MSP jako podstawowej determinanty ich funkcjonowania i rozwoju. Oprócz instrumentów bezpośredniego wsparcia finansowego znaczenia nabierają formy pośrednie. Przykładem inicjatywy takiego rodzaju są gwarancje sekurytyzacji portfeli dłużnych MSP oferowane przez Europejski Fundusz Inwestycyjny (EIF) w ramach programu ramowego na rzecz konkurencyjności i innowacji (CIP) 2007–2013.

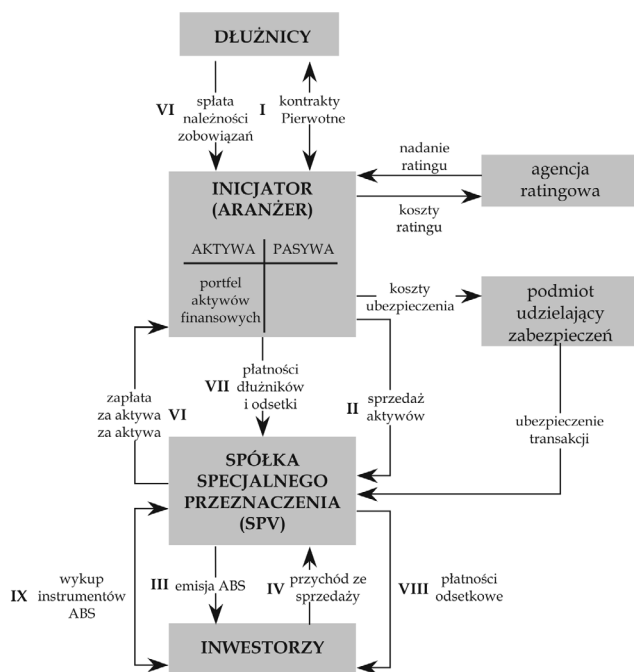
Artykuł ma na celu zobrazowanie istoty i znaczenia procesu sekurytyzacji aktywów na tle rozwoju tej techniki finansowania na rynkach europejskich. Szczególną uwagę zwrócono na tego rodzaju transakcje w procesie refinansowania akcji kredytowej pośredników finansowych na rzecz sektora MSP przewidzianej w programie ramowym UE. Wskazano również na ramowe warunki

¹ Według danych PARP; www.parp.gov.pl (dostęp 20.11.2009 r.).

ki udzielenia takiego wsparcia oraz poddano analizie wykorzystanie gwarancji transakcji sekurytyzacji w Polsce.

Sekurytyzacja aktywów w warunkach europejskich – zarys problemu

Sekurytyzacja jest złożonym i wielowątkowym mechanizmem finansowania, polegającym na przekształceniu pozbawionych płynności aktywów o podobnej charakterystyce w pakiety oprocentowanych papierów wartościowych o cechach umożliwiających ich wprowadzenie na rynek w celach inwestycyjnych². Jest więc jedną z form finansowania opartego na emisji długu, której szczególną cechą jest transfer aktywów zabezpieczenia – od inicjatora procesu do nowo powstałego podmiotu emisyjnego (SPV). Modelowe ujęcie organizacji i przebiegu procesu sekurytyzacji, będące płaszczyzną odniesienia dla bardziej lub mniej typowych rozwiązań praktycznych, przedstawiono na rysunku 1.



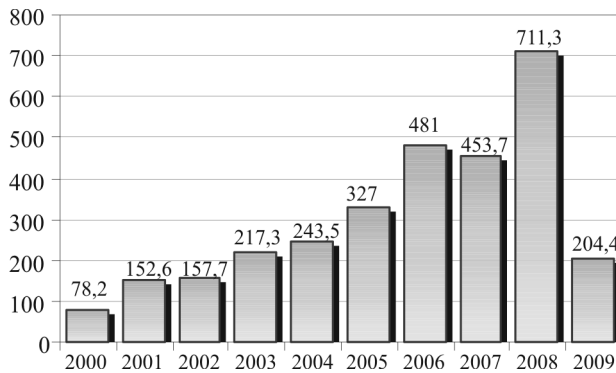
Rys. 1. Organizacja i przebieg procesu sekurytyzacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie Ł. Reksa, *Sekurytyzacja po polsku*, „Bank” 2003, nr 10 (133), październik, s. 52.

² A.K. Bhattacharya, K. Dandapani, *Sekurytyzacja aktywów: perspektywy i problemy*, w: *Zarządzanie aktywami i pasywami*, red. F.J. Fabozzi, A. Konshi, Związek Banków Polskich, Warszawa 1998, s. 369–370.

