

Andrzej Dąbkowski
Akademia Finansów i Biznesu Vistula – Warszawa

SEKURYTYZACJA – WSPÓŁCZESNE NARZĘDZIE INŻYNIERII FINANSOWEJ

Streszczenie

Publikacja ta poświęcona jest mniej znanemu instrumentowi inżynierii finansowej określanemu pojęciem – sekurytyzacja. Nie ma ono odpowiednika w języku polskim – co oczywiście nie oznacza, że instrument ten nie jest stosowany w Polsce. Instrument ten jednak ma pejoratywne konotacje w dobie kryzysu. Część naukowców i praktyków uważa wręcz, że sekurytyzacja jest współwinowajcą (oczywiście w części) obecnego kryzysu. Choć tak naprawdę głównym winowajcą jest w przypadku tego instrumentu nadmierna chciwość banków. Podejmując próbę przybliżenia czytelnikowi istoty i głównych cech tego interesującego instrumentu finansowego zaprezentuję nie tylko aspekt historyczny powstania i zastosowań sekurytyzacji ale i co chyba bardziej interesujące, główne kierunki pozytywnych zastosowań sekurytyzacji. W tym kontekście zaprezentuję również sprzężenia zwrotne sekurytyzacji i jej zastosowań z obecnym kryzysem.

Słowa kluczowe: sekurytyzacja, SPV – Special Purpose Vehicle, aranzjer (inicjator), administrator procesu, dystrybutor emisji, MBS – Mortgage Backed Securities.

Kody JEL: G2

Historia sekurytyzacji

Na pojawienie się sekurytyzacji jako nowego instrumentu finansowego miały niewątpliwie wpływ procesy globalizacji i liberalizacji rynków finansowych, zapoczątkowane w trzech ostatnich dekadach XX wieku. Spowodowały one znaczący przyrost liczby i wielkości ponadnarodowych inwestycji. Wiązało się to z rosnącym zapotrzebowaniem na kapitał finansujący dynamiczny rozwój przedsiębiorstw, w tym zwłaszcza przedsiębiorstw ponadnarodowych typu TKN – Transnational Corporations. Wtedy też rozpoczął się proces modyfikacji podejścia do tradycyjnej bankowości i zwiększania zainteresowania innymi źródłami pozyskiwania kapitału, do których należy emisja papierów wartościowych. W okresie tym pojawiło się wiele nowych instrumentów finansowych pomagających podmiotom gospodarczym sprostać wymaganiom rynku finansowego. Jednym z tych instrumentów była właśnie sekurytyzacja.

Jak wiadomo, jedną z pierwszych transakcji sekurytyzacyjnych dokonała amerykańska agencja rządowa (Government National Mortgage Association) w 1970 r., sprzedając udzielone przez siebie kredyty hipoteczne osobom fizycznym. Pierwszym bankiem, który dokonał sekurytyzacji takich samych aktywów był natomiast Bank of America w 1977 roku. Z kolei w roku 1978 doszło do emisji pierwszych papierów sekurytyzacyjnych z ratingiem. W 1985 r. w USA doszło do kilku emisji dokonanych przez banki regionalne oraz prywatne firmy kredytowe, które usuwały ze swojego bilansu aktywa inne niż kredyty hipoteczne, tzn. przede wszystkim kredyty samochodowe. W dekadzie lat 1970-1980 w USA obecne były już papiery sekurytyzacyjne oparte na wierzytelnościach z kart kredytowych, kredytach dla studentów i leasingu wyposażenia. Obecnie sekurytyzuje się także prognozowane zobowiązania podatkowe, opłaty pobierane przez fundusze powiernicze, kredyty korporacyjne itd. Z biegiem lat zastosowania sekurytyzacji stawały się coraz bardziej popularne – już wtedy jednak przeciwnicy zaczęli zauważać, że taka zamiana „papieru na papier” może oznaczać problemy, ponieważ tego rodzaju transakcje stały się pokusą dla wielu banków. W Unii Europejskiej technika sekurytyzacji pojawiła się ostatniej dekadzie XX wieku, choć pierwsza taka *quasi*-transakcja pojawiła się w Europie już 1769 r. Wtedy bowiem król Prus, Fryderyk Wielki, poszukując możliwości finansowania odbudowy kraju, polecił zgrupowanie kredytów hipotecznych w specjalnej instytucji, która wyemitowała zabezpieczone nimi obligacje.

Pierwsza transakcja sekurytyzacyjna w Europie miała miejsce w Wielkiej Brytanii w 1987 roku. Była to publiczna emisja papierów dłużnych o oprocentowaniu zmiennym, zabezpieczonych kredytami hipotecznymi, wartości 175 mln funtów szterlingów. Należy jednak zauważyć, że do takiej transakcji doszło dzięki temu, że brytyjski bank centralny określił wcześniej (luty 1987) swoje stanowisko wobec sekurytyzacji w rozporządzeniu zezwalającym bankom na stosowanie tej techniki. W efekcie kolejnych działań ze strony władz brytyjskich na rzecz znoszenia barier dla sekurytyzacji (np. w 1992 r. brytyjski Kanclerz Skarbu zniósł obowiązek wnoszenia opłaty skarbowej od sprzedaży wierzytelności), spodziewano się, że kolejne lata przyniosą znaczące zwiększenie liczby takich transakcji. Jednak tak się nie stało, a przyczynami były (i nadal są w wielu krajach) wysokie koszty początkowe oraz problemy ze skompletowaniem dużego pakietu jednorodnych aktywów.

Po transakcji brytyjskiej, sekurytyzację podjęto we Francji, jednak trzeba podkreślić, iż stroną zainteresowaną rozwojem tego instrumentu finansowego nie był rynek, lecz rząd francuski, który pragnął – poprzez wprowadzenie przyjaznych regulacji – stymulować rozwój rynku kapitałowego. Impuls wychodzący od rządu, a nie od samych instytucji finansowych spowodował, że początkowo regulacje te nie były odpowiednio dostosowane do charakteru potrzeb tych instytucji.

Trudności w zakresie regulacji prawnych występowały również w pozostałych krajach europejskich, np. we Włoszech brakowało przepisów dotyczących powiernictwa. Dlatego też pierwsze transakcje włoskie zostały zrealizowane poza granicami tego kraju.

Odnosząc się do doświadczeń niemieckich w oferowaniu papierów zabezpieczonych aktywami, zauważyć należy, że kraj ten nie był pionierem emisji papierów „czysto” sekurytyzacyjnych. Przeszkodą była duża popularność pfandbriefów, które w części zaspokajały zapotrzebowanie inwestorów na walory zabezpieczone niemieckimi kredytami hipotecznymi. Można zatem zaryzykować twierdzenie, że na rynku niemieckim długo brakowało segmentu o nieco wyższym ryzyku, a akcjonariusze coraz wyraźniej określali swoje wymagania wobec zarządzania bilansem (głównym argumentem było obniżenie kosztów kapitału). Dlatego też pierwsza emisja klasycznych MBS (*Mortgage Backed Securities*), papierów zabezpieczonych kredytami hipotecznymi, miała miejsce dopiero w 1995 r., Jednak dziś niemiecki sektor bankowy jest jednym z wiodących w stosowaniu technik sekurytyzacyjnych. Po okresie kontrowersji co do transakcji w roku 1997, niemieckie bankowe władze nadzorcze, BAKred, zezwoliły bankom na sekurytyzowanie własnych aktywów. Po wprowadzeniu tych przepisów pierwszym bankiem, który przeprowadził taką transakcję był Deutsche Bank, a obecnie sekurytyzację stosują właściwie wszystkie liczące się banki w Niemczech.

Pozytywny wpływ zastosowań instrumentów sekurytyzacyjnych został doceniony przez władze monetarne i nadzorcze w wielu krajach. Starają się więc one doprowadzić do wykreowania przyjaznych regulacji dla tych instrumentów. Ale ich zastosowania na skalę masową nie są – w określonych uwarunkowaniach – nadmiernie korzystne.

W promocję sekurytyzacji, poza samymi bankami, zaangażowane zostały międzynarodowe instytucje finansowe jak na przykład International Finance Corporation, należąca do grupy Banku Światowego, której jednym z zadań jest promowanie inwestowania przez sektor prywatny w krajach rozwijających się. Naśladując doświadczenia początkowo sponsorowanych przez rząd USA takich agencji, jak Fannie Mae czy Freddie Mac w latach 1998-2000 IFC wspomagała powołanie w Argentynie, Korei Południowej i Kolumbii instytucji finansowych dokonujących zakupu kredytów hipotecznych udzielonym ściśle określonym kredytobiorcom na rynku wtórnym, następnie emitujących i lokujących wśród lokalnych i międzynarodowych inwestorów obligacje zabezpieczone takimi kredytami. Działalność taka, podobnie jak to miało miejsce w USA, ma na celu dostarczenie płynności do bankom inicjującym kredyty, doprowadzenie do szybszego wzrostu udzielanych kredytów hipotecznych oraz rozwoju rynków obligacji. Stopniowo, w miarę coraz szerszego postrzegania walorów sekurytyzacji stały się one coraz bardziej widoczne na wschodzących rynkach, ponieważ podmiotom z tych rynków zwykle trudno znaleźć finansowanie ze względu na

rating z reguły na poziomie poniżej inwestycyjnego. Techniki takie, poprzez atrakcyjne oprocentowanie i relatywnie niskie ryzyko, wzmagają znacząco zainteresowanie inwestorów zagranicznych. Pierwsza transakcja została zawarta przez meksykańską firmę telefoniczną Telmex w roku 1988, a wkrótce potem skopiowano taką formę finansowania w Brazylii, Argentynie, Chile i Peru, a także Wenezueli, Kolumbii, Kostaryce, Salwadorze i Hondurasie.

Przyznać trzeba, że sekurytyzacja jest i będzie zapewne nadal atrakcyjnym rozwiązaniem dla tych obszarów polityki społecznej czy gospodarczej, które są przedmiotem szczególnego zainteresowania ze strony rządów, którym brakuje na nie odpowiednich środków w budżecie. Przyczyni się w pewnym stopniu do zatarcia różnic w poziomie gospodarczym poszczególnych krajów czy regionów. To stwierdzenie jest oczywiście dyskusyjne, ale jak zauważają znawcy tej techniki, niezwykle atrakcyjne, zwłaszcza w kryzysie zapoczątkowanym w roku 2007.

W krajach zaliczanych obecnie do grupy BRICS, a najpewniej do grupy ASEAN, a więc w Azji transakcje sekurytyzacyjne pojawiły się w krajach posiadających ocenę inwestycyjną. Do pierwszej transakcji (sekurytyzacji kredytów hipotecznych) i kolejnej (sekurytyzacji wierzytelności z kart kredytowych) doszło w Hongkongu w 1994 r., a w niedługim czasie także w Tajlandii, Indonezji, Chinach, Pakistanie i Filipinach. W praktyce kryzys azjatycki nie zahamował całkowicie emisji na rynkach wschodzących ze względu na samą naturę sekurytyzacji, gdyż technika ta jest na tyle elastyczna, że umożliwia technikę transakcji, która minimalizowałaby ekspozycję potencjalnych inwestorów na różne rodzaje ryzyka, w tym na ryzyko polityczne. Chodzi tu przede wszystkim o aktywa, z których strumienie gotówkowe są denominowane w mocnych walutach (np. należności eksportowe od odbiorców z USA). Transakcje takie są bardziej korzystne także z punktu widzenia kosztów emitenta generującego aktywa zagraniczne. Klasycznym przykładem jest transakcja z 1995 r. meksykańskiego banku Banamex.

