Sławomir Antkiewicz
Uniwersytet Gdański

Rozwój transakcji sekurytyzacyjnych w Stanach Zjednoczonych i w Europie

1. Wprowadzenie

Istnieje wiele definicji sekurytyzacji. Poszczególne kładą nacisk na różne elementy składowe technik sekurytyzacyjnych. Proces sekurytyzacji aktywów można zdefiniować jednak w inny sposób, kładąc nacisk nie na aspekt techniczny, ale na syntezę działań. Sekurytyzacja jest wówczas takim zestawieniem autonomicznych działań (udzielenie kredytu, założenie spółki, sprzedaż wierzytelności, emisja papierów wartościowych, nadanie oceny ratingowej), które dzięki właściwemu połączeniu łączą się w atrakcyjny dla wszystkich jego uczestników instrument finansowy.

Sekurytyzację rozumie się zatem jako złożoną metodę refinansowania się podmiotu (którym może być zarówno przedsiębiorstwo, jak i samorząd terytorialny, a najczęściej bank) na krajowym lub międzynarodowym rynku kapitałowym, która polega na tym, że pakiet wyodrębnionych aktywów, wraz ze strumieniami środków pieniężnych wypracowanymi przez ten pakiet zostaje w pierwszej kolejności wydzielony z bilansu podmiotu (inicjatora – sprzedawcy aktywów), a następnie sprzedany (poprzez zwykłą transakcję sprzedaży) prawnie usamodzielnionej i odrębnej jednostce mającej postać albo funduszu sekurytyzacyjnego, albo znacznie częściej spółki celowej[1].

W przypadku funduszu sekurytyzacyjnego refinansuje on nabyte aktywa przez emisję certyfikatów inwestycyjnych (papierów wartościowych). Rolą spółki celowej (lub funduszu w zależności od wariantu) jest pośredniczenie w przepływie środków pieniężnych pomiędzy inicjatorem transakcji a nabywającymi wyemitowane certyfikaty inwestycyjne inwestorami, których osiągnięte zyski bezpośrednio zależą od sekurytyzowanych aktywów wypracowujących stałe strumienie płatności mające postać spłat odsetek oraz rat kapitałowych (wykupu certyfikatów inwestycyjnych)[2].

---

[1] A. Batchwarov, J. Collins, W. Davies, *Mechanics of securitisation*, (in:) *The handbook of European structured financial products*, (ed.) M. Choudhry, F. J. Fabozzi, John Wiley & Sons Inc., New York 2004, s. 82.

[2] J. Zombirt, *Perspektywy rozwoju sekurytyzacji w Polsce: warunki efektywnego wykorzystania nowego instrumentu finansowania działalności*, WIB, Warszawa 1998, s. 25.

Sekurytyzacja postrzegana jest więc jako złożony proces, w wyniku którego dotychczas istniejący pakiet niepłynnych, w miarę możliwości jednorodnych i homogenicznych aktywów finansowych jest w wyniku przeprowadzenia tego procesu wprowadzony na wtórny rynek finansowy – jako papiery wartościowe, które mogą być nabywane i zbywane na normalnych zasadach rynkowych.

Przedmiotem procesu sekurytyzacji aktywów jest zatem emisja nadających się do sprzedaży papierów wartościowych, które opierają swoją wartość na oczekiwanych przepływach pieniężnych wypracowanych przez najpierw wyodrębnione, a następnie przekazane funduszowi sekurytyzacyjnemu lub spółce celowej aktywa.

Aby sekurytyzacja aktywów mogła zakończyć się pełnym powodzeniem, muszą być uprzednio wypełnione następujące dwa warunki: po pierwsze niezbędne jest, aby istniała odpowiednio rozwinięta infrastruktura finansowa (chodzi tutaj o takie aspekty, jak: środowisko prawne, otoczenie podatkowe, normy rachunkowości), która umożliwia bezproblemowe przekazanie aktywów oraz, po drugie, musi istnieć popyt ze strony inwestorów na zakup wyemitowanych papierów wartościowych, w widoczny sposób ułatwiający obniżenie dotychczasowych kosztów finansowania, który to popyt jest funkcją ryzyka, jakim obciążone jest emitowanie papierów wartościowe, i ich oceny nadanej przez wyspecjalizowaną agencję ratingową[3].

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie rozwoju transakcji sekurytyzacyjnych w Stanach Zjednoczonych i w Europie od czasu powstania tych transakcji aż do okresu poprzedzającego amerykański kryzys *subprime*, który z pełną siłą urzeczywistnił się w drugiej połowie 2008 roku. Analiza konsekwencji kryzysu *subprime* dla rozwoju technik sekurytyzacyjnych byłaby przedwczesna w chwili powstawania niniejszego artykułu (marzec 2009). Skutki amerykańskiego kryzysu finansowego staną się przyczynkiem do dalszych badań autora w drugiej połowie 2009 r.