Możliwość zorganizowania przez inicjatora transakcji sekurytyzacyjnej, a tym samym finansowania prowadzonej przez niego działalności gospodarczej przy jej wykorzystaniu, zależy od aktywów wykazywanych w bilansie aranżera. Aktywa stanowiące zabezpieczenie dla sekurytyzacyjnych instrumentów finansowych powinny charakteryzować się przede wszystkim zdolnością do generowania dodatnich przepływów pieniężnych w przyszłości oraz ich pełną przewidywalnością co do terminu i wielkości³. Kryteria te mają zapewnić bezpieczeństwo i jakość całego programu finansowania.

Technika finansowania drogą sekurytyzacji nabiera coraz większego znaczenia na współczesnym rynku usług finansowych. Na kontynencie europejskim notuje się rosnącą aktywność w zakresie emisji instrumentów dłużnych zabezpieczonych na aktywach (wykres 1).



Wykres 1. Wartość sekurytyzacyjnych instrumentów finansowych wyemitowanych na kontynencie europejskim w latach 2000–2009 (mld euro)

*Wyniki podane za 2009 rok obejmują jedynie okres do końca drugiego kwartału roku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *ESF Securitisation Data Report Q2:2009*.

Dokonując analizy europejskiego rynku sekurytyzacji, warto odnieść się do jego struktury z punktu widzenia aktywów zabezpieczenia. Jak podaje „International Financial Services London”⁴, niemal 90% sekurytyzowanych należności w 2009 roku to należności z sektora finansowego – wierzytelności leasingowe oraz różnego rodzaju należności kredytowo-pożyczkowe. Podstawową przesłanką kształtującą taki rozkład jest potrzeba refinansowania pozycji bilansowych pośredników finansowych celem kontynuowania ich działalności. Należności

³ A. Waszkiewicz, „Papierowe” bogactwo sekurytyzacji, „Bank i Kredyt” 2004 kwiecień, s. 17.

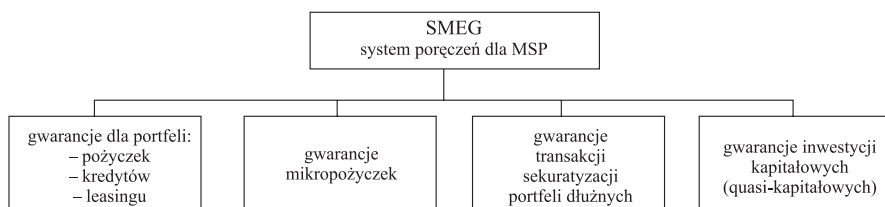
⁴ www.ifsl.org.uk (dostęp 30.11.2009 r.).

sektora finansowego jako nieliczne spełniają wysokie wymagania stawiane sekurytyzowanym aktywom.

Program ramowy UE na lata 2007–2013 a sekurytyzacja portfeli dłużnych MSP

Ramowy program na rzecz konkurencyjności i innowacji⁵ realizowany w latach 2007–2013 został uruchomiony 26 września 2007 roku. W porównaniu z dotychczasowymi funduszami pomocowymi jest on swoistą nowością w stosunkach finansowych Polski z Unią Europejską. Po pierwsze, program ramowy CIP jest instrumentem wspólnotowym dedykowanym wszystkim krajom członkowskim UE. Po drugie, zorientowany jest na propagowanie najlepszych praktyk w zakresie innowacji i rozszerzenie zakresu finansowania sektora MSP (dotychczas absorbowane środki miały na celu wyrównywanie różnic w regionach lub/i pomiędzy państwami należącymi do wspólnoty). Po trzecie, bezpośrednimi beneficjentami środków unijnych w ramach programu ramowego są instytucje finansowe, a nie jak dotychczas – przedsiębiorstwa.

Zdefiniowane powyżej podstawowe charakterystyki programu ramowego CIP znajdują uzasadnienie w zbiorze oferowanych w jego ramach instrumentów finansowych służących do realizacji przyjętej przez Radę Europejską strategii lizbońskiej⁶. Jedną z grup instrumentów finansowych dla małych i średnich przedsiębiorstw przewidzianych w programie CIP jest system poręczeń dla MSP – SMEG (SME Guarantee Facility), rysunek 2.



