

PROGRAM SEKURTYZACJI – PRZYKŁAD PHARMAG S.A. W GDAŃSKU

Wstęp. Przesłanki uruchomienia programu sekurytyzacji. Cele programu sekurytyzacji. Czynności przygotowawcze. Schematy funkcjonowania programu sekurytyzacji.

1. Wstęp

Wzrost wartości sprzedaży towarzyszący wzrostowi udziału w rynku, niewątpliwie pożądanym i pozytywnym, rodzi jednak niebezpieczeństwa, które doprowadzić mogą przedsiębiorstwo do sytuacji, gdy ważniejsze od sprzedaży staje się przetrwanie. Aby ograniczyć takie sytuacje przedsiębiorstwo musi z góry zadbać o dywersyfikację i odpowiednią skalę źródeł finansowania, tak, aby dodatkowa sprzedaż mogła być odbierana jako źródło zysków, a nie jako potencjalne źródło niewypłacalności i zapaści przedsiębiorstwa.

2. Przesłanki uruchomienia Programu Sekurytyzacji

Jednym z celów strategicznych Pharmag SA w Gdańsku w końcu lat dziewięćdziesiątych było zwiększenie udziału w sprzedaży na rynku szpitalnym. Dynamiczny rozwój rynku dostaw środków farmaceutycznych i materiałów medycznych w pełni uzasadniał taką strategię i powodował, że rozpoczęto poszukiwania mechanizmów pozwalających na usprawnienie zarządzania płynnością i ograniczenie barier w dalszej ekspansji przedsiębiorstwa. Konieczność wprowadzenia nowych mechanizmów podyktowana była znacznymi opóźnieniami w zapłatach przez dłużników i spowodowane tym zaburzenia płynności. W efekcie przeprowadzonych analiz korzyści finansowych zdecydowano się na pionierską decyzję wdrożenia Programu Sekurytyzacji.

3. Cele Programu Sekurytyzacji

Postawiono następujące cele:

- poprawienie płynności przedsiębiorstwa w warunkach utrzymania wysokiej sprzedaży i znacznymi opóźnieniami w zapłatach od kontrahentów;
- zapewnienie dodatkowego źródła finansowania działalności gospodarczej;
- zmianę struktury bilansu.

Czynności przygotowawcze

Z uruchomieniem Programu Sekurytyzacji związane było w szczególności:

- wybranie banku jako partnera w organizacji i prowadzeniu Programu;
- stworzenie umów programu;
- utworzenie nowej spółki prawa handlowego (SPV);
- stworzenie procedur działania programu;
- wdrożenie rozwiązań informatycznych wspierających czynności w ramach programu.

Wybór banku

Sekurytyzacja aktywów finansowych w Polsce była w 2000 roku pionierskim przedsięwzięciem. Jednym z nielicznych banków, który posiadał doświadczenia w tym zakresie był BRE BANK SA.

¹ Wiceprezes Pharmag SA. Były konsultant z zakresu finansów i zarządzania. Twórca największego jak dotąd programu sekurytyzacji należności i jedynego, który został w pełni wdrożony i zakończony. Wiceprezes spółki TPS (Towarzystwo Projektów Sekurytyzacyjnych), współautor koncepcji sekurytyzacji powstałych w TPS, w tym sekurytyzacji wierzytelności należnych od jst.

² Kierownik Projektu Sekurytyzacji w Pharmag SA., odpowiedzialny za przygotowanie i sprawne funkcjonowanie Programu Sekurytyzacji. Doktorant Uniwersytetu Gdańskiego. Pracownik Akademii Morskiej w Gdyni. Autor wielu referatów dotyczących rynku kapitałowego w Polsce.

Dodatkowo, zaangażowany był on w Program Sekurytyzacji dla Urtica SA. Program, który jakością i rodzajem aktywów finansowych użytych do sekurytyzacji nie różnił się od tych, które były w posiadaniu Pharmag SA.

Efektom rozmów prowadzonych pomiędzy Pharmag SA i BRE BANK SA była Umowa Zlecenia podpisana w lipcu 2000 roku. Bank jako zleceniobiorca zobowiązał się w niej m.in. do:

- wyboru kancelarii prawnej;
- przygotowania Memorandum Informacyjnego;
- czynnego udziału w postępowaniu, którego celem miało być nadanie emitowanym papierom dłużnym ratingu przez agencję ratingową;
- dołożenia wszelkich starań do uruchomienia gwarancji nabycia papierów dłużnych oraz wspierającej linii kredytowej.