Tezą opracowania jest stwierdzenie, że rozwój technik sekurytyzacyjnych był odpowiedzią instytucji finansowych na zmiany zachodzące w międzynarodowym systemie finansowym. Postępująca globalizacja i liberalizacja rynków finansowych powodowała tworzenie coraz bardziej innowacyjnych sposobów wykorzystywania koncepcji sekurytyzacji. Jednak zaistnienie globalnego kryzysu finansowego może w istotny sposób zmniejszyć znaczenie sekurytyzacji aktywów.

Sekurytyzacja aktywów jest na polskim rynku finansowym instrumentem stosunkowo młodym. Rozwój technik sekurytyzacyjnych, jak i wolumenu transakcji w Polsce jest znaczenie wolniejszy niż w krajach o rozwiniętych rynkach finansowych, w szczególności w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Związane jest

[3] *Sekurytyzacja aktywów ze szczególnym uwzględnieniem wierzytelności hipotecznych: praktyczne doświadczenia w wybranych krajach europejskich, Stanach Zjednoczonych, Kanadzie i Polsce*, (red.) A. Drewicz-Tułodziecka, Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2003, s. 17.

to głównie z niewysokim zapotrzebowaniem rynku na transakcje sekurytyzacyjne, a także z uwarunkowaniami i przyzwyczajeniami panującymi na polskim rynku.

2. Podłoże procesów sekurytyzacji

Pierwsze transakcje o nowatorskiej wówczas konstrukcji, dziś określanej mianem sekurytyzacji aktywów, datują się na r. 1970, wtedy to bowiem w Stanach Zjednoczonych zapoczątkowano stosowanie nowej techniki finansowania. Termin *securitisation* pojawił się nieco później niż sama technika przez niego określana. Po raz pierwszy użyty został w r. 1977. W wywiadzie, jaki udzielił pracownik spółki Salomon Brothers czasopismu „The Wall Street Journal", określił on działania swojej firmy jako sekurytyzację. W ówczesnym czasie Salomon Brothers był gwarantem emisji certyfikatów partycypacyjnych opartych na kredytach hipotecznych[4].

Dla pełnego zrozumienia zagadnienia procesu sekurytyzacji aktywów, warto przyjrzeć się sytuacji na rynkach finansowych w latach siedemdziesiątych XX w. W tym czasie miały swój początek zupełnie nowe procesy i zjawiska, które na zawsze zmieniły obraz systemu finansowego: globalizacja, powszechna deregulacja rynków, rozwój techniczny systemów informatycznych. Przyrost zarówno wielkości, jak i liczby międzynarodowych inwestycji spowodował zachwianie się dotychczas stabilnego i mocnego rynku finansowego opartego na podstawowym działaniu banków. Wcześniej bowiem banki działały według utartych schematów.

W latach siedemdziesiątych XX w. zapoczątkowane zostały zmiany w postrzeganiu tradycyjnej bankowości, nastąpił również wzrost zainteresowania alternatywnymi źródłami i możliwościami pozyskiwania kapitału, między innymi właśnie emisją papierów wartościowych. Największe międzynarodowe spółki i koncerny ze względu na konieczność zaspokojenia swoich bezustannie rosnących potrzeb finansowych zaczęły zwracać się w coraz większych stopniu nie ku bankom, będącym tradycyjnymi pośrednikami, ale bezpośrednio ku posiadaczom kapitału. Próby ominięcia banków miały na celu przede wszystkim obniżenie kosztów pozyskania finansowania[5].

Dzięki programom emisji różnych rodzajów papierów wartościowych przedsiębiorstwa otrzymały dostęp do stosunkowo taniego źródła kapitałów zarówno krótkoterminowych, jak i długoterminowych, nieobciążonych dodatkowymi kosztami na rzecz instytucji pośredniczących. Ten sam proces, z drugiej strony, oznaczał także alternatywne możliwości dla posiadających wolne środki finansowe – inwestorów. Zysk osiągany na takich instrumentach był z reguły bardziej atrakcyjny w stosunku do depozytów bankowych. Zaznaczyć należy, iż szczególnie na począt-

[4] Ł. Reksa, *Sekurytyzacja wierzytelności na rynkach międzynarodowych*, „Bank i Kredyt" 2004, nr 2, s. 59.

[5] C. Smithson, *Credit port folio management*, John Wiley & Sons, New Jersey 2003, s. 48.

kowym etapie rozwoju nowych instrumentów tylko i wyłącznie największe spółki o najlepszej sytuacji finansowej mogły sobie pozwolić na eksperymenty z nowymi technikami finansowymi.

Wspomniane przemiany skutkowały widocznym spadkiem sumy wartości udzielonych kredytów oraz znacznym przyrostem wartości rynku papierów wartościowych. Właśnie taki proces, to znaczy zmiana dotychczasowego środka ciężkości z klasycznego finansowania kredytami bankowymi na finansowanie emisjami papierów wartościowych nazywano sekurytyzacją, w języku angielskim bowiem papiery wartościowe to *securities*.