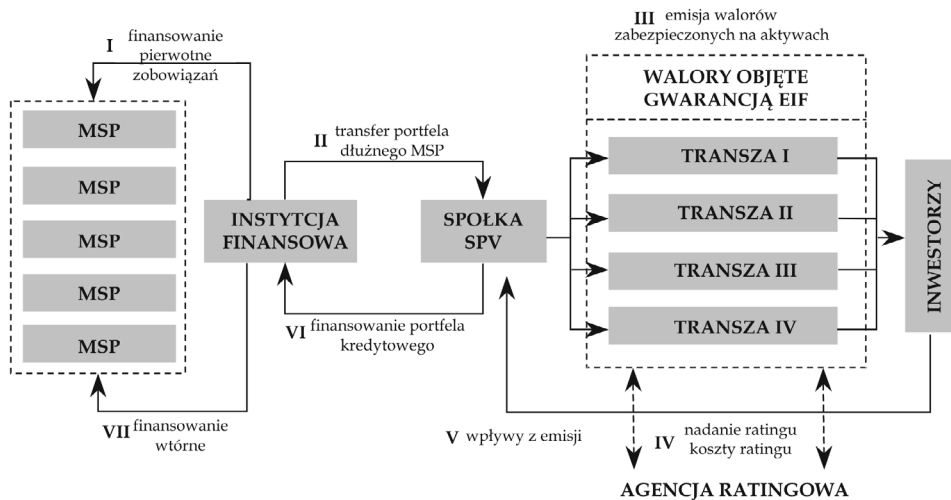
Rys. 2. Instrumenty finansowe dla MSP oferowane w ramach programu CIP

Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.cip.gov.pl/eip/kpkzbp (dostęp 29.11.2009 r.).

⁵ Competitiveness and Innovation Framework Programme – CIP.

⁶ Szerzej zob. www.eif.org; www.europa.eu.

Powyższe instrumenty finansowe dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw umożliwiają korzystanie z gwarancji portfelowych finansowanych przez Komisje Europejską i obsługiwanych przez Europejski Fundusz Inwestycyjny. Wśród dostępnych instrumentów znajdują się m.in. gwarancje na finansowanie dłużne innowacyjnych projektów MSP, finansowanie mikropożyczkowe z niepełnym zabezpieczeniem czy gwarancje transakcji sekurytyzacji portfeli dłużnych małych i średnich przedsiębiorstw. Ostatni instrument ma na celu wzmocnienie struktur sekurytyzacyjnych ukierunkowanych na pobudzenie akcji finansowania dłużnego lub gwarancji dla sektora MSP. Na atrakcyjność opcji sekurytyzacji z punktu widzenia bezpośrednich beneficjentów programu składa się możliwość pozyskania środków na korzystnych warunkach i przy ograniczeniu wymagań w zakresie kapitału regulacyjnego i ekonomicznego instytucji finansowych. Co więcej, zastosowanie sekurytyzacji portfeli dłużnych (gwarancyjnych) MSP ułatwia dostęp do rynków kapitałowych podmiotom finansowym, dla których pozyskiwanie kapitału z tego segmentu było dotychczas niedostępne.



Rys. 3. Proces sekurytyzacji z opcją gwarancji EIF

Źródło: opracowanie własne.

Instrukcje finansujące sektor MSP, aplikując sekurytyzację w struktury finansowania prowadzonej działalności kredytowej/gwarancyjnej, mogą liczyć na wsparcie Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego w postaci gwarancji emitowanych walorów zabezpieczonych na aktywach. Poprzez udzielenie gwarancji

EIF podejmuje zobowiązanie zapłaty określonej kwoty kapitału i odsetek powiązanych z sekurytyzacyjnymi instrumentami finansowymi. Maksymalny współczynnik gwarancji (równy 100% transzy) dotyczy wszystkich transz walorów z wyłączeniem transzy najniższej klasy, dla której współczynnik ten wynosi 50% wartości transzy. Istotne jest, iż horyzont czasowy obowiązywania udzielonej gwarancji zamknięto w okresie 10 lat od emisji walorów⁷.

Zgodnie z międzynarodowymi standardami emitowane w ramach procesu sekurytyzacji walory finansowe muszą podlegać ocenie agencji ratingowej. Obowiązek ten jest odpowiedzią na potrzeby informacyjne inwestorów w aspekcie podejmowanego ryzyka. W budżecie środków będących do dyspozycji SMEG przewidziano możliwość refinansowania kosztów poniesionych na uzyskanie noty ratingowej. Wartość refinansowana kosztów przez EIF nie może przekroczyć 50 tys. euro bądź 50% faktycznego kosztu otrzymania oceny ratingowej (w zależności od tego, która z kwot będzie wartościowo niższa).

Zasadniczym warunkiem współpracy pomiędzy EFI a pośrednikiem finansowym w zakresie gwarancji transakcji sekurytyzacji jest podjęcie zobowiązania utworzenia portfela dodatkowego służącego do pokrycia finansowania lub gwarancji dla sektora MSP. Wykreowany przy wykorzystaniu sekurytyzacji nowy zasób (portfel dodatkowy) służyć ma zwiększeniu podaży instrumentów dłużnych charakteryzujących się wyższym stopniem dostępności oraz wydłużonym terminem zapadalności. Struktura portfela dodatkowego powinna również uwzględniać w znacznym stopniu instrumenty finansujące nowe inwestycje oraz rozpoczynanie i przenoszenie działalności przez sektor MSP, a także formy finansowania służące do wzmocnienia ich struktury finansowej⁸.