Sekurytyzacja w swym klasycznym kształcie jest obecnie wykorzystywana na wszystkich dużych rynkach i dotyczy najczęściej rozmaitych rodzajów zabezpieczenia m.in. nieruchomościami, kredytami samochodowymi, wierzytelnościami z kart kredytowych, kredytami dla korporacji i dla studentów, lecz ciągle najwięcej emituje się papierów zabezpieczonych detalicznymi kredytami hipotecznymi. Zawierane transakcje sekurytyzacyjne mają widoczny pozytywny wpływ na rozwój rynków kapitałowych, poprzez bardziej efektywną alokację kapitału, opartą na lepszej wiedzy o jakości kredytowej, dzięki czemu tworzą się precyzyjne punkty odniesienia dla wyceny długu oznaczonego daną oceną.

Czym tak naprawdę jest sekurytyzacja?

W praktyce sekurytyzację rozumiemy jako wyodrębnienie przez jednostkę poszukującą kapitału – określanego pojęciem aranzera – puli jednorodnych aktywów, a następnie transfer tych aktywów do specjalnie utworzonego podmiotu tzw. spółki celowej. Spółkę taką w języku angielskim określamy pojęciem Special Purpose Vehicle – SPV. Jednostka ta staje się emitentem papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami zakupionymi od inicjatora. Wyemitowane w ten sposób papiery wartościowe nazywane są Asset Backed Securities – ABS.

Samo pojęcie „sekurytyzacja” nazwę i istnienie zawdzięcza dziennikarce „Wall Street Journal” – Ann Monroe, która opisała dokładnie nowatorską technikę finansową, polegającą na emisji certyfikatów partycypacyjnych opartych na kredytach hipotecznych. W inżynierii finansowej można oczywiście znaleźć inne znaczenia pojęcia „sekurytyzacja”: np. jest to starannie przygotowany proces, w którym pożyczki i inne wierzytelności są scalane, ubezpieczane i zbywane w postaci papierów wartościowych. Z kolei E.P.M. Gardner rozumie sekurytyzację jako proces lub/i narzędzie służące dopasowywaniu potrzeb kredytodawców i kredytobiorców przy wykorzystaniu rynków finansowych. W efekcie powyższych konstatacji stwierdzić można, że rynki finansowe pełnią funkcję pośrednika w operacjach kredytowych.

W języku polskim mamy niejako własne definicje sekurytyzacji i jest ich kilka. Najważniejsze z nich ujmują sekurytyzację jako:

- przemianę wierzytelności piniężnych, wynikających najczęściej z umowy pożyczki lub umowy kredytowej w papiery wartościowe, których wykup zabezpieczony jest tymi wierzytelnościami;
- wedle art. 92a ust.1 Prawa bankowego – operację, w zakresie której bank przenosi jednolite rodzajowo wierzytelności na spółkę akcyjną z zamiarem wyemitowania papierów wartościowych przez ten podmiot. Papiery wartościowe mają zabezpieczenie w wierzytelnościach;
- mechanizm, który daje możliwość zamiany aktywów o ograniczonej płynności w zbywalne papiery wartościowe. Innymi słowy jest to proces, który refinansuje określone kategorie aktywów na rynku kapitałowym poprzez emisję papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami dłużnika. Można też stwierdzić, iż sekurytyzacja to nadanie aktywom, cechujących się niskim stopniem płynności, formy papieru wartościowego, który za pomocą obrotów na rynku wtórnym, staje się instrumentem płynnym;
- emisję papierów dłużnych w celu zapewnienia możliwości alternatywnego finansowania działalności;
- technikę przekształcania niepłynnych strumieni finansowych, np. z aktywów, jak kredyty hipoteczne, na dłużne papiery wartościowe. Są one za pośrednictwem rynku sprzedawane inwestorom;

- proces polegający na emisji papierów wartościowych na podstawie zespołu wierzycieli. Praktycznym wynikiem tego procesu są podpisywane umowy pomiędzy podmiotami w ramach rozbudowanych struktur organizacyjnych. Struktury te cechują się różnorodnością, są dobierane do poszczególnych transakcji i tak tworzone, by powstałe w ich wyniku papiery wartościowe były atrakcyjne dla przyszłych inwestorów.

Rozumiejąc zatem sekurytyzację jako jeden ze sposobów przepływu kapitałów pomiędzy jednostkami wykazującymi ich nadwyżkę, podmiotami cechującymi się ich niedoborem, zainteresowany podmiot dokonuje emisji papierów wartościowych o charakterze dłużnym, kierując swoją ofertę bezpośrednio na rynek finansowy. Tradycyjny kanał uzyskiwania środków za pomocą kredytu bankowego jest zastępowany przez finansowanie bezpośrednie, eliminujące usługi pośredników finansowych. W tej sytuacji mamy do czynienia z procesem „odpośredniczenia”, kiedy to rynek kapitałowy odgrywa rolę pośrednika, zastępując wyspecjalizowane instytucje finansowe. Taki rodzaj sekurytyzacji określany jest jako sekurytyzacja bilansowa (pierwotna, nieustrukturyzowana). Nazwa jest uwarunkowana sposobem zabezpieczenia papierów wartościowych składnikami majątku emitenta. Jeśli natomiast sekurytyzacja jest definiowana jako proces, w ramach którego następuje wyodrębnienie w bilansie homogenicznej nie płynnej grupy aktywów, to następuje przeniesienie praw własności lub praw do czerpania pożytków na specjalnie powołaną do tego celu jednostkę, która na ich podstawie dokonuje emisji dłużnych papierów wartościowych. Taki rodzaj sekurytyzacji uzyskał nazwę sekurytyzacji pozabilansowej (wtórnej, ustrukturyzowanej, właściwej) ze względu na usunięcie z bilansu podmiotu zainteresowanego uzyskaniem środków pieniężnych – inicjatora transakcji, aktywów, na podstawie których emitowane są dłużne papiery wartościowe.

W praktyce pierwsze aktywa, które poddano sekurytyzacji były kredytami hipotecznymi. Jednak z biegiem czasu spektrum aktywów podawanych procesom sekurytyzacji znacznie się powiększyło. Można zaryzykować twierdzenie, że dziś tym procesom można poddać wszelkie aktywa, które mają jakąś wartość. W ostatnich latach doszło do sekurytyzacji zobowiązań spółek transportowych względem kolei, wierzycielności firm ubezpieczeniowych, długów służby zdrowia, bankowych kredytów komercyjnych, zobowiązań użytkowników mediów (gaz, elektryczność) praw do tantiem, rat leasingowych, kredytów samochodowych itd. Najczęściej jednak sekurytyzowane aktywa to: kredyty hipoteczne, kredyty dla przedsiębiorstw, należności handlowe, należności z tytułu opłat czynszowych, telefonicznych, należności z kart kredytowych, należności z tytułu leasingu samochodów, sprzętu komputerowego i zapasów, papiery wartościowe – syntetyczne, derywaty z papierów wartościowych, należności z tytułu opieki zdrowotnej, kredyty konsumenckie, należności z tytułu umów franczyzowych i kredyty o obniżonej wartości. Nieco odrębną formą sekurytyzacji jest sekurytyzacja wierzycielności przyszłych, to jest takich

które w chwili ich przeniesienia jeszcze nie istnieją. Do takich wierzytelności zalicza się opłaty transferowe, czynszowe i opłaty eksportowe. W Polsce natomiast popularne są w ostatnich latach procesy sekurytyzacji wierzytelności handlowych oraz wierzytelności z tytułu umów leasingu. Za pewną specyfikę polskich procesów sekurytyzacyjnych uznać na pewno należy udane lub mniej udane próby sekurytyzacji długów szpitali.

Uczestnicy procesu sekurytyzacji

Przyjrzyjmy się teraz nieco bliżej podmiotom sekurytyzacji. W pierwszym oglądzie tego zbioru należy niewątpliwie wymienić dłużników.

Przez dłużników rozumiemy podmioty, które winny dokonać spłaty na rzecz pierwotnego właściciela. W przypadku, kiedy inicjatorem procesu sekurytyzacji jest bank, dłużnikami są oczywiście kredytobiorcy, pożyczkobiorcy itd. Sytuacja komplikuje się, kiedy dokonujemy np. sekurytyzacji długów szpitali. Długi te bowiem są pośrednio długiem Skarbu Państwa, a to z kolei utrudnia sam proces sekurytyzacji.

Na drugim miejscu wymienić należy podmiot specjalnego przeznaczenia SPV (Special Purpose Vehicle), określane również pojęciem spółki celowej, ponieważ tworzona jest wyłącznie w celu przeprowadzenia danego procesu sekurytyzacji. Podmiot ten tworzy aranżer lub/i doradca. Zasadą tworzenia SPV jest maksymalna ochrona przed bankructwem. Jest to możliwe dzięki oddzieleniu SPV od aranżera i jego działalności oraz, co istotne, od procesu nabywania przez niego aktywów od inicjatora, a zatem utrzymania ich w swoim bilansie oraz emisji papierów wartościowych. Innymi słowy, wszystkie podmioty dodatkowo, wobec których SPV ma wierzytelności winny podpisać deklaracje o niezależnym charakterze ich roszczeń wobec roszczeń inwestorów. SPV winno być niezależne od ryzyka funkcjonowania inicjatora – oznacza to w praktyce, że SPV nie może być zależny kapitałowo od inicjatora i od ryzyka funkcjonowania inicjatora. W Polsce SPV to zwykle spółka akcyjna, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością bądź fundusz sekurytyzacyjny.

Kolejnym ważnym elementem procesu sekurytyzacji jest agencja ratingowa. Agencja, jako instytucja wyspecjalizowana w doradztwie inwestycyjnym w procesach sekurytyzacyjnych, ma za zadanie przyznać określoną ocenę kredytową czyli tzw. rating dotyczący oczywiście wyemitowanych papierów wartościowych. Nie wchodząc w szczegóły prowadzonej w tym celu analizy ilościowej i jakościowej – agencja ocenia zdolność jednostki do terminowego regulowania swoich wierzytelności. Najlepsza sytuacja ma miejsce wtedy, kiedy mamy do czynienia z ratingiem typu ABS, jednak ocena typowych papierów wartościowych bywa nieco odmienna. Taka sytuacja ma miejsce wtedy gdy inicjator zmierza do osiągnięcia założonego wcześniej poziomu ratingu. W ta-

kim przypadku agencja stara się określić uwarunkowania, które pozwolą taki rating wystawić. Z kolei aranżer, porównując koszty spełnienia wymagań agencji ratingowej z kosztem straty spowodowanej przyznaniem niższego ratingu dokonuje właściwej ewaluacji budowy procesu sekurytyzacji. Należy pamiętać, że agencja ratingowa bierze udział w całym procesie sekurytyzacji, a zatem ma wpływ na ostateczną postać tego procesu. Zatem agencja nie tylko śledzi cały proces, ale i ma wgląd we wszystkie dokumenty i informacje.

