

Sekurytyzacja należności w procesie transmisji wybranych rodzajów ryzyka

Małgorzata Józwiak-Mijał

Artykuł jest próbą przybliżenia czytelnikowi, w sposób zwięzły, procesu sekurytyzacji - jego charakterystycznych cech, występujących w nim podmiotów oraz pełnionej przez nie roli. Na szczególną uwagę zasługuje dwóch kluczowych uczestników transakcji – Spółka Specjalnego Przeznaczenia (ang. SPV) oraz agencja ratingowa, oceniająca w sposób kompleksowy przygotowaną, konkretną transakcję.

Istnieje wiele czynników, które decydują o wzrastającej popularności tej formy finansowania. Na przykładzie sąsiada Polski – Niemiec – możemy zaobserwować, że szczególnie w pierwszym okresie rozwoju i powstawania rynku tego typu transakcji kluczową rolę pełni rząd, nie tylko jako motor wszystkich zmian, ale także jako współtwórca i wspierający rozwój rynków finansowych w tym zakresie.

Sekurytyzacja – historia rozwoju zjawiska

Pojawienie się transakcji sekurytyzacyjnej *sensu stricto* datuje się na lata 70. XX wieku. W związku z dynamicznym rozwojem rynku mieszkaniowego w USA w latach 60. i niewystarczającą ilością środków na rynku powołano do życia rządową agencję GNMA (*Government National Mortgage Association*), która dokonała pierwszej sekurytyzacji. Transakcję tę przeprowadzono w oparciu o portfel kredytów hipotecznych. Wyemitowane papiery nazwano MBS (*Mortgage Backed Securities*), dla odróżnienia od drugiej grupy papierów, emitowanych w oparciu o aktywa inne niż kredyty hipoteczne - ABS (*Asset Backed Securities*). Pierwsza emisja ABS miała miejsce również w USA, w 1985 – sekurytyzowano należności z tytułu leasingu.

W ten sposób powstała nowa technika, która pozwalała pozyskiwać środki finansowe nie w oparciu o pasywa, poprzez zwiększanie kapitałów własnych i obcych, ale poprzez niewykorzystywaną w ten sposób do tej pory „drugą stronę” bilansu – aktywa.

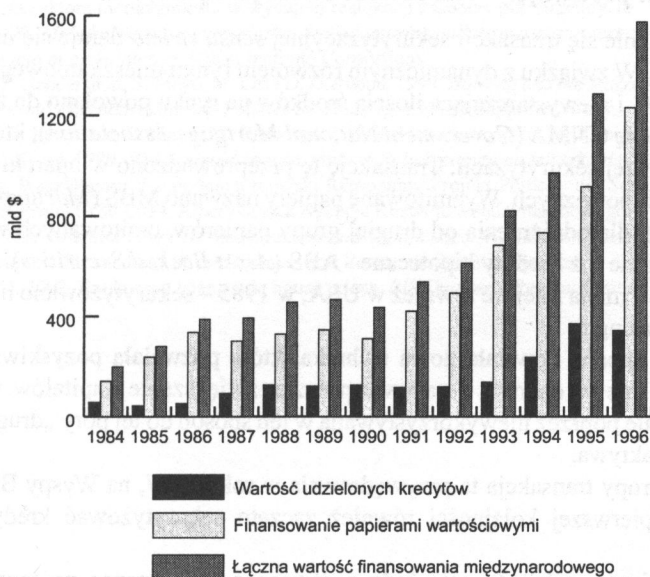
Do Europy transakcja ta przywędrowała w roku 1987, na Wyspy Brytyjskie, gdzie w pierwszej kolejności również zaczęto sekurytyzować kredyty hipoteczne.

Początkowo sekurytyzacja była postrzegana jako szansa na zmniejszenie roli banków jako instytucji pośrednictwa finansowego. Zakładano, że przedsiębiorstwa chcące pozyskać środki zamiast zwracać się do banku będzie mogło sekurytyzować posiadane aktywa, uzyskując kapitał na korzystniejszych niż

przy kredycie bankowym warunkach. Jednak mimo ogromnej popularności tej techniki w USA oraz rosnącej popularności w Europie, nie należy zapominać, że ten sposób pozyskiwania kapitału jest stosunkowo skomplikowany i rozpatrywany w formie procesu wymaga specjalistycznej wiedzy, a także specyficznych umiejętności przygotowania produktu, który będzie atrakcyjny dla potencjalnych inwestorów. Nieumiejętne wykorzystanie sekurytyzacji zamiast spodziewanych korzyści może spowodować straty (np. fiasko emisji papierów wartościowych, w dłuższym okresie pogorszenie sytuacji i wskaźników finansowych inicjatora). Dodatkowo może okazać się, że pozyskanie środków w procesie sekurytyzacji będzie sumarycznie droższe i bardziej skomplikowane niż pozyskanie kredytu bankowego.

Paradoksalnie – banki potrafiły zagrożenie, jakim dla ich znaczenia i przychodów miała okazać się sekurytyzacja, przetworzyć na szansę i same zajęły się sekurytyzacją posiadanych portfeli kredytów udzielonych np. średniej wielkości przedsiębiorstw¹ (przykładowo poprzez emisję CLO – ang. *Collateralized Loan Obligations* – obligacji zabezpieczonych pożyczkami). Szacuje się, że banki amerykańskie wykorzystujące sekurytyzację aktywów są w stanie zwiększyć zwrot z portfela kredytowego od 3 do 7 procent (Borek 2002: 54-60).