Umowy Programu

Efektom prac kancelarii prawnej, Banku oraz Pharmag SA było stworzenie pakietu umów regulujących funkcjonowanie Programu Sekurytyzacji.

Ich zestawienie przedstawia tablica 1.

Tablica 1. Umowy Programu Sekurytyzacji i strony w poszczególnych umowach.

| Nazwa umowy | Pharmag SA | SPV | Bank |
|---|------------|-----|------|
| Umowa Emisji Obligacji | X | | X |
| Umowa Programu Sekurytyzacji Wierzytelności | X | X | |
| Umowa o Administrowanie Programem Sekurytyzacji | | X | X |
| Umowa o Zarządzenie Przedsiębiorstwem SPV | X | X | |
| Umowa Krótkoterminowego Kredytu Odnawialnego | | X | X |
| Umowa o Administrowanie Zastawem Rejestrowym | | X | X |
| Umowa Zastawu Rejestrowego | | X | X |
| Umowa Podporządkowania | X | X | X |

Źródło: opracowanie własne.

Nowa spółka prawa handlowego

Specyficzne w programie sekurytyzacji wymaganie dotyczące odgraniczenia się od ryzyka związanego z działalnością gospodarczą inicjatora, którym był Pharmag S.A., wymagało utworzenia nowej spółki prawa handlowego. W nomenklaturze sekurytyzacji nazwana spółką specjalnego przeznaczenia (SPV), nowoutworzona spółka została zarejestrowana pod nazwą Pharmag HM Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością

Procedury Programu Sekurytyzacji

Sprawne funkcjonowanie programu sekurytyzacji zapewniły procedury związane ze sporządzaniem umów przelewu wierzytelności, emisjami i wykupem obligacji, kontrolą płynności, raportowaniem, przetwarzaniem i archiwizacją danych oraz księgowaniem operacji programu.

W wyniku intensywnych prac poprzedzających sekurytyzację, przed pierwszymi w niej operacjami osiągnięto sformalizowaną procedurami gotowość do sprawnego jej funkcjonowania.

Rozwiązania informatyczne wspierające czynności w ramach Programu

Przewidywana skala Programu Sekurytyzacji i związana z tym olbrzymia liczba dokumentów wymuszała konieczność stworzenia i wdrożenia "szytych na miarę" narzędzi, które zapewnić miały szybkie i pewne przenoszenie dokumentów drogą elektroniczną pomiędzy Pharmag SA a SPV. Dodatkowo, potrzeby informacyjne wymagały elastycznego systemu, w którym istniał łatwy dostęp do danych z zachowaniem odpowiedniej jego wydajności.

Zdecydowano o stworzeniu aplikacji opierających się o interfejsy Microsoft Access i wsparciu tego o serwer bazy danych z motorem Microsoft SQL Serwer.

4. Schematy funkcjonowania Programu Sekurytyzacji.

Pojęcie program sekurytyzacji swoje źródło znajduje w szeregu czynności, których efektem jest zamiana aktywów na papiery wartościowe (ang. securities). Kluczowe wątki w ramach Programu to:

- dołożenia wszelkich starań do uruchomienia gwarancji nabycia papierów dłużnych oraz wspierającej linii kredytowej;

- przelew wierzytelności od Inicjatora (Pharmag S.A.) do SPV (umowa przelewu);
- emisja obligacji przez SPV;
- zapłata za wierzytelności ze środków pozyskanych z emisji;
- gromadzenie środków wpływających tytułem będących w posiadaniu SPV wierzytelności;
- wykup obligacji.

Schematyczny obraz funkcjonowania Programu w Pharmag S.A. oraz działania podejmowane w ramach umów przelewu przedstawiają odpowiednio diagram 1. i 2.

Diagram 1. Mechanizm działania Programu Sekurytyzacji.