Następnym ważnym elementem sekurytyzacji jest aranżer czyli inicjator procesu sekurytyzacji, nazywany też czasami kreatorem. Zadaniem tego podmiotu jest znalezienie źródeł finansowania, które w swoim portfelu mają aktywa nadające się do zastosowania w procesie sekurytyzacji. Ponadto aranżer wraz z grupą doradców nie tylko określa strukturę procesu sekurytyzacji, ale i rodzaj jednostki emitującej papiery wartościowe. Aranżer dokonuje też selekcji uczestników procesu. W praktyce aranżer wyodrębnia za swoich aktywów grupy przeznaczone do sekurytyzacji, dostarcza wszelkie dane statystyczne dotyczące wybranych aktywów i zapewnia odpowiednie zabezpieczenia kredytowe, a także niezwykle starannie obserwuje portfel sekurytyzowanych aktywów. Najczęściej funkcję aranżera pełnią banki, instytucje i przedsiębiorstwa gospodarcze, które dysponują środkami i to w pożądanej wysokości. Ważną postacią procesu sekurytyzacji jest doradca – osoba fizyczna, zazwyczaj doradca prawny zajmujący się doradztwem finansowym. Jego główne zadanie polega na zaplanowaniu oraz utworzeniu całej struktury sekurytyzacyjnej. W pewnym sensie doradca daje niejako rękojmnię należytego prowadzenia spraw przez SPV. W pewnych sytuacjach doradca pełni też funkcję kupca udziałów lub akcji SPV utworzonego przez aranżera. Oczywiście proces ten winien zakończyć się przed transferem aktywów między aranżerem a SPV.

Wreszcie końcowym składnikiem procesu sekurytyzacji jest administrator procesu. W literaturze nazywany jest także agentem usługowym. Jego zadanie polega głównie na obserwacji portfela aktywów należących do SPV oraz, co nie mniej ważne, środkami pieniężnymi otrzymywanymi ze spłat od wierzycieli. Innymi słowy, administrator sprawdza, czy odpowiednio wyselekcjonowane aktywa znajdują się w odpowiednim portfelu, inkasuje płatności z tytułu odsetek i rat pieniężnych oraz rat pieniężnych od sekurytyzowanych aktywów oraz podejmuje decyzje w sprawie wykorzystania zabezpieczeń. Ważną funkcją administratora jest alokacja strumieni kapitałowych wśród inwestorów. Oczywiście zdaniem administratora jest także opracowywanie miesięcznych i rocznych sprawozdań wszystkich uczestników procesu sekurytyzacji. Zestaw podmiotów uczestniczących w procesach sekurytyzacyjnych uzupełniają powiernik, dystrybutor emisji, inwestorzy, podmioty udzielające zabezpieczenia oraz partner swapowy. W tym ciągu instytucji powiernik to osoba fizyczna pełniąca funkcje pośrednika pomiędzy administratorem a podmiotami dostarczającymi dodatkowych zabezpieczeń a inwestorami. W praktyce zatem do

obowiązków pośrednika należy swoistego rodzaju ochrona interesów kupców ABS. Powiernik ma także możliwość interwencji w przypadkach, kiedy prawa inwestorów są naruszane; w takim przypadku przejmuje on obowiązki administratora procesu. Dzieje się tak w sytuacji, kiedy administrator nie może spełniać swoich obowiązków.

Dystrybutor emisji to podmiot, który zajmuje się plasowaniem wyemitowanych papierów wartościowych na rynku – odbywa się to poprzez składanie ofert przyszłym kupcom. Inwestorzy w procesie sekurytyzacji tworzą zestaw osób, które nabywają wyemitowane przez SPV papiery zabezpieczone aktywami. W praktyce ABS posiada duże nominały, zatem głównymi nabywcami są inwestorzy instytucjonalni. W tym kontekście są to nabywcy posiadający znaczące nadwyżki pieniężne, a więc banki, fundusze emerytalne, zakłady ubezpieczeniowe, drobni inwestorzy oraz fundusze inwestycyjne. Przez podmioty udzielające ubezpieczenia rozumieć należy instytucje ubezpieczeniowe lub banki inwestycyjne. Ich rola sprowadza się do zapewnienia SPV dodatkowej płynności zarówno poprzez otwarcie linii kredytowej, terminowej, jak i prawidłowej obsługi inwestorów oraz, co nie mniej ważne, dostarczenie dodatkowych zabezpieczeń zewnętrznych. W grę wchodzi tu gwarant emisji. Jego zadaniem jest gwarantowanie objętych papierów wyemitowanych przez SPV. Gwarant zobowiązuje się do wykupu od SPV określonego procentu nieulokowanych walorów na rynku. Zwykle też inicjator procesu sekurytyzacji realizuje odpowiedni poziom zabezpieczenia sekurytyzacji. W tym miejscu zwrócić należy uwagę na partnera swapowego. Zwykle jest to specjalna instytucja, która w określonych warunkach przejmuje od SPV ryzyka powiązane z możliwością zmiany stopy procentowej lub/i kursu walutowego. Przyjrzyjmy się teraz nieco bliżej ale w miarę możliwości syntetycznie podstawowymi instrumentami emitowanymi w procesach skurytyzacji.

Instrumenty finansowe emitowane w procesach sekurytyzacji

Najistotniejszym podziałem instrumentów skurytyzacyjnych jest ich podział na papiery wartościowe bazujące na wierzytelnościach kredytowych zabezpieczonych hipotecznie oraz na papiery zabezpieczone innymi aktywami. Wykorzystując w tym miejscu abrewiaturę anglojęzyczną używamy pojęcia Mortgage Backed Securities – MBS.

Przez MBS rozumiemy papier wartościowy emitowany w ramach transakcji sekurytyzacyjnej, którego zabezpieczenie stanowi zbiór kredytów hipotecznych. Pamiętać należy, że kredyt hipoteczny stanowi długoterminową wierzytelność, zabezpieczoną hipoteką ustanowioną na nieruchomości należącej do kredytobiorcy lub do osoby trzeciej. Zabezpieczenie tego typu gwarantuje bankowi

odzyskanie kwoty udzielanego kredytu ze sprzedaży nieruchomości nawet w sytuacji, gdy zmieniła ona w tym czasie właściciela.

Biorąc pod uwagę rodzaj nieruchomości obciążonej hipoteką, która służy na zabezpieczenie spłaty wierzytelności, wyróżniane są dwa rodzaje instrumentów finansowych typu MBS:

- Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) – są zabezpieczone hipoteką na bazie nieruchomości generujących stałe przychody, takich jak hotele, restauracje, szpitale;
- Residual Mortgage Backed Securities (RMBS) – są związane z nieruchomościami, które nie przynoszą swoim właścicielom wpływów pieniężnych (Gudkova 2002, s. 57).

Istnieją cztery podstawowe typy struktur stosowanych przy emisji MBS: Pass Through, Pay Through, CMO oraz SMBS.

Asset Backed Securities (ABS) to instrumenty finansowe zabezpieczone innymi niż hipoteczne wierzytelnościami kredytowymi; stanowią szybko rozwijający się segment rynku kapitałowego. W praktyce papiery wartościowe typu ABS – w odróżnieniu od MBS – nie tworzą grupy homogenicznej pod względem rodzaju aktywów zabezpieczających. Są one dzielone według rodzaju wierzytelności kredytowej służącej zabezpieczeniu na takie klasy, jak instrumenty finansowe zabezpieczone należnościami z tytułu kredytu: na zakup samochodu, kredytu konsumenckiego zaciągniętego przy użyciu karty kredytowej, dla przedsiębiorstw, kredyty studenckie itd. Ponadto istnieje podział kredytów na te, które mają ustaloną kwotę i przez to schemat spłaty oraz te, które nie mają schematu spłaty, bo ich wykorzystanie zależy od działań konsumenta. Pierwszy rodzaj wymaga okresowych płatności zawierających jednocześnie kwoty odsetkowe oraz raty kapitałowe. Należą do nich między innymi kredyty hipoteczne i na zakup samochodu. Ten rodzaj kredytów nie ma bezwzględnie obowiązującego terminu spłaty oraz wymaga terminowego uiszczania płatności odsetkowych i okresowego regulowania salda¹. Typowym przykładem tego typu będą kredyty zaciągnięte kartą kredytową.

Najczęściej stosowane zabezpieczenia emisji instrumentów finansowych typu ABS są należności z kart kredytowych oraz kredytów na zakup samochodu.

Sekurytyzacja a kredyty samochodowe

Inicjatorem transakcji sekurytyzacji kredytów samochodowych był Marine Midland Bank który taką transakcję przeprowadził w 1985 roku w Stanach Zjednoczonych, gdzie w jej ramach zostały wyemitowane papiery wartościowe

¹ Kredyty niemające wyznaczonego schematu spłaty kapitału dłużnego posiadają ograniczenie terminowe, po którego przekroczeniu naliczane są odsetki karne (Gudkova 2002, s. 58).

we typu Pass Through (certyfikaty udziałowe). Umowa kredytowa na zakup samochodu przewiduje dokonywanie przez dłużnika miesięcznych płatności zawierających sumę odsetkową, ratę kapitałową oraz kwotę przedpłaty, w sytuacji istnienia takiej opcji. Wierzytelność może być oprocentowana według stawki stałej lub zmiennej, a średni okres trwania umowy kredytowej wynosi 4,5 roku. Przy tworzeniu puli wierzytelności kredytowych związanych z zakupem samochodów należy uwzględnić parametry warunkujące występowanie strat. Są to: okres pozostający do spłaty kredytu, sezonowość, typ zabezpieczenia, nowy – używany samochód oraz koncentracja geograficzna. W praktyce kredyty samochodowe są sekurytyzowane w ramach konstrukcji typu: Pass Through, Pay Through oraz CLO².

Sekurytyzacja a kredyty zaciągane przez użycie karty kredytowej

Inicjatorem takiego typu transakcji, tj. należności związanych z kartami kredytowymi była grupa Salomon Brothers dla Bank One of Columbus. Jak wiadomo, wierzytelność kredytowa powstaje na rachunku bieżącym na podstawie podpisanej z bankiem umowy rachunku bankowego uwzględniającej możliwość zaciągania długu. Charakterystyczną cechą tego rodzaju kredytu jest brak wyznaczonego schematu spłaty. Należności z kart kredytowych są sekurytyzowane przy wykorzystaniu konstrukcji transakcji typu: Pass Through, *controlled amortization structure* oraz *bulle structure*.

Struktury emisji instrumentów finansowych

Wybór potencjalnej grupy inwestorów oraz spełnienie przez nich stawianych wymagań decyduje o skuteczności plasowania emisji instrumentów finansowych na rynku.

Przyjęte w transakcji rozwiązania strukturalne mają bezpośredni wpływ na rodzaj emitowanych papierów wartościowych oraz ich charakterystyki inwestycyjne (Kosiński 1997, s. 59).

Decyzja o sposobie konstrukcji transakcji jest oczywiście uwarunkowana rodzajem oraz cechami sekurytyzowanych aktywów:

1. Wyodrębnione wierzytelności mogą już być wyposażone w zabezpieczenia, które można efektywnie wykorzystać przy budowaniu struktury transakcji, np.: kredyty na zakup samochodu. W sytuacjach braku terminowej spłaty następuje sprzedaż zabezpieczenia w celu likwidacji powstałego niedoboru środków pieniężnych.

² Struktura Pay Through jest wykorzystywana przy sekurytyzacji dużych zbiorów wierzytelności kredytowych (Gudkova 2002, s. 59).

2. Niejednolitość warunków spłaty zaciągniętych kredytów. Wymaga to uwzględnienia indywidualnych właściwości każdego rodzaju wierzytelności w konstrukcji transakcji przez wprowadzenie swapu walutowego w sytuacjach, w których przepływy pieniężne odmiennych kierunków są denominowane w różnych jednostkach monetarnych.
3. Obowiązujące normy podatkowe mogą być uzależnione od wprowadzenia do transakcji określonego elementu, na przykład włączenia do procesu SPV spełniającego postanowione przez ustawodawcę wymagania.