Banki wykorzystywały tę technikę również w inny sposób, odmienny niż przedsiębiorstwa – w dużej mierze do „oczyszczania” bilansu i poprawy jakości współczynników ostrożnościowych, ograniczających możliwość dalszej ekspansji kredytowej.



Rys. 1 Finansowanie na rynkach międzynarodowych w latach 1984-1996 (w mld USD). Źródło: Reksa Ł., *Sekurytyzacja wierzycielności na rynkach międzynarodowych*, Bank i Kredyt, 02.2004, s. 60.

W rozważaniach na temat sekurytyzacji należy pamiętać o tym, że samo pojęcie, w znaczeniu ogólnym – określane też mianem sekurytyzacji pierwotnej (Zombirt 2004) – wykorzystywane było od wielu lat w literaturze dla określenia zamiany gotówki na papiery wartościowe (czyli pozyskiwanie kapitału drogą emisji papierów wartościowych). To pojęcie było dominujące w literaturze przedmiotu do początku lat 90. Związane to było z ogólnoświatowym przyrostem wartości wyemitowanych papierów wartościowych (ang. *securities*), który obrazuje wykres 1.

Powyższy wykres wyjaśnia kontekst przygotowania i opublikowania przez OECD w 1995 r. raportu na temat sekurytyzacji. Mimo utrzymania proporcji pomiędzy finansowaniem kredytem a emisją papierami wartościowymi (patrz poniżej tab. 1) wartość finansowania zewnętrznego wzrosła w ciągu zaprezentowanego okresu blisko ośmiokrotnie. Dlatego też w raporcie OECD podjęto kompleksową próbę uporządkowania definicyjnego zjawiska.

Sektor rynkowy	Finansowanie papierami wartościowymi	Wartość udzielonych kredytów
Rok	Udział % w łącznym finansowaniu	
1984	71,21	28,79
1985	84,64	15,36
1986	86,60	13,40
1987	76,59	23,41
1988	72,31	27,69
1989	74,03	25,97
1990	71,26	28,74
1991	78,36	21,64
1992	80,66	19,34
1993	83,27	16,73
1994	75,62	24,38
1995	71,18	28,82
1996	78,18	21,82

Tabela 1. Udział poszczególnych form finansowania w finansowaniu ogółem. Źródło: Rekxa Ł., *Sekurytyzacja wierzytelności na rynkach międzynarodowych, Bank i Kredyt*, 02.2004, s. 60.

Obecnie, wraz ze wzrostem znaczenia sekurytyzacji jako techniki, stosuje się tę nazwę w znaczeniu węższym, określanym również mianem sekurytyzacji wtórnej (Zombirt 2004). Zgodnie z definicją OECD sekurytyzacja wtórna miała obejmować wyłącznie emisje papierów dłużnych, których zabezpieczeniem byłyby strumienie gotówki z aktywów, a nie jakość kredytowa emitenta (Zombirt 2004).

Chociaż brak jest jednej, zaakceptowanej przez wszystkich oraz wyczerpującej definicji sekurytyzacji, można ją określić w ślad za F. J. Fabozziniem jako *proces przekształcania generalnie pozbawionych płynności aktywów lub kredytów o podobnej charakterystyce, w pakiety oprocentowanych papierów wartościowych, o cechach umożliwiających ich wprowadzenie na rynek w celach inwestycyjnych*.

Na pierwszy rzut oka takie określenie procesu nie wyczerpuje jego specyfiki, w podobny sposób można zdefiniować np. emisję obligacji zabezpieczonych aktywami. W dalszych częściach artykułu skoncentrowano się na cechach charakterystycznych tej techniki, których wykorzystanie pozwoliło na jej jednoznaczne odróżnienie i wyodrębnienie.

W ramach procesu sekurytyzacji emitowane są najczęściej dłużne papiery wartościowe, ich termin wykupu (ang. *maturity*) zależy od zapadalności aktywów stanowiących ich zabezpieczenie. Istotną różnicą pomiędzy powszechnie stosowanymi konstrukcjami dłużnych papierów wartościowych a konstrukcjami walorów emitowanych w oparciu o sekurytyzację aktywów jest to, że w przypadku tych drugich dopuszcza się sytuację, w której nabywca w dacie płatności odsetek otrzymuje również część zainwestowanego kapitału², pochodzącego ze spłat pierwotnych dłużników (Gašior 2000).