3. Rozwój sekurytyzacji na rynku amerykańskim

Sekurytyzacja, podobnie jak większość nowych technik finansowych, ma swoje początki w Stanach Zjednoczonych. Czynnikami sprawiającymi, że to właśnie tam powstaje najwięcej innowacji z zakresu finansów, są[6]:

- liberalne prawo nieutrudniające wprowadzania innowacji,
- duży rozmiar rynku gwarantujący znalezienie kapitału na nowe cele,
- skłonność inwestorów do podejmowania ryzyka.

3.1. Rządowe agencje hipoteczne

Bezpośrednią przyczyną rozwoju technik sekurytyzacyjnych było zaangażowanie wspomaganych przed amerykański rząd federalnych agencji nieruchomości. One to bowiem przedstawiły propozycję nowego instrumentu finansowego, mianowicie chodziło o wystandaryzowany pakiet kredytów hipotecznych, emitowany jako papier dłużny, którego gwarancją były wpływy pochodzące ze spłat bazowych pożyczek hipotecznych[7].

Wcześniej instytucje finansowe, które posiadały w swoim bilansie aktywa, miały dwa sposoby wykorzystania ich w celu finansowania:

- bezpośrednią sprzedaż wierzytelności inwestorowi,
- użycie wierzytelności jako zabezpieczenia dla klasycznego kredytu bankowego.

Zarówno dla inwestora, jak i poszukującego środków na finansowanie oba te warianty posiadały pewne wady. Sprzedaż aktywów oznaczała, że najpierw trzeba dokonać szacowania grupy różnorodnych, indywidualnych aktywów, a następnie ulokować środki w relatywnie mało zdywersyfikowaną grupę aktywów, charakteryzującą się nieregularnymi płatnościami. Dodatkowo w razie kłopotów finansowych dłużnika (jego bankructwa czy czasowej niewypłacalności) inwestorzy

[6] J. Zombirt, op.cit., s. 41.

[7] I. Kidacka, *Finanse zintegrowane – sekurytyzacja, struktury finansowe*, Difin, Warszawa 2006, s. 114.

ryzykowali nieterminowość spłat lub nawet ich zawieszenie. To powodowało, że inwestorzy byli raczej niechętni takim transakcjom i rzadko się w nie angażowali. Z kolei wykorzystanie wierzytelności jako zabezpieczenia kredytu było stosunkowo mało efektywne, ponieważ ze względu to, iż bank zawsze udziela kredytu niższego niż wartość zabezpieczenia, koszty takiej operacji znacznie przekraczały możliwe do uzyskania korzyści.

Dzięki rządowym agencjom hipotecznym usprawnieniu uległ rynek papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych. Agencje te nie tylko emitowały, ale i gwarantowały duże pożyczki hipoteczne. Te papiery wartościowe zawierały wiele zalet, szczególnie w porównaniu do bardziej tradycyjnych form finansowania. Takimi zaletami były między innymi[8]:

- dywersyfikacja – uzyskana dzięki znacznej liczbie różnych pożyczek;
- podwyższona jakość kredytu – jakość ta została podniesiona dzięki poręczeniom rządowych agencji; poszerzyła się ich dostępność dla znacznie szerszej grupy inwestorów;
- jednorodne stawki – dzięki usprawnieniu systemu klasyfikacji długów, ujednorodnienie puli wierzytelności ułatwiło określanie poziomu niezbędnych zabezpieczeń;
- niższe ryzyko naruszenia harmonogramu spłat – uzyskane dzięki uplasowaniu wierzytelności w spółce celowej; eliminuje się ryzyko upadku pośrednika;
- lepiej dopasowane terminy płatności – sekurytyzacja oferuje inwestorom regularne spłaty z tytułu nabycia papierów wartościowych w porównaniu z nieregularnymi płatnościami, jakie oferowały inne instrumenty.

3.2. Nowe techniki sekurytyzacji

Kiedy zalety tradycyjnej sekurytyzacji dotarły do uczestników rynku finansowego, nowoczesne sposoby finansowania uległy powszechnej akceptacji i dalszemu rozwojowi. Już nie tylko kredyty hipoteczne poddane zostały sekurytyzacji. W latach osiemdziesiątych XX w. prawie każdy rodzaj mniej lub bardziej problematycznych aktywów finansowych był sekurytyzowany do postaci puli wierzytelności przeznaczonych do sprzedaży inwestorom. I tak, od r. 1983 w Stanach Zjednoczonych funkcjonuje CMO (*Collateralised Mortgage Oligation*), czyli zobowiązanie zabezpieczone hipoteką, mające formę papierów wartościowych MBS (*Mortgage Backed Securities*). Również wtedy miały miejsce pierwsze emisje papierów komercyjnych, których zabezpieczeniem były zwykłe należności handlowe. W następnych latach dokonano emisji papierów wartościowych zabezpieczonych

[8] J. Zombirt, op.cit., s. 45; J. Kiff, P. Mills, *Money for nothing and checks for free: recent development in U.S. subprime mortgage market*, International Monetary Fund Working Paper 2007, No. 188, s. 62.

spłatami pożyczek udzielonych na zakup samochodów, a następnie – spłatami z kart kredytowych[9].