Instrumenty typu Pass Through i Pay Through

W praktyce papiery wartościowe typu Pass Through dokumentują prawo ich właściciela do współwłasności majątkowej, a instrumenty finansowe typu Pay Through stanowią typowy dłużny papier wartościowy. Z kolei Pass Through Securities są instrumentami finansowymi dającymi ich posiadaczom prawo do otrzymywania płatności z należności kredytowych na podstawie tytułu własności do proporcjonalnego udziału w wyodrębnionej puli wierzytelności kredytowych³. Interesujący jest tu fakt, że wynagrodzenie dla posiadacza jest naliczane zgodnie z wcześniej ustaloną stopą procentową od bieżącej wartości udziału w sekurytyzowanej puli kredytów. Konstrukcja tej transakcji nie uwzględnia jednak powołania spółki celowej. Wyodrębniona pula wierzytelności kredytowych przekazywana jest przez kreatora transakcji depozytariuszowi. Emituje on na ich podstawie świadectwa udziałowe i sprzedaje inwestorom za pośrednictwem aranzjera (administratora procesu). W konsekwencji, kreator zbiera płatności odsetkowe oraz raty kapitałowe od kredytobiorców i po uprzednim odliczeniu prowizji za świadczone usługi przekazuje je depozytariuszowi, który prowadzi rozliczenia z posiadaczami instrumentów finansowych. W efekcie Pay Through Securities zaliczane są do grupy papierów wartościowych o charakterze dłużnym, w których emitent zobowiązuje się do wypłaty nabywcom kuponów oraz nominału w określonym terminie. Transakcje przewidujące emisje tego typu są bardziej elastyczne, pozwalają na separację płatności odsetkowych i rat kapitałowych oraz kreację transz o zdyweryfikowanych charakterystykach inwestycyjnych. W praktyce zaangażowanie w transakcji jednostki SPV daje możliwość dokonywania transformacji strumieni pieniężnych oraz dołączania dodatkowych opcji. Charakterystycznym przykładem instrumentu finansowego typu Pay Through stanowią zabezpieczone obligacje hipoteczne.

³ W literaturze polskiej można spotkać się z określeniem instrumentów finansowych typu Pass Through mianem transferowych papierów wartościowych, por. Rogowski (1997, s. 57-60).

Zabezpieczone obligacje

Rozwiązania strukturalne przyjęte w transakcjach tego typu są w większym stopniu dostosowane do preferencji potencjalnych inwestorów, oferując im szereg papierów wartościowe o różnorodnych charakterystykach inwestycyjnych. Podstawowym celem konstrukcji obligacji zabezpieczonych jest maksymalne ograniczenie ryzyka kredytowego związanego z emitowanymi instrumentami finansowymi i jego podjęcie przez podmioty najbardziej do tego predysponowane. Struktura ta została zastosowana w procesie sekurytyzacji kredytów hipotecznych w celu ograniczenia ryzyka przedwczesnej spłaty wierzytelności oraz urozmaicenia terminów zakupu instrumentów finansowych. Wyemitowane wtedy papiery wartościowe nosiły nazwę zabezpieczonych obligacji hipotecznych (Collateralized Mortgage Obligations). Konstrukcja obligacji zabezpieczonych w późniejszych latach zaadaptowana została do transakcji sekurytyzacji innych typów wierzytelności kredytowych. Miała przede wszystkim zabezpieczać inwestorów przed ryzykiem kredytowym. Tak powstały obligacje zabezpieczone papierami wartościowymi (Collateralized Bond Obligations). Stanowią one łącznie grupę zabezpieczonych dłużnych instrumentów finansowych (Collateralized Debt Obligations). Istotą struktury CMO/CLO jest podział emitowanych przez spółkę celową papierów wartościowych na transze o odmiennych charakterystykach inwestycyjnych. Zróznicowanie stopnia zagrożenia ryzykiem kredytowym między poszczególnymi grupami jest osiągnięte przez transformację przepływów pieniężnych oraz odpowiednie ich ukierunkowanie. Zmniejszenie stopnia ryzyka kredytowego w jednej transzy prowadzi do jego zwiększenia w następnej. W konstrukcjach CMO/CLO, w odróżnieniu od struktur typu Pass Through, ryzyko kredytowe charakteryzujące pulę sekurytyzowanych aktywów nie jest równo rozdzielone pomiędzy wyemitowane instrumenty.

Sekwencyjne zaspokojenie transz (Sequential-Pay or „Plain Vanilla” Tranches)

Spółka celowa, po otrzymaniu środków pieniężnych generowanych przez pulę kredytów, najpierw dokonuje płatności odsetkowych dla każdej z transz. Następnie rozliczeniu podlegają raty kapitałowe. Strumienie pieniężne w pierwszej kolejności kierowane są do transzy uprzywilejowanej, a aż do momentu, kiedy należące do niej papiery wartościowe zostaną całkowicie spłacone (Kosiński 1997, s. 62). Następnie zaspokajane są roszczenia inwestorów z transz podporządkowanych w kolejności ich uprzywilejowania.

PAC (Planned Amortization Class Tranches)

Jest to rodzaj konstrukcji, w ramach której nabywcom instrumentów z uprzywilejowanych transz oferowany jest wysoki stopień pewności otrzymania środków pieniężnych zgodnie z ustalonym planem amortyzacyjnym.

Wartość strumieni pieniężnych skierowanych do transz uprzywilejowanych powinna znajdować się w granicach, po których przekroczeniu nadwyżka (przedwczesna spłata) lub niedobór (brak spłaty) są wyrównane za pomocą transz wspierających. Instrumenty finansowe należące do transzy uprzywilejowanej – charakteryzują się niską stopą dochodu, ale oferują stabilność dla inwestorów.

TAC (Targeted Amortization Class Tranches)

Instrumenty finansowe należące do transzy uprzywilejowanej oferują inwestorom zabezpieczenia przed ryzykiem kredytowym w postaci istnienia transz podporządkowanych, absorbujących w razie konieczności stratę lub nadwyżkę.

Transze wspierające – z-transze (Companion or Support Tranches)

Są to transze podporządkowane, będące atrybutem każdej konstrukcji typu PAC albo TAC. Transze wspierające służą zabezpieczeniu stabilności przepływów pieniężnych transz uprzywilejowanych. W sytuacji przedwczesnej spłaty kredytu absorbują one nadwyżkowe środki, skracając w ten sposób okres zapadalności oraz ograniczając możliwości wygenerowania zaplanowanego dochodu. W warunkach niedoboru strumieni pieniężnych generowanych przez pulę wierzytelności. Papiery wartościowe należące do Z-transzy przy zejściu zdefiniowanych wcześniej okoliczności przez pewien okres nie generują płatności kuponowych oraz rat kapitałowych. Płatności te są kumulowane, czyli powiększają wartość nominalną obligacji. Po zakończeniu wspomnianego okresu inwestorzy otrzymują płatności zawierające jednocześnie odsetki oraz raty kapitałowe. Z-transze stanowią najbardziej podporządkowaną klasę w konstrukcji CMO/CLO o najwyższym stopniu niepewności. W sytuacji zejścia zdarzenia ryzyka kredytowego instrumenty finansowe z tej transzy pierwsze poniosą konsekwencje. Transze uprzywilejowane znajdują swoich nabywców wśród podmiotów, które mają ustawowy zakaz nabywania papierów wartościowych o ratingu spekulacyjnym, takich jak fundusze emerytalne oraz inwestycyjne, instytucje ubezpieczeniowe. Instrumenty finansowe o wysokim ryzyku kupowane są często ze względu na oferowaną stopę zwrotu oraz w ramach działań zmierzających dywersyfikacji portfela.

Instrumenty finansowe typu **CLO**, w zależności od celu przeprowadzenia procesu sekurytyzacji, w ramach którego są emitowane można podzielić na arbitrażowe oraz bilansowe papiery wartościowe.

Arbitrażowe CLO powstają w ramach transakcji, której celem jest wykorzystanie możliwości arbitrażu. Inicjator nabywa wtedy wierzytelności na rynku wtórnym po cenie niższej od całkowitych kosztów przeprowadzenia procesu sekurytyzacyjnego, osiągając dochód w postaci wygenerowanej różnicy.

Bilansowe CLO są emitowane na podstawie wierzytelności kredytowych pozyskanych przez inicjatora transakcji na rynku pierwotnym. Podstawowym celem takiego procesu jest ograniczenie ryzyka portfela kredytowego banku (Gudkova 2002, s. 67).

Syntetyczne instrumenty finansowe typu CLO/CMO (Synthetic CLO/CMO)

Transakcja, w której są emitowane omawiane instrumenty finansowe nie przewiduje przeniesienia praw własności do wyodrębnionej puli kredytów na spółkę celową. Następuje natomiast transfer ryzyka związanego z wierzytelnościami za pomocą kredytowego kontraktu zamiany. Podmiot specjalnego przeznaczenia dokonuje emisji papierów wartościowych typu CLO/CMO⁴. Otrzymana ze sprzedaży kwota jest inwestowana w dostępne na rynku bezpieczne instrumenty finansowe. Inicjator procesu (bank) dokonuje przeniesienia ryzyka kredytowego związanego z wyodrębnioną pulą wierzytelności na spółkę celową, wykorzystując przy tym kredytowy kontrakt zamiany. Wartość należności kredytowych, których ryzyko zostało przetransferowane do SPV, nie może być wyższa niż wartość wyemitowanych instrumentów finansowych. Prowizja za podjęcie ryzyka kredytowego pobierana przez spółkę celową jest przekazywana inwestorom w ramach premii. W sytuacji zajścia zdarzenia ryzyka kredytowego spółka celowa rekompensuje powstałą stratę banku, upłynniając nabyte wcześniej papiery wartościowe. W ostatecznym rozliczeniu strata zostanie zaabsorbowana przez instrumenty finansowe z najniższej transzy podporządkowanej.

Krótkoterminowe papiery komercyjne (Asset Backed Commercial Papers)

Instrumenty tego typu w mniejszym stopniu podlegają restrykcjom regulacyjnym ze strony nadzoru niż długoterminowe papiery dłużne, co pozwala na większą elastyczność w kształtowaniu parametrów transakcji. Emisja jest dokonywana na dwa sposoby. Pierwszy przewiduje uczestnictwo spółki celowej, która nabywa wierzytelności od jednego kreatora i na ich podstawie emituje instrumenty finansowe. Drugi sposób zakłada powołanie jednostki specjalnego przeznaczenia nie działającej na zasadach wyłączności typu *conduit*, która pozyskuje należności kredytowe najczęściej od więcej niż jednego kreatora, dokonując okresowo emisji na rynku finansowym (Gudkova 2002, s. 70).

SMBS (Stripped Mortgage Backed Securities)

Jednym z ważnych etapów rozwoju technik sekurytyzacyjnych była emisja w 1986 roku SMBS. Transakcja ta została przeprowadzona przez jedną

⁴ W literaturze polskiej można spotkać określenie instrumentów finansowych takiego typu mianem not związanych z kredytem, por. Zombit (1998, s. 36).

z amerykańskich agencji rządowych. Emisja tych papierów odbywa się przy wykorzystaniu dwóch procedur. Pierwsza zakłada podział emisji na dwie klasy papierów wartościowych typu Pass Through, które wypłacają swoim nabywcom odsetki oraz raty kapitałowe w różnych proporcjach. Druga możliwość, to zastosowanie SMBS w jednej z transz o strukturze CMO/CLO. Skrajnymi przypadkami SMBS są instrumenty finansowe generujące wyłącznie płatności odsetkowe (Interest-Only) albo raty kapitałowe (Principal-Only). Wymienione typy papierów wartościowych nie występują pojedynczo: istnienie jednego jest warunkiem powstania drugiego.