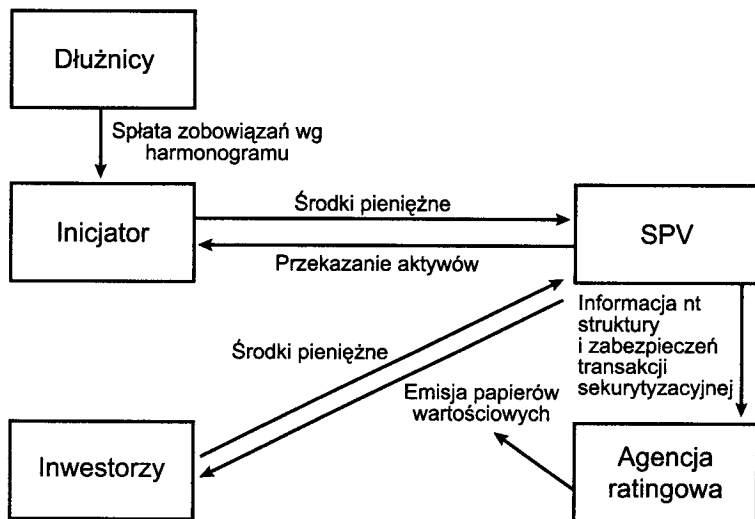
W Polsce mimo braku uchwalonej ustawy o sekurytyzacji (w przygotowaniu przez Sejm) możliwe jest dokonywanie transakcji sekurytyzacyjnych w oparciu o inne ustawy. Możliwości takie zostały sformułowane w znowelizowanych ustawach: o Funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r. oraz Prawo bankowe³ z dnia 29 sierpnia 1997 r. Ustawodawca zdefiniował tam przede wszystkim pojęcie sekurytyzowanych wierzytelności⁴ – są to *wierzytelności stanowiące przedmiot lokat funduszu sekurytyzacyjnego oraz wierzytelności wyodrębnione przez inicjatora sekurytyzacji albo inny podmiot, który zawarł z funduszem umowę zobowiązującą go do przekazywania funduszowi świadczeń uzyskanych w związku z tymi wierzytelnościami*.

Przebieg procesu sekurytyzacji

Poniższy rysunek prezentuje przebieg procesu sekurytyzacji z uwzględnieniem przepływów środków i informacji bez uwzględnienia faz obsługi i wykupu wyemitowanych papierów wartościowych.

Pierwszy etap procesu możemy podzielić na dwie fazy. W pierwszej z nich dochodzi do powstania należności. Powstaje zobowiązanie dłużnika względem późniejszego inicjatora. Druga faza jest już bezpośrednio związana z wyborem i grupowaniem należności do sekurytyzacji. Dopiero na kolejnym etapie dochodzi do powołania do życia spółki celowej (SPV).

Należy zauważyć, że schemat (rys. 2) jako pewne uproszczenie nie jest do końca zgodny z metodologią modelowania procesów gospodarczych – na tym poziomie ogólności trudno jednoznacznie określić kolejność przepływów. Część z nich biegnie równoległe i niejako w tle całego procesu głównego.



Rys. 2. Przepływy strumieni i podmioty występujące w procesie sekurytyzacji – I etap.
Źródło: Opracowanie własne.

Decyzję o inicjalizacji sekurytyzacji podejmuje inicjator, który po analizie posiadanych aktywów (harmonogram i historia spłat przez dłużników) konstruuje pulę do wydzielenia/sprzedaży. W proces konstruowania całej transakcji zaangażowana jest agencja ratingowa, oceniająca na bieżąco powstającą strukturę i przygotowująca się do nadania oficjalnego ratingu w momencie emisji. Moment przekazania przez SPV inicjatorowi środków pieniężnych następuje, na powyższym schemacie, po uplasowaniu emisji na rynku finansowym.

Założeniem i istotą transakcji jest wydzielenie oraz przekazanie do SPV puli aktywów. Sekurytyzacja pozabilansowa zakłada „czystą” postać transakcji pozbycie się aktywów z bilansu na mocy cesji, sprzedaży walorów (*true sale*). Inaczej niż w sekurytyzacji bilansowej, następuje nieodwracalne usunięcie sekurytyzowanych aktywów z bilansu inicjatora.

Sekurytyzacja bilansowa zachodzi wtedy, gdy usunięcie aktywów nie jest ostateczne, przykładowo:

- nastąpiło w wyniku umowy o subpartycypację (takie rozwiązanie jest dopuszczalne w świetle ostatnich nowelizacji polskiego prawa⁶);
- emitent jest spółką zależną od inicjatora i zgodnie z ustawą o rachunkowości⁷ sekurytyzowane aktywa „powrócą” jako część składowa skonsolidowanego sprawozdania finansowego.

Przyglądając się procesowi sekurytyzacji z punktu widzenia przepływów, nie możemy zapomnieć o występujących w niej podmiotach i tak podmiotem inicjującym transakcję jest inicjator, inaczej aranżer. Jaka jest jego funkcja?

Inicjator sekurytyzacji/Aranżer

Inicjatorem sekurytyzacji/aranżerem jest podmiot posiadający pakiet aktywów, które można poddać sekurytyzacji, poszukujący źródeł finansowania. Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych⁸ inicjatorem sekurytyzacji może być zarówno jednostka samorządu terytorialnego (lub związek jednostek samorządu terytorialnego), jak i podmiot prowadzący działalność gospodarczą, ale muszą one zbywać funduszowi sekurytyzującemu pulę wierzytelności albo zobowiązać się do przekazywania funduszowi sekurytyzacyjnemu wszystkich świadczeń, otrzymanych przez nie, z określonej puli wierzytelności.

W pierwszej kolejności inicjator dokonuje wyodrębnienia portfela aktywów, które następnie przenosi do spółki celowej (SPV).