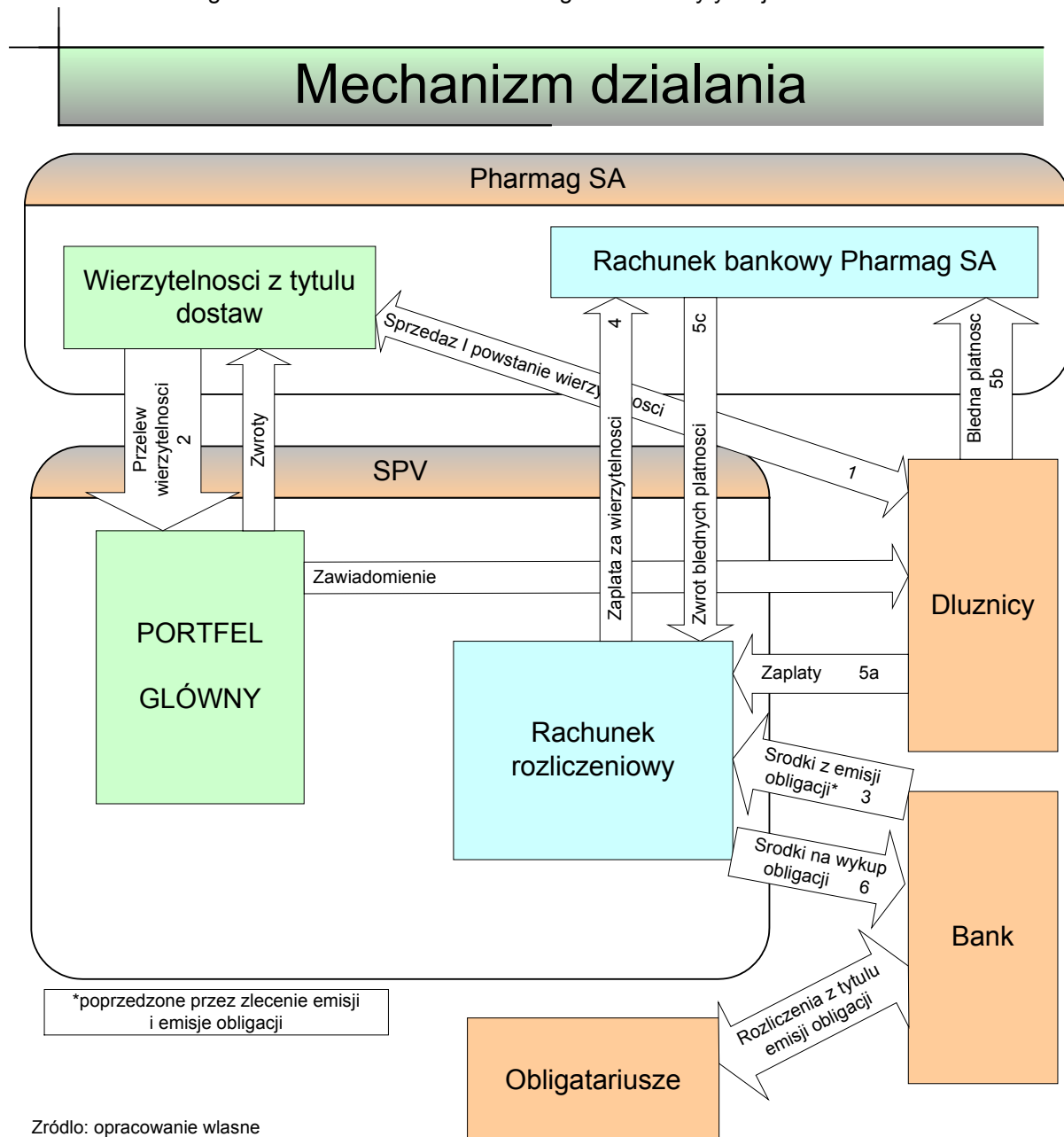


Diagram 2. Umowa przelewu wierzytelności.



Zródło: opracowanie własne

Przebieg programu

Właściwe rozpoczęcie Programu Sekurytyzacji nastąpiło wraz z pierwszą umową przelewu, tj. 9 marca 2001 r., a zakończenie – z datą wykupu ostatniej transzy obligacji.