Papiery wartościowe typu **Principal-Only** są sprzedawane według zdyskontowanej wartości nominalnej. Inwestorzy otrzymują planowane oraz wynikające z przedwczesnej spłaty kredytów raty kapitałowe. Im wyższe są otrzymane strumienie pieniężne wynikające z przedpłat, tym krótszy jest okres zapadalności instrumentu finansowego oraz okres otrzymywania rat kapitałowych, ale za to wartość nominalna jest zwracana w szybszym tempie. Papiery te są bardzo wrażliwe na ryzyko związane z przedwczesną spłatą wierzytelności kredytowych.

Instrumenty finansowe typu **Interest-Only** nie posiadają wartości nominalnej. Otrzymywane przez inwestora płatności odsetkowe są obliczane od wielkości umownej (*national principal amount*), która też służy do kalkulacji ceny emitowanego waloru finansowego. W miarę spłaty kredytów podstawa naliczania kuponów ulega zmniejszeniu, ograniczając strumienie generowane przez papier wartościowy typu Interest-Only. Najbardziej korzystne dla inwestora są warunki wzrostu stopy procentowej, ponieważ wtedy słabnie wartość przedpłat dokonywanych przez kredytobiorców.

SMBS są aktywnie wykorzystywane przez inwestorów przy zabezpieczeniu ich portfeli finansowych. Na przykład papier wartościowy typu Interest-Only o stałym oprocentowaniu może być wykorzystany jako zabezpieczenie instrumentu generującego dochód obliczony w warunkach stałej stopy. W sytuacji wzrostu stopy procentowej wartość zabezpieczanego instrumentu spadnie, a SMBS typu Interest-Only zyska na wartości w wyniku spadku przedpłat oraz utrzymania się płatności kuponowych na wysokim poziomie.

Wierzytelności o określonych i nieokreślonych z góry schematach spłaty

W zależności od charakteru płatności oferowanej inwestorom przez wyemitowany w ramach procesu sekurytyzacji instrument finansowy wyróżniamy dwa rodzaje struktur:

- uwzględniające planową amortyzację kapitału dłużnego,
- nieuwzględniające planowej amortyzacji kapitału dłużnego.

Istnieją dwa podstawowe typy struktur nie zawierających amortyzacji, różniących się sposobem wypłaty kapitału – *controlled amortization structure* oraz *bullet structure*.

Controlled amortization structure zakłada podział okresu do wykupu wyemitowanych papierów wartościowych na dwa etapy. W pierwszym inwestor otrzymuje wyłącznie płatności odsetkowe, a w następnym, krótszym okresie, dokonywany jest zwrot kapitału dłużnego w ratach. *Bullet structure* w swojej konstrukcji przewiduje zwrot kapitału nabywcom instrumentów finansowych w formie pojedynczej wpłaty na koniec okresu zapadalności. Do momentu wykupu generowane są wyłącznie płatności odsetkowe. Okres zapadalności instrumentu finansowego podzielony jest na dwie części. W sytuacji wystąpienia nadwyżkowych środków pieniężnych w wyniku spłaty wierzytelności przez kredytobiorcę, są one wykorzystywane do zakupu dodatkowych aktywów. W drugim okresie (tzw. kumulacyjnym) płatności kapitałowe dłużników są deponowane na specjalnym rachunku w celu zapewnienia inwestorom wypłaty nominału. Nie wchodząc głębiej w dylematy charakterystyki papierów wartościowych występujących w procesach sekurytyzacyjnych zwrócić należy uwagę na takie elementy jak Ryzyko kredytowe który to element szacują agencje ratingowe. Ponadto istotnym elementem mogą stać się opcja przedpłaty oraz ważne decyzje związane z ryzyko stopy procentowej oraz, co nie mniej istotne, ryzyko płynności. To ostatnie związane jest z brakiem możliwości upłynnienia instrumentu finansowego po cenie nieznacznie odbiegającej od jego wartości ekonomicznej. Występowanie tego rodzaju ryzyka jest uzależnione od płynności rynków finansowych oraz posiadanej przez inwestorów wiedzy na temat oferowanych papierów wartościowych.

Kolejnym ważnym elementem transakcji sekurytyzacyjnej jest zabezpieczenie w transakcji sekurytyzacyjnej. W transakcji sekurytyzacyjnej podstawowe zabezpieczenie wyemitowanych papierów wartościowych stanowią wierzytelności kredytowe, na których one bazują. Jednak w większości przypadków ich jakość kredytowa jest niewystarczająca dla skutecznego uplasowania walorów na rynku. W takich sytuacjach wymagane jest wprowadzenie do transakcji dodatkowych zabezpieczeń, których podstawowym celem jest podwyższenie jakości wierzytelności kredytowych do poziomu zapewniającego uzyskanie docelowego ratingu. Wyodrębnić można dwa podstawowe rodzaje zabezpieczeń:

- zabezpieczenia wewnętrzne – wykorzystujące w swej konstrukcji wyłącznie pulę wierzytelności kredytowych,
- zabezpieczenia zewnętrzne – dostarczane przez stronę trzecią, której zdolność kredytowa ma bezpośredni wpływ na jakość kredytową papierów wartościowych wyemitowanych w ramach transakcji sekurytyzacyjnej.

Nie wchodząc w szczegóły stwierdzić należy, że administrator, tworząc optymalną strukturę transakcji, może wybierać spośród następujących rodzajów zabezpieczeń wewnętrznych.

Nadzabezpieczenie (Overcollateralization).

Polega na przekazaniu SPV puli wierzytelności kredytowych o większej wartości niż fundusze pozyskane od inwestorów. Nadwyżka generowana przez strumienie pieniężne jest deponowana na specjalnym rachunku. Stanowi ona źródło pokrycia potencjalnych strat.

Niewykorzystana suma zabezpieczenia może być potraktowana na dwa sposoby.

1. Zakłada, że nadwyżka powstała po zaspokojeniu roszczeń inwestorów zostanie przekazana doradcy jako wynagrodzenie z tytułu świadczonych usług, który po odliczeniu należnej kwoty odprowadzi pozostałość na rachunek inicjatora transakcji.
2. Znajduje zastosowanie w sytuacjach, gdy wyemitowane papiery wartościowe są zabezpieczone więcej niż jedną pulą należności, wówczas niewykorzystane zabezpieczenie traktowane jest jako rezerwa zabezpieczająca dla następnej puli wierzytelności. Pozwala to obniżyć koszty transakcji poprzez zmniejszenie sumy środków pieniężnych przeznaczonych na zabezpieczenie papierów wartościowych bazujących na kolejnych pulach wierzytelności (Raczkowska 2001, s. 58).

Podporządkowanie transz (Subordination, Credit tranching)

Polega ona na emisji papierów wartościowych o niejednakowych charakterystykach co do związanego z nimi ryzyka kredytowego, które determinuje przynależność do określonej transzy.

Wyróżnia się dwa podstawowe klasy papierów wartościowych:

- uprzywilejowaną (*senior class*) o wysokim ratingu inwestycyjnym,
- podporządkowaną (*subordinated class*) o ratingu spekulacyjnym lub pozbawioną w ogóle ratingu. Atutem tych transz jest rozłożenie w czasie kosztów jego zastosowania. Koszty te stanowią wymagane przez inwestorów stopy dochodu od papierów wartościowych należących do transzy podporządkowanej, powiększone o premium za podjęcie ryzyka, odzwierciedlonego w przyznanym ratingu spekulacyjnym.

Różnica stóp procentowych (Yield Spread, Excess Servicing)

Kwota zabezpieczenia jest uzyskiwana w rezultacie różnicy stóp kuponów wyemitowanych papierów wartościowych oraz stóp procentowych udzielonych kredytów, bez uwzględnienia pozostałych kosztów transakcyjnych. Nadwyżka stanowiąca źródło absorpcji potencjalnych strat, może być ulokowana na specjalnym rachunku lub przekazana do funduszy rezerwowych (Gudkova 2002, s. 45).

Rachunek zabezpieczający (Excess Spread, Spread Account)

Dany sposób zabezpieczenia możliwy jest do zastosowania, gdy strumienie pieniężne, generowane przez sekurytyzowane aktywa są znacznie wyższe niż całkowite koszty transakcji. Wygospodarowana nadwyżka jest kumulowana na rachunku zabezpieczającym, który w przyszłości będzie stanowił źródło środków pieniężnych w sytuacjach niedoboru. Wysokość rachunku zabezpieczającego uzależniona jest od pożądanego ratingu emisji oraz ulega korekcie po każdej wypłacie środków przez SPV. Część przekraczająca sumę planowanego zabezpieczenia jest przekazywana aranżerowi transakcji.

Fundusze rezerwowe (Reserve Fund)

Jest to określona część funduszy pozyskiwanych pierwotnie przez spółkę celową w wyniku sprzedaży papierów wartościowych, która nie jest przeznaczona na zakup wierzytelności kredytowych. Wysokość zatrzymywanych środków pieniężnych określana jest najczęściej proporcjonalnie do wielkości zobowiązań. W celu ochrony inwestorów fundusze rezerwowe utrzymywane są na koncie u powiernika.

Zabezpieczenia zewnętrzne

Zabezpieczenia zewnętrzne w procesie sekurytyzacji dostarczane są przez podmioty trzecie, które w drodze umowy w zamian za wynagrodzenie zobowiązują się do bezwarunkowego postawienia do dyspozycji upoważnionego uczestnika transakcji środków pieniężnych niezbędnych do pokrycia powstałych w przyszłości strat. W ramach zobowiązań zewnętrznych wyodrębnić można dwie grupy:

1. Zabezpieczenia, przy zastosowaniu których ewentualne obniżenie ratingu zaangażowanej strony trzeciej ma bezpośredni wpływ na obniżenie ratingu transakcji (najbardziej liczna grupa).
2. Zabezpieczenia w formie:
 - depozytu zabezpieczającego,
 - zabezpieczenia liczby inwestorów.

Zabezpieczenia zewnętrzne oferują korzyści, które są niemożliwe do osiągnięcia w drodze odpowiedniej konstrukcji transakcji. Jest to zachowanie anonimowości inicjatora procesu, cech posiadanego przez niego portfela kredytowego oraz danych o kredytobiorcach, których wierzytelności znalazły się w sekurytyzowanej puli. Szerokie zastosowanie zabezpieczeń zewnętrznych ograniczone jest posiadaniem przez nie wadami. Najbardziej istotną negatywną cechą jest możliwość obniżenia ratingu wyemitowanych papierów wartościowych w sytuacji spadku ratingu partnera dostarczającego zabezpieczenie.

Gwarancja wyspecjalizowanej instytucji ubezpieczeniowej (Monoline Insurance, Second-dollar Loss Protection, Surety Bond)⁵

Jest to umowa podpisana z wyspecjalizowaną instytucją ubezpieczeniową, która w momencie niedoboru środków pieniężnych w posiadaniu emitenta w zamian za odpowiednio wysokie wynagrodzenie gwarantuje terminową wypłatę kuponów oraz nominału wyemitowanych papierów wartościowych inwestorom. W niektórych przypadkach umową może być objęty wybrany element transakcji.

Akredytywa (Letter of Credit)

Jest to zobowiązanie banku, którym gwarantuje on terminową wypłatę kuponów oraz nominału inwestorom w zamian za wynagrodzenie w postaci płaconej rocznie, stałej lub uzależnionej od wysokości gwarantowanej sumy, kwoty pieniężnej. Akredytywa może dotyczyć spłaty całości lub części sekurytyzowanych wierzytelności kredytowych (Kosiński 1997, s. 37).

Może być ona stosowana zarówno jako zabezpieczenie pierwszego, jak i drugiego rzędu. Negatywną stroną zabezpieczenia w postaci akredytywy jest ograniczona liczba banków posiadających najwyższy rating oraz wysoka cena zabezpieczeń.