Wiele napisano na temat tego, jakiego rodzaju aktywa mogą być źródłem sekurytyzacji – od kredytów hipotecznych, które były pierwotnym źródłem sekurytyzacji, poprzez należności z tyt. kart kredytowych, opłat leasingowych i z tytułu franszyzy, różnego rodzaju abonamentów (czynsze mieszkaniowe, abonament telefoniczny), kredytów samochodowych⁹ czy dochodów z tytułu wierzytelności przyszłych itp.

Ostatnio zrzeczenie (pierwotnie wyłącznie) niemieckich banków pod egidą KfW¹⁰ zaczęło regularnie organizować programy pod nazwą PROMISE, gdzie poddano sekurytyzacji portfel kredytów bankowych udzielanych małym i średnim przedsiębiorstwom. I tak przykładowo pierwszy z programów emisji CLO (PROMISE A) otrzymał od agencji Moody's średnioważony rating na poziomie Ba1. Drugi z programów organizowanych przez KfW nosi nazwę PROVIDE i zajmuje się sekurytyzacją puli bankowych kredytów hipotecznych (emisja *Residual Mortgage Backed Securities* – RMBS – są to papiery emitowane w oparciu o kredyty hipoteczne zaciągnięte na finansowanie nieruchomości, które nie są źródłem dochodów dla właścicieli).

Transakcje sekurytyzacyjnych podejmowały się nie tylko przedsiębiorstwa czy banki, ale również rządy państw, chcących „podreperować” budżet (Iacobucci, Winter 2001), najczęściej kosztem przyszłych wpływów (np. rząd Włoch – sekurytyzacja przyszłych wpływów z dwóch loterii państwowych).

Ograniczeniem dla pomysłowości przyszłego inicjatora są zdolności do skonstruowania takiego waloru, który znajdzie na rynków nabywców.

W literaturze przedmiotu wymienia się wiele „podstawowych” cech, jakie powinna spełniać pula sekurytyzowanych aktywów. Najistotniejsze i najczęściej wymieniane są cztery z nich:

- a) jednorodny charakter,
- b) regularne, dające się przewidzieć strumienie płatności,
- c) niski udział nieterminowych płatności
- d) zróżnicowanie dłużników pod względem demograficznym i geograficznym.

Należy jednak pamiętać, że sekurytyzacja może opierać się nie tylko na puli aktywów o wysokiej jakości, może też być sposobem pozbycia się z bilansu aktywów o niższej jakości czy sprzedaży przyszłych dochodów z jakiegoś tytułu.

Można wymienić szereg korzyści, jakie osiągnie inicjator w wyniku przeprowadzenia procesu sekurytyzacji:

1. Pozyskiwanie kapitału – jest to najbardziej oczywista korzyść. Pozyskiwany w drodze sekurytyzacji kapitał może być – przy prawidłowej konstrukcji transakcji i odpowiednim stopniu rozwoju rynków finansowych – tańszy niż z innych źródeł. Wiąże się to z możliwością otrzymania przez papiery wyższego ratingu (ze względu na jakość sekurytyzowanych należności) niż posiada inicjator transakcji.
2. Uwalnianie kapitału obrotowego zamrożonego w aktywach.
3. Możliwość pozyskiwania środków na inwestycje z sekurytyzacji przyszłych wpływów (bo nie każda firma ma takich „klientów” jak FC Barcelona, która sfinansowała w części budowę nowego stadionu z wpływów za bilety – kibice wykupili karnety na mecze na kilka lat wprzód).
4. Poprawa, „czyszczenie” bilansu – możliwość pozbycia się nienajlepszych należności z portfela.
5. Skrócenie sumy bilansowej – oczywiście w zależności od wykorzystania uzyskanych z sekurytyzacji środków.
6. Poprawa wskaźników efektywności firmy (ROA, ew. ROE) – szczególnie, jeśli bilans SPV nie jest konsolidowany z bilansem inicjatora.
7. W przypadku banków, poprawa wskaźników ostrożnościowych (współczynnika wypłacalności, wysokości odprowadzanych rezerw obowiązkowych itd.).

Kolejnym elementem wyróżniającym sekurytyzację i kluczowym z punktu widzenia identyfikacji oraz przyporządkowania, jest konieczność powołania do życia specjalnego podmiotu:

SPV (*Special Purpose Vehicle*) tzw. **Spółka specjalnego przeznaczenia lub Spółka celowa.**

SPV przejmuje portfel aktywów od inicjatora i na tej podstawie emituje papiery wartościowe, które sprzedaje na rynku, a pozyskanymi środkami płaci za aktywa inicjatorowi. Moment przekazania i moment płatności za walory mogą być rozdzielone w czasie.

Dodatkowo konstrukcja SPV musi zawierać kilka ograniczeń, zwiększających jej wiarygodność – działalność spółki powinna być ograniczona wyłącznie do ww. transakcji (jedyne cel statutowy), co ma ją uwalniać od ryzyka bankructwa. Powinna być ona również odporna na bankructwo inicjatora (brak zachwiania przepływów finansowych, szczególnie, jeśli sekurytyzowane aktywa są nadal obsługiwane przez inicjatora).