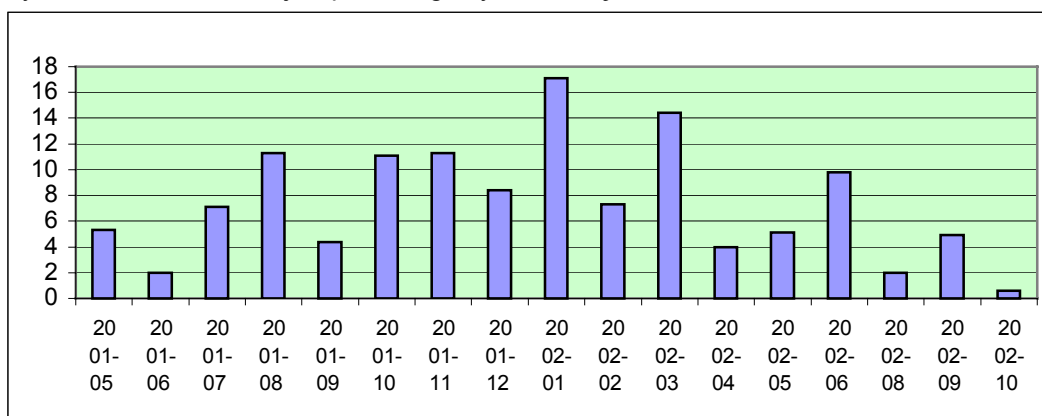
W trakcie trwania Programu dokonano 124 przelewów wierzytelności i 39 emisji obligacji. Wartość przelanych wierzytelności wynosiła łącznie ponad 100 mln zł, z czego blisko 70 mln w 2001 roku.

Emisje

Zgodnie z umowami Programu, emisja papierów dłużnych opierała się o Ustawę o obligacjach z 1995 roku. Obligacje emitowane były jako dyskontowe, na okres trzech miesięcy, a ich rentowność uzależniona była od średniej stopy WIBOR3M w dniach poprzedzających emisję. Emisja miała charakter niepubliczny, co z jednej strony ograniczało krąg potencjalnych odbiorców, z drugiej jednak obniżało koszty.

Pierwsza emisja obligacji nastąpiła 19 maja 2001 r. i opiewała na wartość 5,3 mln zł. W sumie do dnia zakończenia Programu przeprowadzono 39 emisji na łączną kwotę 126,1 mln zł. Wartość emisji w poszczególnych miesiącach przedstawia wykres 1.

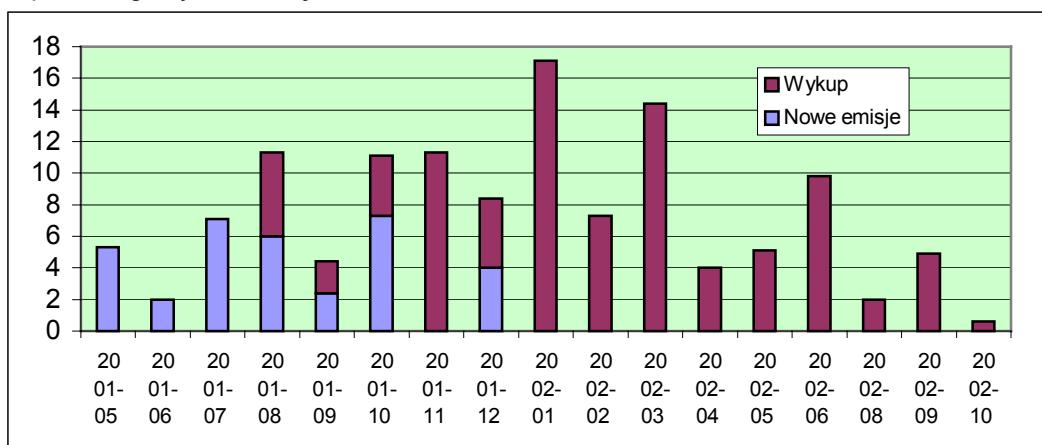
Wykres 1. Wartość emisji w poszczególnych miesiącach w mln zł.



Źródło: opracowanie własne

Środki uzyskane z emisji przeznaczane były na zapłatę za przelane wierzytelności lub na wykup zapadających transz. Wartość emisji z wyszczególnieniem środków przeznaczanych na wykup przedstawia wykres 2.

Wykres 2. Wartość emisji w podziale na nowe emisje i wykupy w poszczególnych miesiącach w mln zł.