Poręczenie udzielone przez stronę trzecią (Third-Party of Parental Guarantees)

Jest to gwarancja udzielona przez uczestnika transakcji, np. inicjatora lub administratora albo niezaangażowaną stronę trzecią. Może to być instytucja ubezpieczeniowa o profilu ogólnym lub inny uczestnik systemu finansowego. Strona dostarczająca poręczenie w zamian za odpowiednie wynagrodzenie zobowiązuje się do pokrycia powstałych strat do określonej wysokości. W sytuacji, kiedy w roli poręczyciela występuje aranżer transakcji, możliwa jest umowa, zgodnie z którą dokonuje on wykupu niespłaconych należności kredytowych. Niezbędną do uwzględnienia kwestią dotyczącą poręczenia udzielanego przez osobę trzecią jako zabezpieczenie jest posiadany przez poręczyciela rating oraz możliwość jego weryfikacji w dół. Zgodnie z zasadą najslabszego ogniwa nie może być on niższy od pożądanego ratingu transakcji.

Depozyt zabezpieczający (Cash Collateral Account)

Emitent zaciąga kredyt w wysokości wymaganego zabezpieczenia, który inwestuje w krótkoterminowe papiery wartościowe o wysokim ratingu.

⁵ W języku polskim nazwa Surety Bond nie figuruje w dostępnej literaturze, w tłumaczeniu z języka angielskiego oznacza rewers gwarancyjny.

W sytuacji niedoboru środków pieniężnych straty pokrywane są w rezultacie upłynnienia walorów finansowych na rynku.

Rating podmiotu dostarczającego zabezpieczenie nie jest rozpatrywany przy nadawaniu ratigu transakcji.

Zabezpieczenie nabywców transzy podporządkowanej (Collateral Invested Amount)

Zabezpieczenie to polega na zapewnieniu sprzedaży papierów wartościowych z transz o najniższym ratingu spekulacyjnym. Często warunki z nabycia takich instrumentów finansowych są negocjowane w trybie indywidualnym. W roli nabywców najczęściej występują wyspecjalizowane podmioty, które są przygotowane do podjęcia wysokiego ryzyka.

Struktura sekurytyzacji

Stworzenie właściwej truktury sekurytyzacji jest zadaniem trudnym, bowiem na obecnym etapie rozwoju tego procesu możliwości konstrukcji jest bardzo wiele, co zależy już nie tylko od rodzaju aktywów, ale też od celu samej sekurytyzacji, który postawił sobie inicjator.

Za najbardziej charakterystyczną strukturę sekurytyzacji przyjęto tzw. prawdziwą sprzedaż (**true sale**), która może stanowić podstawę do rozwoju innych modeli transakcji sekurytyzacyjnych. Podmiot inicjujący proces sekurytyzacji – inicjator, wyodrębnia z portfela swoich aktywów, te, które spełniają ściśle określone warunki i będą przeznaczone do sekurytyzacji. Wśród grupy inicjatorów największy udział w rynku posiadają banki, stąd często sekurytyzacja kojarzona jest z aktywami bankowymi, do których należą między innymi pożyczki studenckie, kredyty mieszkaniowe, kredyty hipoteczne, należności z tytułu kart kredytowych czy pożyczki samochodowe. Wyodrębnione aktywa (np. pożyczki na zakup samochodów) inicjator sprzedaje wraz ze wszystkimi pożytkami do podmiotu specjalnego przeznaczenia – SPV (Special Purpose Vehicle), który na podstawie płatności wynikających z danego rodzaju aktywów (spłaty rat kapitałowych i odsetek od pożyczki samochodowej) wyemituje papiery wartościowe ABS – Asset Backed Securities, przyjmujące najczęściej formę obligacji.

Emisja papierów wartościowych zazwyczaj podzielona jest na kilka transz o różnej wartości i różnym poziomie ryzyka. Transza nadrzędna „A” uzyskuje najwyższy możliwy rating, a płatności inwestorom tej transzy gwarantują strumienie pieniężne transz podporządkowanych. Oczywiście bezpieczeństwo kosztuje, stąd inwestorzy transzy nadrzędnej (senioralnej) o ratingu AAA uzyskują niższy dochód niż w przypadku inwestycji w transze podporządkowane. Oczywiście inwestorzy sekurytyzacyjnych papierów wartościowych są w realizacji swoich praw wspierani różnego rodzaju zabezpieczeniami emisji,

jak np. gwarancja bankowa, ubezpieczenie czy też utworzenie specjalnego rachunku bankowego na zabezpieczenie strat wynikających z nieprawidłowej realizacji transakcji sekurytyzacyjnej. Pozyskane ze sprzedaży papierów wartościowych środki pieniężne zostaną przekazane do inicjatora, który może ponownie udzielić kredytu swoim klientom.

Przedstawiona w ten sposób struktura sekurytyzacji ma za zadanie prezentację samej idei procesu, bowiem w praktyce są to znacznie bardziej skomplikowane konstrukcje wymagające zaangażowania wielu podmiotów, gdzie oprócz umowy sprzedaży zawierane są inne liczne umowy, jak np. umowa z bankiem powierniczym z agentem obsługi emisji, z podmiotem gwarantującym realizację praw inwestorów, umowy swapowe.

Sekurytyzacja oparta jest na przeniesieniu aktywów w ramach sprzedaży wraz z wszystkimi pożytkami wynikającymi z pakietu sekurytyzacyjnego, jednakże należy podkreślić, iż możliwości transferu aktywów jest kilka.

Przykładowo prawo Wielkiej Brytanii zezwala na 4 formy przeniesienia aktywów. Są to⁶:

1. **Cesja (assignment)** – przeniesienie praw, lecz nie zobowiązań, wynikających z umów między inicjatorem a dłużnikami.
2. **Nowacja (novation)** – przeniesienie praw do strumieni płatności, ale po uzyskaniu zgody dłużników przenoszonych aktywów; należy zaznaczyć, iż zdaniem Nadzoru Finansowego Wielkiej Brytanii (The Financial Services Authority U.K. – FSA) jest to najbardziej przejrzysta metoda transferu ryzyka deklaracja zaufania (**declaration of trust**). Aktywa pozostają w bilansie podmiotu przenoszącego aktywa, jednakże zobowiązuje się on, iż wszelkie prawa wynikające z ich posiadania przenoszone są na SPV.
3. **Subpartycypacja (sub-participation)** – z punktu widzenia prawa nie jest to transfer aktywów, bowiem podmiot przejmujący uzyskuje prawa do transferowanych aktywów tylko w tej części, w jakiej są przenoszone, zanim otrzyma cały pakiet.

Posłużenie się przykładem z rynku brytyjskiego wynika z faktu, iż jest to największy rynek sekurytyzacyjny w Europie, ale też najbardziej kreatywny, uznawany nawet za „laboratorium sekurytyzacji”, na którym przeprowadzane są jedne z najciekawszych, często pionierskie w skali międzynarodowej transakcje. Należy tu wspomnieć o sekurytyzacji należności z tytułu studenckich opłat za utrzymanie (*Keele University*), czy tzw. „obligacjach śmierci” (**death bonds**), emitowanych na podstawie należności domów pogrzebowych, czy też największą transakcją na bazie płatności przedsiębiorstw uzdatniania wody. Wydaje się więc, że rynek Wielkiej Brytanii działała pod hasłem, że „wysekurować można wszystko, a skoro tak, to dlaczego tego nie zrobić?”

⁶ Udział Wielkiej Brytanii w europejskim rynku sekurytyzacyjnym wynosi 51%.

Rozwój sekurytyzacji w Polsce

Nietrudno się domyśleć, że rozwój sekurytyzacji w Polsce jest ściśle powiązany z regulacjami prawnymi, które w tym przypadku nie nadążały i nadal nie nadążają za zmianami zachodzącymi na polskim rynku finansowym. Pierwsze transakcje sekurytyzacyjne miały miejsce w Polsce pod koniec lat 90. Trudno tu mówić o dynamicznym rozwoju, czy pierwszych krokach w kierunku tworzenia rynku sekurytyzacyjnego. Należy podkreślić, iż wprowadzenie sekurytyzacji w przeważającej mierze zależało i wciąż zależy od zaangażowania banków w tego rodzaju swoiste i złożone transakcje. Prawie w każdym kraju na świecie sekurytyzacja najpierw pojawiała się w sektorze bankowym, który tworzył niejako wzorce dla innych segmentów rynku w realizacji tak złożonego procesu, a jednocześnie banki mają na tyle silną pozycję w gospodarce, iż przez swoje działania mogą wywierać wpływ na kreację odpowiednich regulacji prawnych. W Polsce sektor bankowy przez długi okres nie był zainteresowany przeprowadzeniem procesu sekurytyzacji. Przyczyn takiego zjawiska jest wiele. Po pierwsze, w obowiązujących regulacjach prawnych brak jest definicji sekurytyzacji, stąd też trudno przeprowadzić coś, co funkcjonuje tylko w języku obiegowym. Na podstawie ustawy Prawo bankowe⁷ nie można w praktyce przeprowadzić sekurytyzacji, zaś fundusz sekurytyzacyjny realizuje transakcje, które również nie są sekurytyzacją, a zwyczajną sprzedażą jednostek uczestnictwa.

Warto podkreślić, że w roku 1998, kiedy rozpoczęto prace nad sekurytyzacją w Polsce, pierwsze transakcje realizowane były na podstawie ustawy o obligacjach i ustawy prawo bankowe, przy czym w żadnym z wymienionych aktów prawnych nie było pojęcia sekurytyzacji, ani zapisów dotyczących realizacji tego rodzaju procesu. Stąd też banki, jako podmioty inicjujące proces sekurytyzacji, nie miały podstaw do zaangażowania się w proces sekurytyzacji, tym bardziej, iż wymagałoby to rozstrzygnięcia trudnych kasusów prawnych.

Dodatkowo na polskim rynku finansowym istniało wiele alternatywnych instrumentów tak z punktu widzenia inicjatora, jak i inwestora, co nie skłaniało do poszukiwania nowych form inwestycyjnych. Niewątpliwie należy również podkreślić, iż w ówczesnym czasie wiedza polskich inwestorów na temat sekurytyzacji była niezwykle uboga, a opinie dotyczące złożoności procesu nie sprzyjały zaangażowaniu w tego rodzaju transakcje.

Od 2000 r. można mówić o pewnym przełomie na drodze rozwoju polskiej sekurytyzacji, w tym bowiem roku została znowelizowana ustawa o obligacjach⁸, a kolejne lata przyniosły zmiany w ustawie Prawo bankowe. W 2004 r. została również uchwalona ustawa o funduszach inwestycyjnych⁹, ustanawia-

⁷ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. z 2002 r. Nr 72, poz. 665 z późn. zm.).

⁸ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. z 2001 r. Nr 120, poz. 1300 z późn. zm.).

⁹ Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. z 2004 r. Nr 146, poz. 1546 z późn. zm.).

jąca oddzielny podmiot na polskim rynku finansowym, tj. fundusz sekurytyzacyjny. Pojawia się jednak pytanie, czy wprowadzone regulacje prawne przyniosły rewolucyjne zmiany na rynku finansowym w kontekście sekurytyzacji. Analiza polskich regulacji prawnych zdaje się prowadzić do wniosku, iż o ile samą próbę unormowania sekurytyzacji należy ocenić pozytywnie, to już nowe zapisy prawne niestety wprowadzają większy chaos niż w okresie przed ogłoszonymi zmianami.