W Polsce SPV może być skonstruowane na podstawie art. 183 ustawy o funduszach inwestycyjnych¹¹ jako fundusz sekurytyzacyjny. Fundusz sekurytyzacyjny może powstać w formie funduszu inwestycyjnego zamkniętego i jest to podmiot „*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 wiarytelności”¹². Ustawodawca przewidział możliwość wystąpienia ww. funduszu w dwóch formach, jako funduszu sekurytyzacyjnego standaryzowanego i niestandaryzowanego. Co więcej, ustawa dopuszcza istnienie sekurytyzacji nie tylko w formie „czystej”, czyli wydzielenia i pozbycia się aktywów z bilansu Aranżera, ale również dopuszcza zawarcie umowy o subpartycypację¹³. Jednak zgodnie z art. 92a pkt. 3 ust prawo bankowe nie jest to jedyna dopuszczalna forma, w jakiej może powstać SPV.

W procesie pojawiają się również inni aktorzy, z których niezwykle istotną rolę – szczególnie dla minimalizowania ryzyka, z punktu widzenia inwestorów i powodzenia transakcji – spełniają Agencja ratingowa i gwarant.

Agencja ratingowa¹⁴

Papiery przed wprowadzeniem do obrotu są poddawane ocenie przez agencję ratingową (czasem wymogiem jest uzyskanie oceny od dwóch niezależnych agencji), która nadaje papierom rating. Jak wspomniałam powyżej, może on być wyższy niż rating posiadany przez aranżera, ponieważ ocena opiera się na ocenie jakości sekurytyzowane puli aktywów, samej konstrukcji (transz, terminu, sposobu generowania strumieni płatności, dodatkowych zabezpieczeń itd.) procesu.

Często udział agencji ratingowej nie ogranicza się do nadania papierom w końcowej fazie oficjalnego ratingu. Ocena rozpoczyna się już w momencie konstruowania transakcji, tak aby już w czasie przygotowywania założeń wyeliminować wszystkie niekorzystne, podwyższające ryzyko elementy.

Współpraca z agencją ratingową, korzystanie z jej doświadczeń, otrzymane zalecenia, już na etapie przygotowywania założeń sekurytyzacji pozwalają na znaczne zminimalizowanie ryzyka, a co za tym idzie podniesienie otrzymanej oceny ratingowej. Jak zapisała w jednym ze swoich wydawnictw agencja Fitch: „*analiza ratingowa jest bardziej sztuką niż nauką*”.

Jakie rodzaje ryzyka są brane (przez inicjatora i agencję ratingową) pod uwagę przy analizowaniu konstrukcji transakcji sekurytyzacyjnej? Możemy podzielić je na cztery grupy¹⁵:

- a) ryzyko prawne,
- b) ryzyko zabezpieczenia (zastawu),
- c) ryzyko strukturalne (przepływów finansowych),
- d) ryzyko zobowiązań stron trzecich transakcji.

Jako pierwsze agencje ratingowe oceniają ryzyko prawne, którego analiza wymaga określenia, jakie zagrożenia wynikają z przyjęcia określonych rozwiązań prawnych, czy na rynku istnieją jasne regulacje prawne, a także podatkowe, czy istniały w przeszłości – zweryfikowane pozytywnie w praktyce – podobne konstrukcje prawne. Jest to niezwykle istotny rodzaj ryzyka, szczególnie w przypadku rynków o niezbyt dużej liczbie przeprowadzonych transakcji. Popołnione na tym etapie błędy mogą już na wstępie zadecydować o fiasku operacji.

Kolejnym rodzajem ryzyka ocenianym przez agencję jest ryzyko zabezpieczenia. Agencja rozpoczyna analizę od oceny sektora, w którym działa inicjator, przechodząc następnie do oceny samego inicjatora wydzielającego sekurytyzo-

wane aktywa. Szczegółowa ocena aranżera może odbywać się w oparciu o kompleksowy proces *due diligence*, w którym ocenia się jakość przedsiębiorstwa, począwszy od oceny zarządu i strategii, poprzez profil ryzyka, rynek na którym powstaje określony aktyw, po jakość aktywów (rentowność, wskaźnik spłat itp.), wielkość potencjalnych strat. Na tym etapie ocenia się sam proces konstruowania portfela do sekurytyzacji oraz buduje się (na bazie danych historycznych) – niezbędne w następnej fazie oceny i scenariusze prawdopodobnych strat.

Zauważmy jednak, że przy ocenie tej grupy ryzyka abstrahuje się w znacznej mierze od jakości kredytowej inicjatora; na pierwszy plan wysuwa się portfel aktywów. Dopiero w następnym etapie zostanie poddana ocenie konstrukcja samego procesu i „jakości” SPV.

Ryzyko strukturalne wiąże się z organizacją przepływów środków pieniężnych oraz zapewnieniem w procesie odpowiedniego wzmocnienia kredytowego, aby zminimalizować zaburzenia w uzyskiwaniu przez inwestora spłaty rat i kredytów.