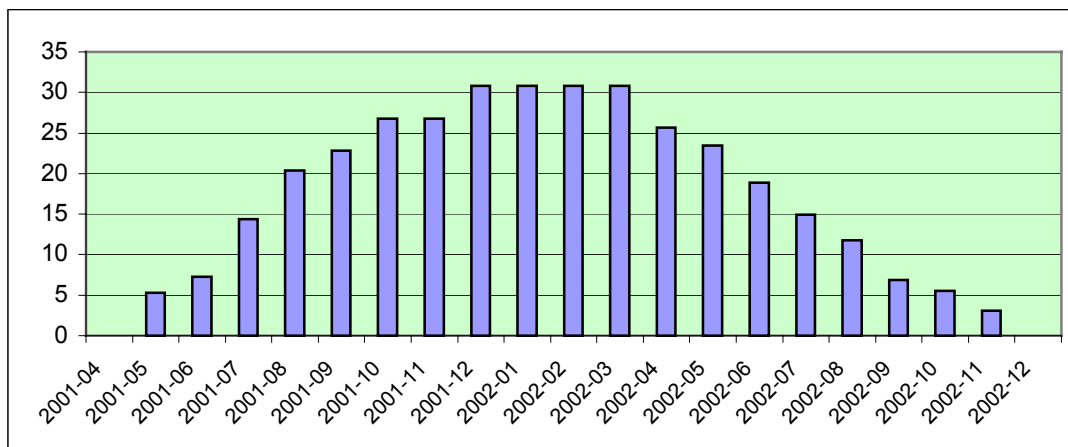


Źródło: opracowanie własne.

Jak można zauważyć na wykresie 2. dodatkowe środki z rynku SPV pozyskiwała tylko w 2001 roku. Emisje przeprowadzane w 2002 roku służyły dla pozyskania środków na wykup zapadających transz (tzw. rolowanie). Możliwość przelewania środków z SPV do Pharmag SA za wierzytelności umożliwiały jednak zapłaty dokonywane przez dłużników. Dzięki sekurytyzacji Pharmag SA zaciągnął na rynku kredyt z bliżej niesprecyzowanym terminem wykupu (ograniczonym końcem programu) przedłużanym co trzy miesiące. Z uwagi na dyskontowy charakter emitowanych obligacji operacja rolowania wiązała się z koniecznością zapewnienia środków na dyskonto.

Wartość wyemitowanych i nie wykupionych obligacji osiągnęła w trakcie trwania programu maksymalną wartość 30,8 mln zł, a jej wysokość w końcu poszczególnych miesięcy przedstawia wykres 3.

Wykres 3. Wartość nominalna wyemitowanych i nie wykupionych obligacji w mln zł.



Źródło: opracowanie własne.

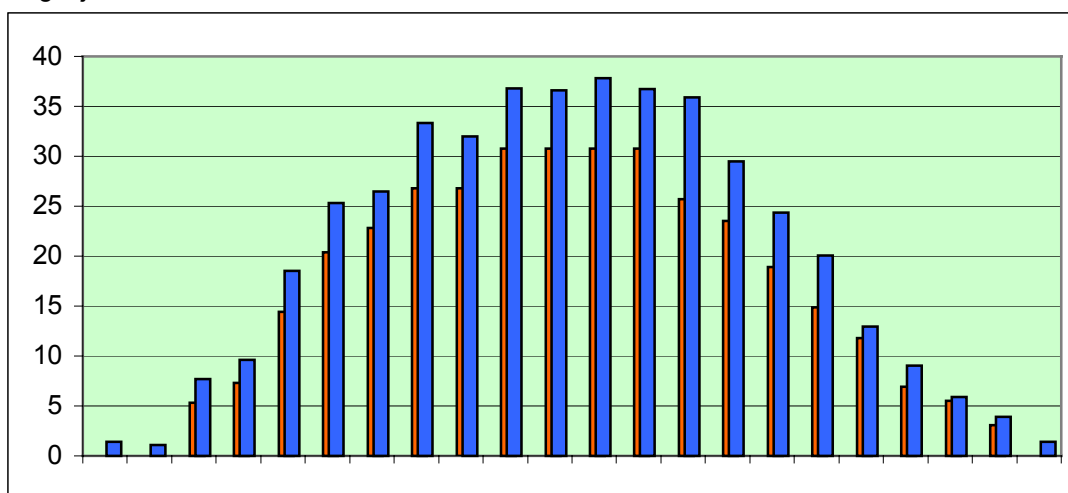
Jak widać na wykresie 3. maksymalną wartość Program Sekurytyzacji Pharmag SA osiągnął pod koniec 2001 roku. Począwszy od marca 2002 rozpoczęto wygaszanie programu, z czym wiązało się przeznaczanie zapłat dokonywanych przez dłużników na wykup kolejnych transz.