Podmioty wnioskujące o wsparcie w tej postaci muszą spełniać określone kryteria, wśród których warto wymienić⁹:

- a) pozycję finansową i wydajność operacyjną pośrednika finansowego oraz jego umiejętność zarządzania ryzykiem i obsługi portfela sekurytyzowanego;
- b) gotowość i zdolność pośrednika do założenia portfela dodatkowego oraz zakres jego wykorzystania w procesie finansowania sektora małych i średnich przedsiębiorstw;
- c) stopień i skalę dotychczasowego zaangażowania w obsługę finansową sektora MSP;

⁷ www.cip.gov.pl (dostęp 2.12.2009 r.).

⁸ N. Jeziolowicz, *Sekurytyzacja wróci do łask?* 2008, „Bank”, nr 12, s. 32.

⁹ www.cip.gov.pl (dostęp 3.12.2009 r.).

d) zakres, w jakim portfel sekurytyzowany lub struktura transakcji sekurytyzacyjnej obejmują elementy innowacyjne (np. mniej typowe aktywa bazowe czy aktywa bazowe pochodzące z różnych krajów).

Sekurytyzacja jest elastycznym instrumentem finansowania umożliwiającym dostosowanie jego struktury do potrzeb, oczekiwań i możliwości inicjatora. W związku z tym, w programie ramowym CIP nie przewidziano standardowej ścieżki przeprowadzana transakcji. Parametry mechanizmu są każdorazowo przedmiotem negocjacji pomiędzy wnioskodawcą a Europejskim Funduszem Inwestycyjnym. Pozostawiono również dużą swobodę w odniesieniu do rodzaju aktywów zabezpieczenia, a w konsekwencji – kategorii instytucji mogących finansować działalność w drodze sekurytyzacji przy unijnym wsparciu. Katalog aktywów mogących być podstawą do uruchomienia transakcji został szeroko zdefiniowany. Sekurytyzowany portfel aktywów składać się może m.in. z dłużnych instrumentów finansowych, należności leasingowych, instrumentów hybrydowych czy innych walorów powiązanych z kapitałem własnym przedsiębiorstwa. Istotne jest, by pakiet aktywów był w miarę jednorodny rodzajowo oraz zdywersyfikowany pod kątem pierwotnie zobowiązanych. Z kolei wśród inicjatorów sekurytyzacji proponuje się banki, przedsiębiorstwa leasingowe, systemy gwarancyjne i poręczeniowe, podmioty specjalnego przeznaczenia, instytucje mikrofinansowania i pozostałe instytucje finansowe zajmujące się finansowaniem MSP

Podsumowanie

Program ramowy na rzecz konkurencyjności i innowacji na lata 2007–2013 dotychczas nie spotkał się z powszechnym zainteresowaniem¹⁰, jak to miało miejsce w przypadku funduszy strukturalnych. Rozpatrując problem w skali europejskiej, ograniczenie beneficjentów bezpośrednich do kategorii instytucji finansowych oraz niesława instrumentu sekurytyzacji w ostatnich miesiącach są podstawowymi czynnikami ograniczającymi zainteresowanie gwarancjami tych transakcji.

Odnosząc się do sytuacji w Polsce, można stwierdzić, że u podstaw braku zainteresowania tym instrumentem leży znikome doświadczenie i wiedza o tej technice. Sekurytyzacja pojawiła się na gruncie polskiego systemu finansowego

¹⁰ Po roku od uruchomienia instrumentów SMEG budżet zrealizowano w 20% (www.psf.org.pl, dostęp 4.12.2009 r.).

w 1999 roku i od tego momentu była wykorzystywana incydentalnie. Brak kompleksowych ram prawnych i odpowiednich instytucji wspomagających realizację procesu sekurytyzacji można uznać za kolejne bariery w jej rozwoju.

Są jednak realne przesłanki, by sytuacja uległa zmianie. Utrudnienia w funkcjonowaniu rynku międzybankowego, prognozowany popyt na dłużne finansowania bankowe, ograniczony wachlarz instrumentów refinansowania akcji kredytowej instytucji finansowych to tylko niektóre czynniki, które mogą wpłynąć na zainteresowanie finansowaniem w drodze sekurytyzacji. Z pewnością zaangażowanie Związku Banków Polskich w popularyzację sekurytyzacji na krajowym rynku finansowym i współpraca z organami unijnymi przyniesie wymierne korzyści.

DEBT FINANCE SECURITISATION AS A SME FINANCING METHOD

Summary

The article presents the concept of SME loans securitization designed in cooperation with European Investment Fund. It focus on provided by EIF securitization guarantees dedicated to a wide range of financial intermediaries such as banks, guarantee funds, mutual guarantee institutions, micro credit providers, public and promotional banks. The article also discuss the aim of the guarantee product which is to generate additional debt financing for SMEs.

Translated by Maciej Pawłowski