W praktyce inwestorom oferuje się różnorodne formy zabezpieczeń, zarówno zewnętrznych (m.in. ubezpieczenie transakcji, gwarancja spłaty zabezpieczeń, akredytywa, linia kredytowa itp.), jak i wewnętrznych (zaliczamy tutaj m.in. *podporządkowanie* poszczególnych transz, w jakich zostaną wyemitowane papiery dłużne, *nadzabezpieczenie* – sytuację, w której wartość przeniesionych aktywów przewyższa o pewien procent wartość wyemitowanych na jej podstawie papierów wartościowych czy też rachunek nadwyżki oprocentowania aktywów nad oprocentowaniem emitowanych na ich podstawie papierów dłużnych).

Do uzyskania wysokiego ratingu (minimum na poziomie inwestycyjnym) niezbędna jest eliminacja wszelkich potencjalnych zaburzeń punktualnych spłat, wykupu papierów wartościowych od inwestorów.

Ostatnim elementem oceny jest ocena ryzyka zobowiązań stron trzecich. SPV jest przecież tylko bytem powołanym w szczegółowo i ściśle określonym celu – ryzyko związane z tym podmiotem jest minimalizowane. Ale w transakcji pojawiają się, czasem liczne, podmioty towarzyszące. Będą to przykładowo: agent obsługi¹⁶ – osoba odpowiedzialna za administrację całej transakcji, obsługę płatności, zarządzanie płynnością, egzekucję zobowiązań itp., agent płatniczy – gwarant płynności oraz depozytariusz. Poddaje się ocenie jakość kredytową każdego z wyżej wymienionych podmiotów (jeśli oczywiście wszystkie występują w transakcji).

Kończąc ten wątek, trzeba jeszcze raz podkreślić, iż mimo opinii o oddziaływaniu ryzyka finansowego podmiotu inicjującego od ryzyka związanego z pulą aktywów, transakcja sekurytyzacyjna musi zostać zabezpieczona przed innymi rodzajami ryzyka. Należy pamiętać, że minimalnym warunkiem koniecznym do uzyskania aprobaty inwestorów jest gwarancja wykupu przez emitenta (w terminie) papieru dłużnego, a jest ona funkcją wielu różnych czynników.

Gwarant¹⁷

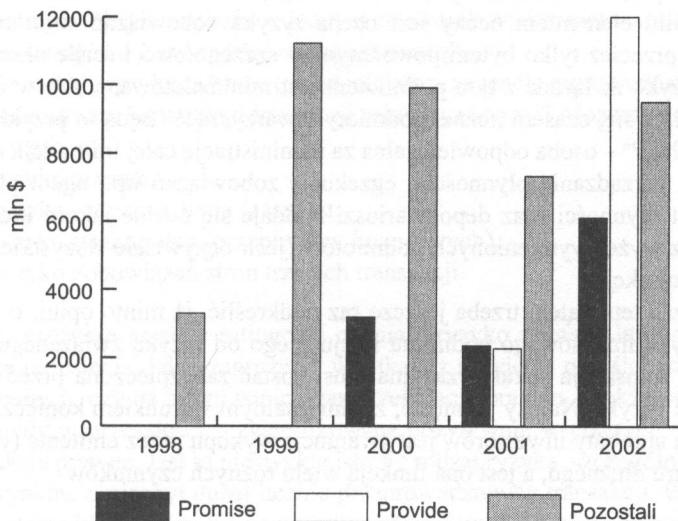
Jego obecność w procesie wzmacnia pewność emitowanych przez SPV papierów wartościowych. Z jednej strony pozwala na uzyskanie wyższego ratingu dla

przygotowywanej emisji papierów wartościowych (patrz powyżej), z drugiej strony podnosi koszty transakcji.

Reasumując, mimo wielu korzyści, które oferuje sekurytyzacja, dla swego rozwoju potrzebuje ona sprzyjających warunków. Ostatnie zmiany w prawodawstwie polskim można uznać za idące w dobrym kierunku. Być może, po uchwaleniu przygotowywanej ustawy o sekurytyzacji zaowocują one wzrostem popularności tej transakcji wśród polskich przedsiębiorstw i banków. Dotychczasowa praktyka nie dostarczyła jeszcze zbyt wielu przykładów do analizy. Znaczącą część dokonywanych w Polsce transakcji sekurytyzacyjnych dotyczyła należności z tytułu zadłużenia Samodzielnych Zakładów Opieki Zdrowotnej. Tylko jedna z transakcji dotyczyła sekurytyzacji należności z tytułu leasingu. W prasie pojawiają się od czasu do czasu, mniej lub bardziej sensacyjne informacje, o planowanych transakcjach (np. rządowa propozycja sekurytyzacji wpływów z winiet), jednak brak jest faktycznie konstruowanych i finalizowanych transakcji.