Zabezpieczenie obligacji

Program sekurytyzacji związany jest, z definicji, z koniecznością posiadania zabezpieczenia pod emitowane obligacje. W przypadku Pharmag SA były to wierzytelności należne spółce z tytułu dokonywanej sprzedaży do Samodzielnych Publicznych Zakładów Opieki Zdrowotnej.

Umowy Programu Sekurytyzacji w ścisły sposób określały minimalną wartość zabezpieczenia oraz jego jakość (związaną z przeterminowaniem oraz dywersyfikacją). Wierzytelności, które stanowiły zabezpieczenie emitowanych obligacji określono w umowach mianem Portfela Głównego. Był on pod szczególną kontrolą Administratora Programu (tj. Banku), co wiązało się m.in. z cotygodniowym raportem o jego zmianach. Wartość Portfela Głównego oraz, dla porównania, wartość wyemitowanych i nie wykupionych obligacji w końcu poszczególnych miesięcy przedstawia wykres 4.

Wykres 4. Wartość Portfela Głównego oraz wartość nominalna wyemitowanych i nie wykupionych obligacji w mln zł.



Źródło: opracowanie własne.

Jak można zauważyć, wartość Portfela Głównego stale przekraczała wartość wyemitowanych obligacji. Wysokość przekroczenia, zwana nadzabezpieczeniem ustalona była w umowach programu

i w zależności od warunków rynkowych oraz jakości wszystkich wierzytelności w portfelu SPV mogła zmieniać się czasie. Na dzień podpisania umów parametr nadzabezpieczenia równy był 20, co oznaczało, że wartość wyemitowanych i nie wykupionych obligacji nie może przekroczyć 80% wartości Portfela Głównego.

Dodatkowymi zabezpieczeniami emisji były udzielone przez bank gwarancje nabycia (tzw. underwriting) oraz wspierająca linia kredytowa. Wysokość zabezpieczeń tych określona była na maksymalnie 50% wyemitowanych i nie wykupionych obligacji, jednak w trakcie trwania programu ani razu nie wystąpiła konieczność ich wykorzystania.

Zabezpieczenia – zarówno wewnętrzne, stanowione przez opisane powyżej nadzabezpieczenie, jak i zewnętrzne – udzielone przez bank, określone były ściśle w umowach programu i stanowiły o bezpieczeństwie inwestycji dokonywanej przez obligatariuszy.

Rating

Uzyskanie przez SPV ratingu oceniającego poziom bezpieczeństwa w zakresie emisji krótkoterminowych papierów dłużnych było jednym z wymogów Banku, ale także środkiem do korzystnego oprocentowania obligacji. Rating ten przyznany został dla SPV w kwietniu 2001 przez Środkowoeuropejskie Centrum Ratingu i Analiz CERA SA (obecnie Fitch Polska S.A.) na najniższym poziomie ryzyka (oznaczenie CP-1). Fragment raportu przedstawiono poniżej.

Znaczenie ratingu ma fundamentalne znaczenie dla niektórych grup inwestorów. Gwarantuje on bowiem, z założenia, niezależną analizę i dzięki temu obiektywną ocenę emitowanych papierów wartościowych. Cofnięcie ratingu wiąże się zwykle z koniecznością podwyższenia rentowności papierów wartościowych i problemami ze znalezieniem nabywców na kolejne transze.

Monitoring prowadzony przez agencję ratingową ujawnił się w maju 2002 roku, kiedy to ograniczenie sprzedaży na rynku szpitalnym przez Pharmag SA spowodowało umieszczenie SPV na liście obserwacyjnej. Warunkiem utrzymania ratingu CP-1 było wstrzymanie przelewów środków pieniężnych z SPV do Pharmag SA i przeznaczenie wszystkich otrzymywanych płatności na wykup kolejnych transz.



CERA S.A. przyznaje rating **CP-1** dla krótkoterminowych obligacji emitowanych w seriach przez **PHARMAG-HM Sp. z o.o.** w ramach programu sekurytyzacji wierzytelności spółki PHARMAG S.A. o maksymalnej wartości 100 mln zł.