3.3. Determinanty rozwoju procesów sekurytyzacji

Nie tylko przedstawione wcześniej korzyści mają wpływ na rozwój procesów sekurytyzacji. Oprócz wymienionych zalet determinantami rozwoju są również zjawiska makroekonomiczne.

Po pierwsze, jest to zmienność, jaką wykazują stopy procentowe oraz technika zarządzania aktywami i zobowiązaniami. W okresie od drugiej wojny światowej aż do początku lat siedemdziesiątych stopy procentowe charakteryzowały się stabilnością i niskim poziomem. Dzięki temu instytucje, które zajmowały się udzielaniem pożyczek, pozyskiwały fundusze na prowadzenie działalności na tradycyjnych rynkach kapitałowych oraz depozytowych i udzielały długoterminowych kredytów cechujących się niskim ryzykiem zmienności stopy procentowej, a więc i ryzyka spłaty tychże kredytów.

Jednak zmiany, jakie dotknęły rynki finansowe w latach siedemdziesiątych XX w., spowodowały nieprzewidywalność wysokości stóp procentowych w długim okresie, a tym samym uczyniły tradycyjną strategię bardziej nieprzewidywalną i ryzykowną. Instytucje zainicjowały próby ściślejszego dopasowania do siebie, z jednej strony, okresu zapadalności i, z drugiej strony, wartości posiadanych przez siebie aktywów i pasywów do zmieniających się warunków makroekonomicznych. Jasne się wówczas stało, że sekurytyzacja umożliwia efektywne dopasowanie pewnego zestawu aktywów do zobowiązań.

Drugą determinantą rozwoju sekurytyzacji jest postęp technologiczny, globalizacja oraz nasilenie konkurencji. Na skutek postępu technologicznego, a w szczególności znacznego polepszenia wyposażenia instytucji w sprzęt komputerowy oraz poprawienia jakości i szybkości komunikacji, rynki finansowe, a wraz z nimi fundusze rynku pieniężnego, nabrały charakteru międzynarodowego. Poskutkowało to zwiększeniem zakresu atrakcyjnych możliwości dla inwestorów.

Na początku lat osiemdziesiątych XX w. miał miejsce wzrost stóp procentowych, na skutek czego tradycyjni pośrednicy finansowi, tacy jak banki czy kasy pożyczkowe, stanęły w obliczu wzmożonej konkurencji – inne instytucje o podobnym charakterze, ale działające na podstawie innych przepisów prawnych, nie były związane narzuconymi ustawowo wymogami co do depozytów (w stosunku do udzielonych pożyczek i kredytów). Te właśnie inne instytucje sięgnęły po sekurytyzację jako sposób pozyskania funduszy, ponieważ wobec niemożności konkurowania z bankami na rynku klasycznych depozytów, nowe finansowanie było dla nich jedynym sposobem pozyskania środków pieniężnych.

---

[9] A. Drewicz-Tułodziejska, op.cit. s. 42.

Trzecim czynnikiem wpływającym na wykorzystywanie procesów sekurytyzacyjnych są możliwości zrealizowania większego zysku z kredytów najwyższej jakości. Skutkiem wahań stóp procentowych w analizowanym okresie przy jednoczesnej znacznej deregulacji amerykańskiego sektora usług finansowych, spadła ogólna jakość kredytów. Bardzo wiele instytucji otrzymało znacznie niższe oceny ratingowe. Skutkiem tego była niemożność wyemitowania transzy papierów wartościowych o dobrym ratingu, który byłby zbieżny z ratingiem emitenta. Naturalną konsekwencją był wzrost dochodowości kredytów i emisji o najwyższym standingu. Stanowiło to motywację do wydzielania ze swoich bilansów aktywów i poddawania ich sekurytyzacji i wykorzystania możliwości uzyskania wysokich ratingów, a co z tym się łączy – znacznego obniżenia kosztów takiego sposobu finansowania.