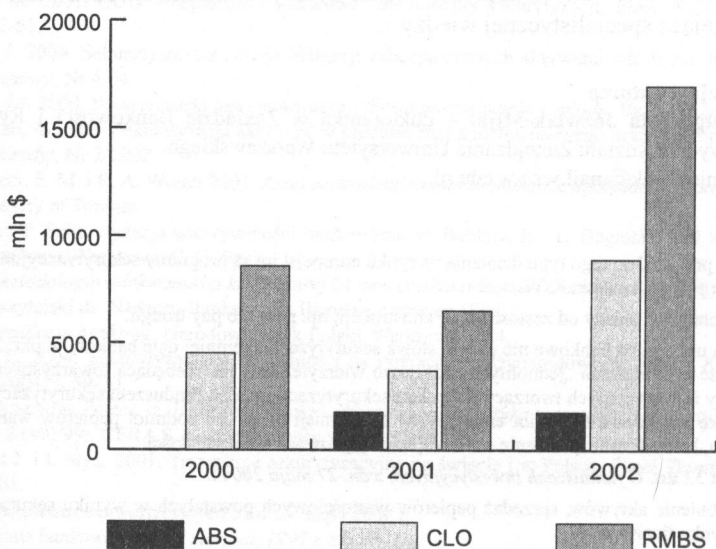
Należy jednak podkreślić, iż słaby rozwój tej techniki możemy obserwować nie tylko w krajach o płytkim i rozwijającym się ciągle rynku finansowym (np. Polska). Przykładowo popularność sekurytyzacji w Niemczech, które mają rynek finansowy o modelu określanym mianem „probankowego”¹⁸, wzrosła w ostatnich latach, ale dopiero po zaangażowaniu się w promocję tej techniki rządu niemieckiego¹⁹.

Jak widać na poniższych wykresach, nawet największa z gospodarek europejskich jest daleko w tyle za przodującą w tym zakresie gospodarką amerykańską (udział sięgający 70-80% rynku światowych transakcji sekurytyzacyjnych).



Rys. 3. Udział transakcji PROMISE i PROVIDE na niemieckim rynku sekurytyzacji w latach 1998-2002 (w mln USD). Źródło: HVB Credit Research, maj 2003 r.

Mimo tak znacznego udziału emisji w programie PROVIDE, a co za tym idzie, pojawieniem się na rynku RMBSów o znacznej wartości, narastająco stanowiły one w 2003 r. "zaledwie" 6% wszystkich wyemitowanych na rynku europejskim papierów zabezpieczonych kredytami hipotecznymi. W 2002 roku RMBS stanowiły na rynku niemieckim już większą część wszystkich wyemitowanych w wyniku sekurytyzacji papierów – ponad 61%. W ciągu pięciu obserwowanych lat rynek niemiecki zanotował ponad siedmiokrotny wzrost wartości transakcji sekurytyzacyjnych. Oczywiście zaangażowanie KfW zmniejszyło wartość emisji dokonanych przez grupę innych podmiotów, ich udział w rynku spadł do ok. 35%.



Rys. 4. Udział papierów typu CLO i RMBS na rynku niemieckim w latach 2000-2002 (w mln USD). Źródło: HVB Credit Research, maj 2003 r.

Powyższe wykresy pokazują nam, że największą popularnością na rynku cieszą się papiery wyemitowane w oparciu o aktywa zabezpieczone hipotecznie, rozwija się segment papierów zabezpieczonych kredytami/pożyczkami bankowymi. Natomiast ciągle mniejszą popularnością cieszą się emisje w oparciu o inne aktywa.

Przedstawione wykresy uwiadcniają dobitnie, że wsparcie agend rządowych zaowocowało, w tak krótkim okresie, znacznym rozwojem sekurytyzacji na rynku niemieckim. Uważa się, że popularyzacja tej „innowacji” jest kolejnym z elementów przeprowadzanych na niemieckim rynku finansowym reform. Rząd niemiecki między innymi w tego typu inicjatywach upatruje możliwości wzrostu

konkurencyjności gospodarki, mając nadzieję, że rozwój rynków finansowych przełoży się na wzrost całej gospodarki.

Podsumowując, sekurytyzacja zyskała uznanie nie tylko jako sposób umożliwiający zmniejszenie kosztów funduszy finansujących działalność podmiotu (poprzez pozyskanie środków za pomocą aktywów o wyższej ocenie ratingowej niż posiadany przez spółkę), ale stała się jednocześnie sposobem na zróżnicowanie źródeł finansowania, a także dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych (Grubman 2002). Wśród wielu celów sekurytyzacji często wymienia się również możliwość uwolnienia kapitału regulacyjnego drogą wydzielenia nie płynnych aktywów i przekonwertowania ich w płynne papiery wartościowe.

Pamiętajmy jednak, że nowa konstrukcja, szereg pojawiających się w procesie nowych podmiotów też rodzą określone (czasem nowe) rodzaje ryzyka. Dlatego – mimo oferowanych korzyści – sekurytyzacja to transakcja skomplikowana i wymagająca specjalistycznej wiedzy.

Informacje o autorce

Mgr Małgorzata Józwiak-Mijal – doktorantka w Zakładzie Bankowości i Rynków Finansowych Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.

E-mail: mjozwiak@mail.wz.uw.edu.pl.