Główne elementy transakcji:

| | |
|--|---|
| Emitent i Spółka Specjalnego Przeznaczenia (SPV): | PHARMAG-HM Sp. z o.o. |
| Inicjator transakcji: | PHARMAG S.A. |
| Serwisier: | PHARMAG S.A. |
| Administrator programu: | BRE Bank S.A. |
| Agent, Dealer, Depozytariusz: | BRE Bank S.A. |
| Administrator zastawu: | BRE Bank S.A. |
| Oferowane papiery dłużne: | Obligacje dyskontowe o zapadalności nie dłuższej niż 26 tygodni |
| Początek programu emisji: | kwiecień 2001 r. |
| Maksymalna wartość programu: | 100 mln zł |
| Maksymalna wartość programu do dnia 31.03.2002: | 38 mln zł |
| Długość programu emisji: | 4 lata |
| Sekurytyzowane aktywa: | Wierzytelności handlowe PHARMAG S.A. wobec publicznych Zakładów Opieki Zdrowotnej |
| Konstrukcja prawna: | Sprzedaż należności handlowych PHARMAG S.A. Spółce Specjalnego Przeznaczenia - PHARMAG-HM Sp. z o.o. |
| Wewnętrzne wsparcie kredytowe: | Wartość nominalna wyemitowanych i niewykupionych obligacji jest o 20% mniejsza od wartości wierzytelności stanowiących zabezpieczenie obligacji oraz gotówki posiadanej przez SPV |
| Zewnętrzne wsparcie kredytowo-płynnościowe: | Wspierająca linia kredytowa udzielona przez BRE Bank S.A. w wysokości 7,6 mln zł, lecz nie więcej niż 20% kwoty odpowiadającej wartości nominalnej wyemitowanych i niewykupionych obligacji |
| Gwarancja objęcia emisji: | Gwarancja objęcia części emisji obligacji przez BRE Bank S.A. do wysokości 11,6 mln zł, lecz nie więcej niż 30% kwoty odpowiadającej wartości nominalnej wyemitowanych i niewykupionych obligacji |

Raporty

Program Sekurytyzacji, obłożony wieloma warunkami dla utrzymania wysokiego poziomu bezpieczeństwa wiązał się ze szczegółową sprawozdawczością określoną umowami programu.

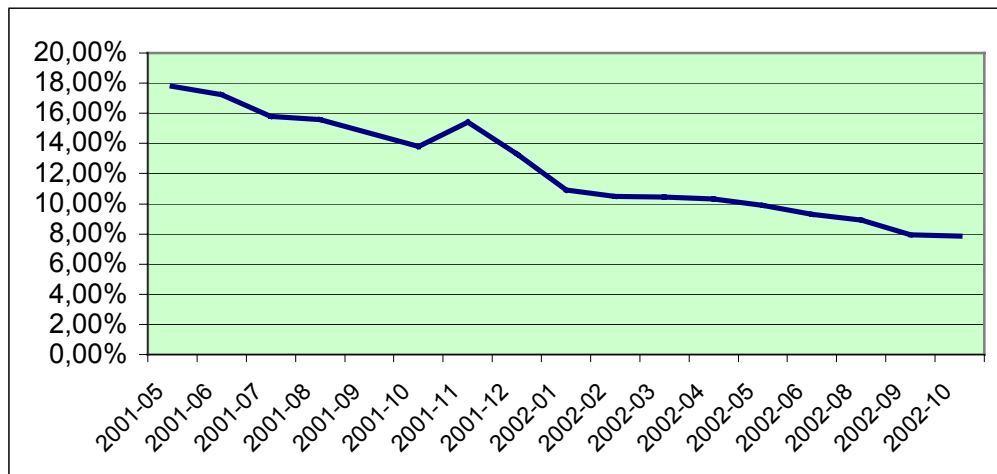
Tablica 2. Przykładowe raporty do banku wraz z terminami ich wysłania przedstawia poniższa tablica.