Czwarta determinanta wzrostu zainteresowania transakcjami sekurytyzacyjnymi sprowadza się do zwiększenia wymagań kapitałowych. W r. 1992 wprowadzono nowe normy wymagań kapitałowych dla banków, bazujące na ocenie globalnego ryzyka obowiązującego w większości krajów uprzemysłowionych. Aby spełnić zmienione wymogi, wiele banków musiało istotnie poprawić swoje bilanse, a najłatwiejszym na to sposobem była sprzedaż aktywów. Wiele instytucji, zarówno banków, jak i współdziałających z nimi pośredników, doszło do wniosku, iż najkorzystniejszym sposobem pozbycia się aktywów z bilansu będzie ich przekonwertowanie na papiery wartościowe. Dzięki powyższym działaniom banki mogły nadal pełnić rolę instytucji, które wystawiły i obsługiwały kredyt (w tej dziedzinie banki były bezkonkurencyjne), jednocześnie, pozbywając się konieczności zarządzania portfelem pożyczek, pozostawiając tę rolę wyspecjalizowanym pośrednikom finansowym[10].

Piątym czynnikiem, który z pewnością przyczynił się do ekspansji rynku sekurytyzowanych aktywów był z całą pewnością proces nadawania oceny ratingowej przez wyspecjalizowane instytucje klasyfikujące ryzyko. Rola profesjonalnych agencji ratingowych była równie ważna w przypadku sekurytyzacji, jak w innych segmentach światowego rynku emisji papierów wartościowych. W obu przypadkach, stojący wobec dokonania nieraz bardzo skomplikowanych analiz zróżnicowanych papierów wartościowych, potencjalni inwestorzy potrzebowali w miarę możliwości prostego, przejrzystego i obiektywnego schematu służącego ocenie zdolności dłużnika do spłaty ciążących na nim zobowiązań płatniczych. Agencje ratingowe były tymi, które wyszły naprzeciw tym oczekiwaniom, wyspecjalizowały się one w analizie, ocenie i publikacji danych o ciążących na podmiotach różnych rodzajów ryzyka.

[10] P. Jaroński, *Sekurytyzacja wierzytelności kredytowych, kredyty hipoteczne*, Seminarium – Sekurytyzacja hipotecznych wierzytelności bankowych. Doświadczenia europejskie z MBS. Szanse dla polskiego rynku, Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2001, s. 89.

3.4. Wykorzystanie transakcji sekurytyzacyjnych w Stanach Zjednoczonych

Zainteresowanie sekurytyzacją rosło od czasu jej zainicjowania do 2003 r. Dużą zasługę miały w tym nowe segmenty, które z powodzeniem wpisywały się w możliwości tego instrumentu. Jednocześnie najbardziej popularnym sekurytyzowanym aktywem pozostawał kredyt hipoteczny[11].

W latach 2004–2005 zaobserować można było pewną stabilizację procesu. Oczywiste jest, że amerykański kryzys *subprime*, który z pełną siłą urzeczywistnił się w czwartym kwartale 2008 r. spowodował znaczne obniżenie wartości rynku na koniec 2008 r. Jednak analiza skutków kryzysu *subprime* dla rozwoju technik sekurytyzacyjnych jest przedwczesna w chwili powstawania niniejszego artykułu.

W tabeli 1 zaprezentowano dane liczbowe dotyczące wielkości emisji na rynku amerykańskim w ciągu lat 2000–2008.

Tabela 1. Wartość transakcji sekurytyzacyjnych w Stanach Zjednoczonych

Rok	Wartość (mld EUR)
2000	1 088,0
2001	2 308,4
2002	2 592,7
2003	2 914,5
2004	1 956,6
2005	2 650,6
2006	2 455,8
2007	2 147,1
2008	933,6

Źródło: European Securitisation Forum, Securitisation Data Report – Q4: 2008, Securities Industry and Financial Markets Association, London 2009, s. 3, http://www.europeansecuritisation.com (14.03.2009).

4. Rozwój sekurytyzacji na rynku europejskim

Od chwili powstania rynek sekurytyzacji aktywów uległ pewnym znaczącym zmianom. Praktycznie w każdym sektorze gospodarki rynkowej można odnaleźć ślady sekurytyzacji, począwszy od klasycznych pożyczek hipotecznych po umowy leasingowe, należności komunalne i inne. Ogromny sukces, jaki odniosła sekurytyzacja nie tylko w Stanach Zjednoczonych, ale i na innych rozwiniętych rynkach finansowych w Europie i Azji, spowodował znaczny wzrost zainteresowania tą for-

[11] A. Kosiński, *Sekurytyzacja aktywów w Polsce i na świecie*, Zarządzanie i Finanse, Warszawa 1997, s. 47.

mą pozyskania kapitału na nowych rynkach, gdzie sekurytyzacja dopiero zdobywa popularność.