Przypisy

- ¹ Dobrym przykładem tego typu działania na rynku europejskim są programy sekurytyzacyjne oferowane przez niemiecki KfW.
- ² Sposób płatności zależy od zastosowanej konstrukcji, np. pass lub pay trough.
- ³ Art. 92 a ust. Prawo bankowe nie używa słowa sekurytyzacja niemniej daje bankom w pkt. 3 możliwość przeniesienia „jednolitych rodzajowo wierzytelności na, niebędącą towarzystwem funduszy inwestycyjnych tworzącym fundusz sekurytyzacyjny albo funduszem sekurytyzacyjnym, spółkę kapitałową (podmiot emisyjny) w celu emisji przez ten podmiot papierów wartościowych, których zabezpieczenie stanowią sekurytyzowane wierzytelności.
- ⁴ art. 2 pkt 32 *ust. O funduszach inwestycyjnych, z dn. 27 maja 2004 r.*
- ⁵ Wyodrębnienie aktywów, sprzedaż papierów wartościowych powstałych w wyniku sekurytyzacji na rynku finansowym
- ⁶ Por. art. 183 ust. 4 ustawy o funduszach inwestycyjnych, z dn. 27 maja 2004 r. oraz art. 92a ustawy prawo bankowe, z dn. 29 sierpnia 1997 r.
- ⁷ Art. 55
- ⁸ Art. 2 pkt 31 *ust. O funduszach inwestycyjnych z dn. 27 maja 2004 r.*
- ⁹ W USA przygotowano sekurytyzację wpływów ze sprzedaży książek Steinbecka, przysłałe wpływy z praw autorskich do płyt Dawida Bowie itd. Za Waszkiewicz str. 25. oraz Teresa N. Kerr. "Bowie Bonding in the Music Biz: Will Music Royalty Securitization be the Key to the Gold for Music Industry Participants?" (2000) 7 *UCLA Ent. L. Rev.* 367.
- ¹⁰ Creditanstalt fuer Wiederaufbau
- ¹¹ *ibid.*
- ¹² Art. 183 pkt. 1 ust o FI
- ¹³ Art. 183 ust. 4 *ibid.*
- ¹⁴ Art. 191 *ibid.*
- ¹⁵ Por. Sekurytyzacja w Polsce cz. II. Sekurytyzacja - główne czynniki ryzyka w transakcji. Ratingi i analizy nr 2 (49)/99r. CERA S.A.

- ¹⁶ Pomięłam te podmioty w dalszym opisie, dlatego w tym miejscu zamieszczę krótką charakterystykę.
- ¹⁷ Art. 184 *ibid.*
- ¹⁸ Model probankowy charakteryzuje się dużym wpływem na gospodarke, hamującym implementowanie innowacji finansowych. Za Walkiewicz, R. 2002. *Usługi bankowości inwestycyjnej w aspekcie ich konkurencyjności z tradycyjnymi produktami bankowymi*, Warszawa: SGH, s. 103-104.
- ¹⁹ Misją KfW jest wspieranie rozwoju gospodarczego Niemiec.

Bibliografia

- Bär, H. P. 1998. *Asset Securitisation*, Berno, Stuttgart, Wiedeń: Verlag Paul Haupt.
- Borek, M. 2002. Techniki sekurytyzacyjne w zarządzaniu bilansem banku. *Bank*, Nr 02/2002, s. 54-60.
- Borek, M. 2001. CDO – najbardziej „bankowe” instrumenty sekurytyzacji. *Bank*, Nr 10/2001, s. 62-65.
- Chład, J. 2004. Sekurytyzacja a emisja obligacji zabezpieczonych aktywami własnymi. *Rynek Terminowy*, Nr 4/04.
- Gąsior, M. 2000. *Sekurytyzacja jako nowoczesna forma pozyskiwania kapitału*, Bank Pekao S.A.
- Grubman, A. 2002. Sekurytyzacja aktywów w procesie zasilania finansowego przedsiębiorstw. *Bank i Kredyt*, Nr 2/2002.
- Iacobucci, E. M. i R. A. Winter 2001. *Asset securitization and asymmetric information*, Toronto: University of Toronto.
- Jaroński, P. Sekurytyzacja wierzitelności bankowych. w: Babiarczyk, P. i L. Bagińska (red.) *Praktyka bankowa*, Warszawa: C. H. Beck.
- Nowa metodologia adekwatności kapitałowej (A new capital adequacy framework*, No. 50). Komitet Bazylejski ds. Nadzoru Bankowego, Bazylea, czerwiec 1999.
- Nowe regulacje bankowe*. Narodowy Bank Polski, Warszawa 2004.
- Reksa, Ł. 2004. Sekurytyzacja wierzitelności na rynkach międzynarodowych. *Bank i Kredyt*, Nr 2/2004, s. 59-70.
- Sekurytyzacja w Polsce cz. II. Sekurytyzacja - główne czynniki ryzyka w transakcji*. Ratingi i analizy, nr 2 (49)/99r. CERA S.A. (obecnie agencja Fitch Polska).
- Zombirt J. i I. Styn. 2001. Transakcje sekurytyzacyjne na świecie i w Polsce. *Rynek Terminowy*, Nr 4/01.
- Ust. O funduszach inwestycyjnych z dn. 27 maja 2004 r.*
- Ust. Prawo bankowe z dn. 29 sierpnia 1997 r. z późn. zm.*
- Waszkiewicz, A. 2004. „Papierowe” bogactwo sekurytyzacji. *Bank i Kredyt*, Nr 4/2004, s. 16-30.
- Zombirt, J., Sekurytyzacja - rewolucja w Bazylei i w Polsce. *Rynek Terminowy*, Nr 4/2004, s. 106-110.