Realne ograniczenia

Fundusz sekurytyzacyjny (standaryzowany lub niestandaryzowany) zgodnie z art. 183 ustawy o funduszach inwestycyjnych to fundusz inwestycyjny zamknięty „dokonujący emisji certyfikatów inwestycyjnych w celu zgromadzenia środków na nabycie wierzytelności, w tym wierzytelności finansowanych ze środków publicznych w rozumieniu odrębnych przepisów, lub praw do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności”. Jednak należy podkreślić, iż nie jest to jedyna forma prawna dla emitenta sekurytyzacyjnych instrumentów. Podmiot specjalnego przeznaczenia SPV może być powołany jako spółka prawa handlowego (spółka z o.o. lub akcyjna) i działać zgodnie z kodeksem spółek handlowych i kodeksem cywilnym. Dodatkowo przeniesienie aktywów bazowych od inicjatora do podmiotu emitującego instrumenty sekurytyzacyjne również może nastąpić w dwojaki sposób. Po pierwsze w ramach umowy przelewu zgodnie z regulacjami Kodeksu cywilnego¹⁰ bądź jako umowa o subpartycypację, na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych.

W drugim przypadku oznacza to, że bank – inicjator transakcji sekurytyzacyjnej pozostaje wierzycielem, zaś do SPV przekazywane są świadczenia wynikające z pakietu sekurytyzacyjnych aktywów. Takie podwójne unormowanie transferu aktywów nie jest niczym nowym. Przykładowo regulacje brytyjskie wskazują na kilka możliwości transferu aktywów do SPV. Jednak różnica między polskimi a brytyjskim zapisami polega na tym, że zachodnie przepisy mają szerokie odzwierciedlenie w pozostałych normach prawa, w których sekurytyzacja jest potraktowana szczegółowo. Polskie normy prawne nie tylko nie ułatwiają realizacji procesu sekurytyzacji, ale także powodują, iż w niektórych przypadkach niemożliwe jest jej przeprowadzenie z efektywnym skutkiem dla inicjatora.

Problemem w polskim ustawodawstwie dotyczącym sekurytyzacji wydaje się być „nie tyle wadliwa redakcja poszczególnych przepisów, ile błędne założenie przyjęte już w toku prac nad ustawą o funduszach inwestycyjnych” (Wysokiński 2006). Należy tu podkreślić, że celem sekurytyzacji są pożytki ekonomiczne rozumiane jako dochód z realizowanej transakcji, alternatywne

¹⁰ Jest to forma, którą uznaje się za odpowiednik **true sale**.

możliwości refinansowania aktywów czy ulga na kapitale regulacyjnym. Z kolei polski ustawodawca skupił się na formie prawnej podmiotu emitującego zapominając, iż z punktu widzenia inwestora czy nawet inicjatora nie jest to element decydujący o zaangażowaniu w sekurytyzację. Dodatkowo można przypuszczać, że prawodawcy przyjęli założenie, iż jedyną¹¹ i właściwą formą prawną dla SPV powinien być fundusz sekurytyzacyjny. Preferencja dla tej formy prawnej widoczna jest w wielu zapisach lub raczej braku takowych dla spółki prawa handlowego, w szczególności w odniesieniu do regulacji podatkowych. Przykładem może być kwestia kosztu uzyskania przychodu w banku, co ma miejsce w przypadku wykazania straty ze zbycia w formie przelewu funduszowi sekurytyzacyjnemu wierzytelności z tytułu kredytów¹². Również nowelizacja ustawy Prawo bankowe pomija spółkę jako podmiot procesu sekurytyzacji, bowiem zgodnie z art. 92a ust. 1, umowę o subpartycypację bank może zawrzeć jedynie z funduszem sekurytyzacyjnym.

Należy przy tym zaznaczyć, iż do art. 92a odnosi się kolejny zapis ustawy dotyczący tajemnicy bankowej¹³, z czego wynika, że informacje takie zostaną przekazane funduszowi sekurytyzacyjnemu, ale spółce kapitałowej już nie.

Oczywiście przykładów na faworyzowanie funduszu sekurytyzacyjnego jako formy prawnej można znaleźć więcej, chociażby taki, iż działalność tego rodzaju SPV ma swoje odzwierciedlenie w różnych ustawach, zaś analogiczne zapisy dotyczące spółki kapitałowej już się nie pojawiły. Niektórzy obserwatorzy polskiego rynku sekurytyzacyjnego przypuszczają, iż być może chodziło o ograniczanie ryzyka prowadzonej przez SPV działalności. Fundusz sekurytyzacyjny podlega bowiem nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, która dokonuje szczegółowej kontroli dokumentacji i działalności funduszu, jednak nie stanowi to podstawy dla zapisów prowadzących do uprzywilejowania podatkowego funduszy sekurytyzacyjnych w stosunku do spółki kapitałowej. Tym bardziej niezrozumiałe jest obecnie funkcjonujące prawo, bowiem oferta funduszu sekurytyzacyjnego, który jest rodzajem zamkniętego funduszu inwestycyjnego, jest ograniczona, gdyż certyfikaty sekurytyzacyjne są skierowane do ścisłej grupy uczestników funduszu. W przypadku spółki emisja obligacji może mieć charakter publiczny. Ponadto, produktem końcowym sekurytyzacji przy wykorzystaniu funduszu sekurytyzacyjnego są certyfikaty inwestycyjne, a to oznacza, że zawierają w sobie cechę „prawa do kapitału”, co dla wielu inwestorów stanowi ograniczenie przez istniejące limity inwestycyjne, regulacje prawne czy też brak możliwości wcześniejszego zakończenia inwestycji. Dodatkowo dla wielu inwestorów, szczególnie zagranicznych, istotną rolę odgrywa ocena

¹¹ Jak wskazano, SPV może być założona jako spółka prawa handlowego, jednakże przywileje, które w ramach przepisów prawnych uzyskuje fundusz sekurytyzacyjny pozwalają na stwierdzenie, iż jest to właściwie jedyne słuszne rozwiązanie.

¹² Szczegółowy zapis – ustawa z dnia 15 lutego 1992 r o podatku dochodowym od osób prawnych z późn. zm. art. 15 ust. 1h pkt 2 oraz pkt 3.

¹³ Zob. art. 104 ust. 2 Prawo bankowe pkt 5 i 6.

ratingowa nadawana sekurytyzacyjnym papierom wartościowym, takim jak obligacje. W przypadku certyfikatów inwestorzy są najczęściej pozbawienie informacji o ryzyku wynikającej z oceny ratingowej.

Rozwoju sekurytyzacji należy zatem upatrywać w pewnym sensie poza sektorem bankowym, czyli w różnych niebankowych należnościach, zaś banki będą mogły występować tu w rolach innych niż inicjator sekurytyzacji¹⁴. Ze swoją wiedzą i doświadczeniem na rynku kapitałowym banki będą mogły (co zresztą już czynią) oferować usługi, np. doradcy, agenta emisji czy ubezpieczyciela lub gwaranta procesu sekurytyzacji. Można też postawić tezę, iż banki mogą być zainteresowane świadczeniem usług sekurytyzacyjnych podmiotom o słabej jakości kredytowej, jednak ich przepływy mogą stanowić bazę do emisji sekurytyzacyjnych papierów wartościowych. Wątpliwości budzą koszty „uczenia się”, które banki niewątpliwie muszą ponieść, a przy braku innych czynników motywujących niż tylko sama dywersyfikacja usług ten kierunek wydaje się mało prawdopodobny przynajmniej w krótkim okresie.

Nadzieje na rozwój sekurytyzacji w Polsce może budzić zainteresowanie zagranicznych inwestorów takich jak fundusze inwestycyjne, które liczą, iż instrumenty sekurytyzacyjne będą ciekawym instrumentem, na którym można zarobić. Niektórzy obserwatorzy rynku zaznaczają, iż wzrost zainteresowania sekurytyzacją w Polsce to efekt nacisków ze strony zagranicznych inwestorów.

Przeprowadzona przez PKO BP¹⁵ udana emisja wierzytelności trudnych (**Non-Performing Loans** NPL) skierowana była przede wszystkim do zagranicznych funduszy inwestycyjnych, a udział polskich podmiotów ograniczył się do roli „serwiserów” (agentów obsługi)¹⁶. Wydaje się więc, że jeżeli banki, w ślad za PKO BP, zaangażują się w proces sekurytyzacji to nie będzie on dotyczył zdrowych aktywów bankowych, co oznacza, że ryzyko sektora bankowego na polskim rynku zostanie przeniesione na pozostałych uczestników rynku finansowego właśnie z wykorzystaniem sekurytyzacji.

Zalety sekurytyzacji to przede wszystkim obniżenie kosztów pozyskiwania kapitału w porównaniu z finansowaniem klasycznym kredytem bankowym, dywersyfikacja źródeł finansowania, możliwość pośredniego pozyskiwania finansowania na rynku poprawiająca *image* przedsiębiorstwa, poprawa struktury aktywów podwyższająca rating przedsiębiorstwa i powodująca obniżenie kosztów pozyskiwania kapitału z innych źródeł, a także możliwość wydłużenia terminu zapłaty, co może zwiększyć konkurencyjność inicjatora jako dostawcy.

¹⁴ Przykładem mogą być procesy sekurytyzacyjne w innych krajach, np. lotnisko w Rzymie sekurytyzowano opłaty lotniskowe.

¹⁵ Z dniem 1 sierpnia 2007 r. Opera TFI S.A. przejęła od PKO TFI S.A. zarządzanie funduszem inwestycyjnym: S-COLLECT Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny, wartość sekurytyzowanych należności to 630 mln złotych.

¹⁶ Inwestorzy funduszu to: Credit Suisse First Boston – bank inwestycyjny będący częścią Grupy Credit Suisse, Reform Capital – spółka z Republiki Czeskiej, z siedzibą w Pradze.

Wadą tej formy finansowania jest jej wysoki koszt, wysokie wymagania wobec inicjatora transakcji, jak również odnośnie do samych aktywów. Warunkiem powodzenia programu ABS jest jego dobre przygotowanie i realizacja co najmniej przez pięć lat. Funkcję pośrednika (doradcy) powinien więc pełnić podmiot mający doświadczenie w organizowaniu transakcji ABS. Stworzenie zachęcających warunków dla rozwoju sekurytyzacji wymaga zmian w co najmniej kilkunastu ustawach. Wydaje się to konieczne, bo wszystkim „finansistom” powinno zależeć na udostępnianiu różnorodnych instrumentów, które banki lub inne podmioty na rynku finansowym będą mogły wykorzystać w określonym momencie. Paradoksalnie wprowadzenie Nowej Umowy Kapitałowej nawet z definicjami sekurytyzacji tak tradycyjnej, jak i syntetycznej oznacza, że banki będą miały więcej kapitału na działalność kredytową i obejdą się bez sekurytyzacji.