Ze względu na widoczne korzyści nowa technika finansowania rozprzestrzeniła się w różnych krajach na całym świecie, między innymi w: Wielkiej Brytanii, Kanadzie, Australii, Francji, Włoszech, Niemczech, Hiszpanii, Holandii i Japonii. Do Polski sekurytyzacja dotarła pod koniec lat dziewięćdziesiątych XX w., a pierwsza przeprowadzona transakcja miała miejsce w 1999 r.[12]

4.1. Przykład Wielkiej Brytanii

Wielka Brytania z całą pewnością jest prekursorem sekurytyzacji w Europie. Sekurytyzacji aktywów dokonano tu już w 1987 r. Pierwszymi inicjatorami były banki podlegające miejscowemu prawu. Wówczas jeszcze nie istniały przepisy prawne, które odnosiłyby ten typ transakcji finansowej do wymogów kapitałowych działalności banków. Takie regulacje pojawiły się po raz pierwszy wraz z opublikowanym przez Bank of England pakietem przepisów z r. 1989 i dotyczyły zarówno banków brytyjskich, jak i działających na terenie Wielkiej Brytanii banków zagranicznych. Przepisy te zostały istotnie znowelizowane w 1998 r.

Niektóre z norm zawartych w brytyjskich uregulowaniach są warte bliższemu przyjrzeniu się. Po pierwsze, inicjator nie jest uprawniony do posiadania jakichkolwiek udziałów w kapitale zakładowym spółki celowej, która jest emitentem papierów wartościowych. Kiedy już zostanie dokonana operacja przelewu pakietu sekurytyzowanych wierzytelności pochodzących z udzielonych kredytów do spółki specjalnego przeznaczenia, bank nie może posiadać żadnych praw do tak sprzedanej wierzytelności. Oznacza to, że całość ryzyka kredytowego spoczywa na spółce celowej.

Kolejnym ograniczeniem narzuconym przez brytyjskiego ustawodawcę na proces sekurytyzacji jest zakaz zaciągania przez bank-inicjatora zobowiązań do odkupienia wierzytelności sprzedawanych w ramach sekurytyzacji. Wyjątkiem od tej zasady jest przypadek, gdy sprzedawana przez bank wierzytelność posiada istotne wady prawne, tzn. dokumentacja dotycząca wierzytelności, potwierdzająca jej istnienie, właściwe oznaczenie podmiotów oraz zakresu ich obowiązków, jest niekompletna lub w inny sposób wadliwa. W takim wypadku przepisy mogą obligować bank do wycofania się z transakcji poprzez odkupienie tak sprzedanej wierzytelności. Również opcje odkupienia kredytu są zakazane przez brytyjskie ustawodawstwo – jednakże i ta zasada ma wyjątek. Wierzytelność może zostać przez inicjatora odkupiona tylko wtedy, gdy jej aktualna wartość stanowi mniej niż 10% pierwotnej wartości, przy czym nie bierze się takiego kredytu pod uwagę do ewentualnego obliczania współczynnika wypłacalności banku.

Jeśli chodzi o dozwolone działania pomiędzy bankiem-inicjatorem a spółką specjalnego przeznaczenia, to należy wspomnieć o możliwości udzielenia gwaran-

[12] J. Zombirt, op.cit., s. 48.

cji płynności. W transakcji sekurytyzacyjnej można bowiem wydzielić dwa poziomy ryzyka: ryzyko, iż wierzytelność w ogóle nie będzie przez pierwotnego dłużnika spłacana, oraz ryzyko płynności, tzn. przy niskim stopniu ryzyka pierwszego rodzaju istnieje ryzyko czasowych problemów z bieżącymi spłatami. Aby temu zapobiec, inicjator gwarantuje terminowość spłat w wypadku rozbieżności między datami spłaty rat wierzytelności przez kredytobiorcę a datą wypłaty środków przez spółkę celową dla inwestorów. W ten sposób w żadnym wypadku nie przejmuje na siebie ryzyka kredytowego, a jedynie podnosi jakość papierów wartościowych wyemitowanych w oparciu na wierzytelności z gwarantowaną płynnością.

Bankowi nie wolno również ponosić innych dodatkowych opłat i prowizji podczas trwania programu sekurytyzacji. Jedyna dozwolona forma opłat na rzecz spółki celowej to jednorazowa zapłata z góry określonej kwoty w dniu inicjacji transakcji. Jednak i od tej zasady istnieje wyjątek: bank może bowiem udzielić spółce kredytu specjalnego przeznaczenia (obowiązkowo na czas trwania emisji) na tego typu wydatki[13].