| Nazwa | Opis (wybrany zakres danych) | Częstość | Termin |
|--------------------------------------|---|-------------|-------------------------------|
| Raport 1. stan na koniec tygodnia | Informacja o: środkach na rachunku, wartości Portfela Głównego, wierzytelności przeterminowanych, emisje zapadalne w ciągu 28 dni, 65% średnich miesięcznych wpływów. | Tygodniowy | poniedziałek, godz. 12 |
| Raport 2. wynik w danym miesiącu | Informacja o zmianach Portfela Głównego w ciągu miesiąca, struktura przeterminowania, koncentracja | Miesięczny | 5 dni po zakończeniu miesiąca |
| Raport 3. | Lista wierzytelności w posiadaniu SPV | Okazjonalny | 3 dni przed emisją |
| Raport 8. | Błędne płatności | Tygodniowy | poniedziałek, godz. 12 |

Koszty emisji

Spadające stopy procentowe powodowały, że rentowność poszczególnych transz, a z drugiej strony koszty związane z pozyskaniem środków, różniły się między sobą. Roczna rentowność emitowanych obligacji przedstawia wykres 5.

Wykres 5. Roczna rentowność obligacji ustalana w miesiącu emisji



Źródło: opracowanie własne.

Koszt związany z wyemitowanymi obligacjami (a zatem koszt pozyskania kapitału przez SPV) po uwzględnieniu dodatkowo prowizji Banku jako Dealera, Agenta Płatniczego i Depozytariusza kształtował się na poziomie stopy WIBOR 3M.

Obligacje miały charakter dyskontowy, a więc SPV otrzymywała w wyniku emisji środki w wysokości wartości nominalnej pomniejszonej o dyskonto.

Program Sekurytyzacji oczami jego uczestników.

Pharmag SA

- stworzył nowe, konkurencyjne kosztowo źródło finansowania swojego rozwoju;
- zredukował ryzyko związane z nieterminowością zapłat przez dłużników;
- odłożył w czasie konieczność windykacji sądowej należności.

SPV (Pharmag HM Spółka z o.o.) osiągała zyski z różnicy w oprocentowaniu: dłużnicy obciążani byli odsetkami ustawowymi, a SPV pozyskiwała kapitał po stopie WIBOR 3M. W początkowym okresie działania programu stopa odsetek ustawowych wynosiła 30% (od 1 listopada 2000 r. do 14 grudnia 2001 r.), a koszt związany z pierwszą emisją (18 maja 2001r.) wynosił około 18%.

Bank osiągał przychody z tytułu pełnienia wielorakich funkcji w programie.

Dłużnicy mogli nadal kupować towar od Pharmag SA i liczyć na tolerancyjne podejście do przekraczania terminów płatności.

CERA osiągał przychody z tytułu nadania i utrzymania ratingu dla SPV.

4. Podsumowanie

Rzeczywistość gospodarcza wymusza na podmiotach gospodarczych konieczność ciągłego dokonywania wyborów i szukania coraz to lepszych rozwiązań. Sfera działalności związana z zapewnieniem odpowiednich źródeł finansowania decyduje o kondycji przedsiębiorstwa i jako pierwsza daje znać o sobie w przypadku rozpoczynających się problemów.

Pharmag SA zdecydował się w 2000 roku na uruchomienie Programu Sekurytyzacji. Programu, którego celem miało być wsparcie ekspansji na rynku szpitalnym oraz zapobieżenie narastającym problemom z zachowaniem płynności. Wiązało to się z utworzeniem nowego źródła finansowania – spółki specjalnego przeznaczenia, która skupowała wierzytelności od Pharmag SA i pod ich zabezpieczenie emitowała obligacje. Pionierskość przedsięwzięcia powodowała jednak wysokie koszty początkowe i konieczność istotnego zaangażowania w przygotowanie Programu. Należy jednak dodać, że Program przebiegł bez zakłóceń – w ciągu całego okresu jego trwania SPV nie musiała w żaden sposób korzystać z finansowego wsparcia, a obligatariusze nie mieli powodu, aby traktować inwestycje w obligacje jako ryzykowne.

Rozwój rynku finansowego w Polsce rodzi nadzieję, że rynek obligacji przedsiębiorstw będzie rozwijał się w co najmniej takim samym stopniu. Spadające stopy procentowe oraz wzrastająca świadomość i wiedza pozwalają przypuszczać, że Programy sekurytyzacji przestaną być epizodami w polskiej gospodarce i staną się popularnym instrumentem zarządzania płynnością.