Przykład – sekurytyzacja długów szpitali

Niedobór środków w sektorze służby zdrowia zmusza do ekonomicznego podejścia do problemów planowania, finansowania i organizowania ochrony zdrowia. Z kolei stały rozwój nauk medycznych oraz technologii diagnostycznych, leczniczych i rehabilitacyjnych dodatkowo wzmacnia niedobory finansowe. Nieustająca reforma służby zdrowia w niczym nie poprawiła sytuacji finansowej szpitali. W Polsce mamy 17 691 zakładów opieki zdrowotnej¹⁷. Większość szpitali jest zadłużona. Długi szpitali szacuje się na kwotę ponad 11 mld zł. Na koniec I kwartału 2014 r. to kwota 10 mld 886 mln zł. Jeśli szpitale nie będą łączyć się w większe efektywniej zarządzane placówki, to do 2016 roku 25% z nich upadnie. Oczywiście przyczyny narastania zadłużenia są skomplikowane. Spóźniona i często powierzchowna restrukturyzacja w samych placówkach powoduje, że ich koszty są ciągle zbyt wysokie. Stawki za świadczenia ustalone w kontraktach – co zgodnie podkreślają dyrektorzy szpitali – są często niższe niż koszty. Ponadto od najstarszych długów rosną gigantyczne odsetki. Szpitale próbują restrukturyzować długi – za pomocą kredytów bankowych spłacając stare, najdroższe zobowiązania. Jednak samodzielne pozyskanie kredytu bankowego jest w przypadku szpitali niemal niemożliwe. Banki nie traktują szpitali jako wiarygodnych klientów, choćby dlatego, że nie mają narzędzi do oceny ich zdolności kredytowej. Na poręczenie kredytu przez samorząd mogą liczyć tylko nieliczni. Sytuację taką wykorzystują firmy zajmujące się handlem długami, których działalność zawęża się jedynie do windykacji. Wyjątkowo wysokie oprocentowanie wierzytelności oraz koszty sądowe i opłaty za egzekucję sprawiają, że szpitale płacą od swoich zobowiązań nawet 40% odsetek rocznie. Wyjściem z patowej sytuacji, w której znalazły się placówki służby zdrowia,

¹⁷ Portal Zakładów Opieki Zdrowotnej, <http://www.rejestrzoz.gov.pl> [dostęp: wrzesień 2014].

może być program sekurytyzacji wierzytelności. Jak każde przedsięwzięcie biznesowe, sekurytyzacja, ma swoje silne podstawy w rachunku ekonomicznym, może stanowić bezpieczny pomost pomiędzy zakładami opieki zdrowotnej, bankami, towarzystwami ubezpieczeniowymi, funduszami inwestycyjnymi i innymi podmiotami, które wykazują nadwyżki finansowe. Sekurytyzacja jest metodą, dzięki której szpitale nie tracą płynności finansowej, mają dłuższy okres spłaty długu w ratach, a w rezultacie – mają szansę stać się instytucjami, które nie będą generować strat. Pierwsza udana próba sekurytyzacji powiodła się w Wałbrzychu gdzie udało się zlikwidować zadłużenie trzech szpitali wojewódzkich. Jak już wcześniej wykazano program sekurytyzacji wierzytelności polega na uregulowaniu zaległości finansowych szpitali (np. odkupieniu zadłużenia od wierzyciela pierwotnego), przekazaniu tych aktywów do banku i po podpisaniu porozumienia dotyczącego spłaty długu z dyrekcją jednostki służby zdrowia. Na mocy takiego porozumienia zostaje ustalony termin karencji spłaty i rozłożenia długu na raty, dostosowane do możliwości finansowych zakładu. Umowa zawiera również klauzulę o unikaniu procesów i egzekucji sądowych, a także idących za tym dodatkowych kosztów, dzięki czemu jednostki zyskują pewność, że niespłacone zadłużenie nie będzie ściągane na drodze sądowej. W ramach porozumienia może też zostać obniżone oprocentowanie wierzytelności przez redukcję wielkości odsetek ustawowych.

Kolejnym krokiem porozumienia jest przeniesienie na podstawie umowy cesji wierzytelności z portfela banku do tzw. spółki celowej, która prowadzi obsługę procesu sekurytyzacji należności i jest powołana tylko na potrzeby programu. W celu ochrony interesów nabywców papierów wartościowych, aktywa będące przedmiotem zabezpieczenia przenosi się właśnie do tej spółki i to ona dokonuje emisji papierów dłużnych, czyli np. obligacji zabezpieczonych wierzytelnościami. Obligacja to papier wartościowy poświadczający wierzytelność nabywcy w stosunku do emitenta; emitent zobowiązany jest do zwrotu długu w określonym terminie i po z góry określonej cenie, płaconej w formie odsetek w trakcie trwania pożyczki, ewentualnie premii w momencie wykupu. Obligacja stanowi formę długu. Spółka celowa (SPV) zajmuje się jedynie nabywaniem wierzytelności i emisją papierów wartościowych (obligacji) zabezpieczonych tymi aktywami oraz wykonywaniem zobowiązań wobec inwestorów, dzięki czemu nie występuje ryzyko związane z prowadzeniem innej działalności gospodarczej. Spółka nie jest obciążona finansowaniem innych aktywów niż nabyte wierzytelności. Na podstawie porozumień, źródłem spłaty obligacji są raty spłacane przez zakład opieki zdrowotnej. Warto zwrócić uwagę, iż wierzytelności na rynku (np. masa różnych faktur) to towar trudny do sprzedaży. Są one bowiem jedynie walorem finansowym zadłużonego podmiotu. Zamienione jednak na obligacje, stają się ważnym instrumentem rynku kapitałowego. Są sprzedawane inwestorom, czyli podmiotom, instytucjom i osobom fizycznym, którzy umożliwiają dopełnienie finansowania, płynącego dotychczas z systemu

bankowego. Inwestorzy otrzymują satysfakcjonującą stopę zwrotu, która jest konkurencyjna w stosunku do papierów wartościowych o podobnym ryzyku. Ta forma lokowania oszczędności jest korzystna dla wszystkich inwestorów. Opodatkowanie przez rząd zysków z lokat bankowych i obligacji skarbowych powoduje, że inwestowanie w papiery komercyjne, a więc na przykład w obligacje sekurytyzacyjne szpitali, wydaje się pod wieloma względami opłacalne i rozsądne. Sekurytyzacja istniejących należności pozwoli zakładowi opieki zdrowotnej na przyspieszenie przepływów finansowych. Zostają uwolnione środki, które można zainwestować w działalność podstawową placówek zdrowotnych lub wykorzystać do restrukturyzacji obecnego zadłużenia. Sekurytyzacja daje szpitalowi czas na „złapanie oddechu” i zapewnia ciągłość świadczenia usług zdrowotnych, sprawia również, że stosunki z dostawcami szpitala nie pogarszają się, a wiarygodność szpitala wzrasta. Jest ona „kołem ratunkowym” dla szpitali, zmniejsza koszty obsługi długów i daje czas na przeprowadzenie niezbędnych zmian w zarządzaniu i gospodarce finansowej szpitali.

Sekurytyzacja długów służby zdrowia ma szansę przyjąć się na polskim rynku usług finansowych pod warunkiem, że w ślad za nią nastąpi restrukturyzacja zadłużonych placówek. W innym przypadku będzie to tylko odsuwanie w czasie problemów finansowych, z którymi borykają się obecnie placówki służby zdrowia. Interesujące jest to, że sekurytyzacji można poddać nie tylko długi zakładów opieki zdrowotnej, ale również finansować inwestycje w placówkach zdrowotnych przez przyspieszenie przepływów środków pieniężnych, w drodze sekurytyzacji należności z kontraktów zawartych z NFZ.

Podsumowanie

Podjmując próbę podsumowania należy zwrócić uwagę na trzy ważne elementy procesów i procedur zastosowania sekurytyzacji w Polsce. Po pierwsze, sekurytyzacja to już utrwalony element nowoczesnej inżynierii finansowej zarówno w Polsce jak i w Unii Europejskiej. Po drugie, z uwagi na duży poziom skomplikowania transakcji sekurytyzacyjnych właściwa interpretacja aspektów prawnych może rodzić wiele problemów aplikacyjnych. Stąd sekurytyzacją zainteresowane są na razie nieliczne podmioty gospodarcze. Pozostałe zazwyczaj nie doceniają jej zalet, a przecież wykorzystanie sekurytyzacji mogłoby przyczynić się do poprawy ich płynności finansowej lub nawet uratowania przed upadłością. Po trzecie, w okresie kryzysu, sekurytyzacja może być niezwykle atrakcyjnym narzędziem i mimo jej złożoności, efektywnym narzędziem zwiększenia płynności finansowej wielu podmiotów prawa handlowego, w tym oczywiście banków. Tym ostatnim wprawdzie zarzuca się nadmierną chciwość i pozbywanie się wiarytelności to jednak poprawiają one sobie na tej drodze swoje wyniki finansowe. W Polsce sekurytyzacja może być bardzo użytecznym narzędziem – co zaprezentowano skrótowo, na przykładzie sekurytyzacji

długów szpitali. Jednak proces ten jest oczywiście skorelowany z rzeczywistą prywatyzacją tego ważnego sektora gospodarki i pokonaniem problemu złej organizacji służby zdrowia – jednak 11 mld długów stanowi ważny argument za jak najszybszą sekurytyzacją tej sfery gospodarki

Bibliografia

- Cyrbut P. (2006), *Sekurytyzacja bankowych kredytów hipotecznych*, referat, 82 seminarium BRE-CASE, Warszawa.
- Dobska M., Rogoziński K. (2008), *Podstawy zarządzania zakładem opieki zdrowotnej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Gudkova S. (2002), *Sekurytyzacja należności kredytowych banków*, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania, Warszawa.
- Kołsut A. (2000), *Sekurytyzacja podbija rynek*, „Prawo i Gospodarka”, nr 68.
- Kosiński A. (1997), *Sekurytyzacja aktywów*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa.
- Nowakowski J., Santarek A. (2000), *Sekurytyzacja na świecie i w Polsce*, „Studia i prace SGH”, nr 17.
- Sekurytyzacja w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym* (2007), Komisja Nadzoru Bankowego, Warszawa.
- Raczkowska I.A. (2001), *Sekurytyzacja wierzytelności bankowych*, Biblioteka Miesięcznika „Glosa”, Warszawa.
- Reksa Ł. (2004), *Sekurytyzacja wierzytelności na rynkach międzynarodowych*, „Bank i Kredyt”.
- Wysokiński A. (2006), *Prawne determinanty rozwoju sekurytyzacji w Polsce*, referat 82 seminarium BRE-CASE, Warszawa.
- Wiśniewski R. (2013), *Sekurytyzacja wierzytelności bankowych*, VIII Kongres Rzyzyka Bankowego, Urząd Komisji Nadzoru Bankowego, Warszawa.
- Zombirt J. (2002), *Sekurytyzacja w świetle bankowych regulacji europejskich*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.
- <http://www.eGospodarka.pl>
- <http://www.inwestycjealternatywne.pl>
- <http://www.rejestrzoz.gov.pl>
- <http://www.rynekzdrowia.pl>

Securitisation – a Contemporary Tool of Financial Engineering

Summary

The publication is devoted to a less known instrument of financial engineering coined as securitisation. This does not have its Polish equivalent what, of course, does not mean that this instrument is not applied in Poland. However, the instrument has pejorative connotations in the era of crisis. Some academics and practitioners even think that securitisation is an accomplice (of course, partly) of the present crisis, though, to be frank, the main culprit is in the case of this instrument excessive greed of banks. Undertaking an attempt to bring closer to the reader the essence and main features of this interesting financial instrument, I shall present not only the historical aspect of emergence and applications of securitisation but also, what is perhaps more interesting, the main directions of positive applications of securitisation. In this context, I shall also present feedbacks of securitisation and its applications with the present crisis.

Key words: securitisation, SPV – Special Purpose Vehicle, arranger (initiator), process administrator, issue distributor, MBS – Mortgage Backed Securities.

JEL codes: G2

Artykuł nadesłany do redakcji we wrześniu 2014 r.

© All rights reserved

Afiliacja:

dr hab. inż. Andrzej Dąbkowski

Akademia Finansów i Biznesu Vistula

ul. Stokłosy 3

02-787 Warszawa

tel.: 22 457 23 00

e-mail: amag938@gmail.com