Aby uzupełnić obraz prawnego otoczenia transakcji sekurytyzacyjnych, warto wspomnieć o brytyjskiej transakcji *rose*[14]. W rzeczywistości ta operacja polega na dwóch równoległych transakcjach, różniących się jednak od klasycznej sekurytyzacji. Aby mogły one dojść do skutku, potrzebne jest zezwolenie Bank of England. W transakcji *rose* bowiem stosuje się nie sprzedaż kredytu, ale subpartycypację, technikę często wykorzystywaną przy kredytach konsorcjalnych. Bank, który bierze na siebie rolę banku wiodącego, organizuje proces pozyskania funduszy, ale całość kredytu jest udzielana przez konsorcjum wielu banków, przy czym uczestniczą one w procesie w różnym stopniu. W transakcji *rose* utworzona zostaje spółka specjalnego przeznaczenia dokonująca emisji zarówno obligacji, jak i papierów komercyjnych, które posłużyły sfinansowaniu kredytów krótkoterminowych dla przedsiębiorstw. Pozyskane z emisji środki zostają następnie przekazane liderowi konsorcjum na drodze subpartycypacji w udzielanych przez niego kredytach. Jednakże przez cały czas jedynym wierzycielem pozostaje lider konsorcjum, ponieważ w żadnym momencie nie dochodzi do sprzedaży wierzytelności. Dzięki odpowiedniemu kształtowi regulacji wydanych przez Bank of England uwolniony zostaje kapitał banku, ponieważ w rzeczywistości ryzyko kredytowe zostaje przeniesione do spółki specjalnego przeznaczenia, do której środki pieniężne trafiają tylko wtedy, gdy następuje spłacanie rat kredytów przez zadłużone przedsiębiorstwa. Lider konsorcjum nie jest jednak zobowiązany do ewentualnego refundowania możliwych strat z tytułu tych kredytów.

W praktyce można zauważyć jeszcze inne dość interesujące zjawisko. Otóż zdarza się, że dokonywana jest transakcja sekurytyzacji przy braku sprzedaży wierzy-

[13] Ibidem, s. 58.

[14] Szerzej J. Zombirt, *Sekurytyzacja aktywów w świetle bankowych regulacji europejskich*, Wyd. Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2002, s. 71.

telności – nie jest to więc klasyczna transakcja sekurytyzacyjna, pozostaje pytanie, czy w ogóle można taką transakcję określić mianem sekurytyzacji aktywów. Niemniej praktyka pokazuje, że podejmowane są takie działania, a służą one nie uwolnieniu kapitału, a tylko poprawieniu struktury bilansu[15].

4.2. Przykład Niemiec

Niemieckie regulacje dotyczące sekurytyzacji aktywów pochodzą z okresu znacznie późniejszego niż te obowiązujące w Wielkiej Brytanii. Powodem tego jest znacznie wolniejszy rozwój tego instrumentu nie tylko w porównaniu z rozwiązaniem brytyjskim, ale nawet z francuskim, włoskim czy hiszpańskim. Powodem tego jest bardzo dobrze rozwinięty w Niemczech rynek hipotecznych listów zastawnych, które są instrumentem spełniającym podobną rolę jak sekurytyzacja kredytów hipotecznych[16].

Jednak wzrost potrzeby dalszej dywersyfikacji źródeł pozyskania kapitału był widoczny i w Niemczech. Przyjęcie wspólnej europejskiej waluty oznaczało poszerzenie bazy zarówno potencjalnych inwestorów, jak i pożyczkobiorców. W tych okolicznościach Bundesbank wydał zestaw regulacji, jednak ostro krytykowany przez większość sektora bankowego. W zasadzie przepisy niemieckie są zbieżne z brytyjskimi, w szczególności w zakresie niedopuszczalności regresu wobec inicjatorów, zakazie posiadania przez inicjatora udziałów w kapitale zakładowym spółki celowej czy też istnienia obowiązku wykupu ostatnich 10% wartości wierzytelności.

Warto jednak wymienić kilka istotnych różnic. Jedną z nich jest przypadek występującej i dozwolonej w Wielkiej Brytanii transakcji subpartycypacji. Otóż niemieckie regulacje mają zastosowanie tylko wtedy, gdy dochodzi do faktycznej sprzedaży wierzytelności – nie dotyczą natomiast sytuacji, kiedy transakcja sekurytyzacji oparta jest na metodzie subpartycypacji lub innej konstrukcji.

Dodatkowo ustawodawstwo niemieckie wyklucza możliwość zabezpieczenia emisji papierów wartościowych przez inicjatora. Gdyby takie działanie miało miejsce, wartość udzielonego zabezpieczenia zostałaby odjęta od kapitału inicjatora-gwaranta. Ograniczenie to nie występuje w Wielkiej Brytanii.

Inna istotna różnica dotyczy zachowania tajemnicy bankowej. Zachowanie odpowiedniej ochrony danych osobowych jest powszechnie wymagane w każdym ustawodawstwie. Jeśli chodzi o Wielką Brytanię, to ochrona danych osobowych ma długą tradycję i jest mocno zakorzeniona w przepisach prawa. Jednak jednocześnie brytyjskie prawo dopuszcza możliwość sprzedaży praw wynikających z wierzytelności bez obowiązku powiadamiania pierwotnego dłużnika. Taki zabieg jest z reguły niedo-

[15] *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, Zeszyt BRE-Case nr 82, Case Fundacja Naukowa, Warszawa 2006, s. 30.

[16] Szerzej S. Antkiewicz, *Rola banków w procesie sekurytyzacji w świetle obowiązujących i planowanych przepisów prawnych*, „Biuletyn Bankowy. Branżowy Serwis Informacyjny" 2006, nr 6, s. 85.

Tabela 2. Wartość transakcji sekurytyzacyjnych w Europie

Rok	Wartość (mld EUR)
2000	78,2
2001	152,6
2002	157,7
2003	217,3
2004	243,5
2005	327,0
2006	481,0
2007	453,7
2008	711,1

Źródło: European Securitisation Forum, Securitisation Data Report – Q4: 2008, Securities Industry and Financial Markets Association, London 2009, s. 3, http://www.europeansecuritisation.com (14.03.2009).

Tabela 3. Wartość transakcji sekurytyzacyjnych w wybranych krajach europejskich w 2007 r.

Rok	Wartość (mld EUR)
Wielka Brytania	172,6
Hiszpania	61,1
Holandia	40,8
Włochy	26,4
Niemcy	18,5
Portugalia	10,8
Irlandia	10,4

Źródło: European Securitisation Forum, Securitisation Data Report – Q4: 2008, Securities Industry and Financial Markets Association, London 2009, s. 3, http://www.europeansecuritisation.com (14.03.2009).

puszczalny w kontynentalnym systemie finansowym (w tym w Polsce). Brak dopuszczenia w ustawodawstwie zbycia wierzytelności bez zgody dłużnika jest poważnym utrudnieniem rozwoju technik sekurytyzacyjnych, niezbędne jest bowiem, aby spółka specjalnego przeznaczenia miała pełne prawo do nabywanej wierzytelności[17].

Sekurytyzacja aktywów jest procesem, który w dużym stopniu reaguje na bodźce, jakimi są zmieniające się przepisy prawa. Sekurytyzacja najlepiej rozwija się tam, gdzie gracze na rynku finansowym mają największą swobodę w kształtowaniu wzajemnych relacji, a najsłabiej tam, gdzie ustawodawca nie wystrzegł się choćby nawet drobnych uchybień.

[17] J. Zombirt, *Sekurytyzacja aktywów...*, op.cit., s. 62.

W tabelach 2 i 3 zaprezentowano dane dotyczące wielkości emisji w Europie w latach 2000–2008 oraz zróżnicowanie wartości emisji w Wielkiej Brytanii, Niemczech oraz innych wybranych krajach europejskich w 2007 r. Jak można zauważyć, w 2008 r. nie odzwierciedliły się jeszcze na europejskim rynku skutki amerykańskiego kryzysu *subprime*. Nastąpi to zapewne w statystykach za 2009 r.

5. Pierwsze polskie transakcje sekurytyzacyjne

Poniżej zaprezentowano pierwsze transakcje sekurytyzacyjne, jakie zostały przeprowadzone na polskim rynku[18]. Transakcje te były dość nietypowe, co wynikało z nowości instrumentu finansowego, jakim jest sekurytyzacja.

5.1. Urtica S.A.

Pierwsza w Polsce transakcja sekurytyzacyjna miała miejsce w r. 1999. Jej przedmiotem było 50 mln PLN zobowiązań Zakładów Opieki Zdrowotnej wobec spółki Urtica Zaopatrzenie Farmaceutyczne S.A. z tytułu otrzymanych dostaw różnego rodzaju środków medycznych i farmaceutycznych. W transakcji tej BRE Bank S.A. pełnił rolę administratora, organizatora emisji, powiernika, gwaranta i dostawcy płynności. Spółką specjalnego przeznaczenia była Urtica Finanse S.A.

W pierwszej kolejności dokonano wydzielenia aktywów z majątku Urtica Zaopatrzenie Farmaceutyczne S.A (inicjatora) i ich zastawienia w BRE Banku S.A. (u powiernika zabezpieczenia). W tym samym czasie Urtica Finanse S.A. (emitent) zgromadził środki potrzebne do zakupu wierzytelności od inicjatora, zrobił to, emitując weksle o terminie zapadalności trzech miesięcy. Wpływy od dłużników do spółki specjalnego przeznaczenia umożliwiły spłatą przedstawianych do wykupu weksli, wszystko przy wsparciu administratora. Cała transakcja oparta była na prawie wekslowym i miała charakter sekurytyzacji z konwersją płatności.

Podczas trzech lat trwania programu uzyskał on rating krótkoterminowy na poziomie BBB (nadany przez Thomson Financial BankWatch) oraz CP-1 (nadany przez agencję CERA S.A.). Był to poziom ocen odpowiadający ratingowi inicjatora transakcji. Do charakterystycznych cech tego programu należały[19]:

- 20-procentowe nadzabezpieczenie (różnica między sprzedanymi do spółki celowej wierzytelnościami a wartością wyemitowanych przez nią papierów wartościowych);

[18] Szerzej S. Antkiewicz, *Sekurytyzacja aktywów jako innowacyjna usługa bankowa*, (w:) *Wybrane problemy współczesnej gospodarki rynkowej*, (red.) R. Orłowska, Studia i Materiały Master of Business Administration Uniwersytetu Gdańskiego nr 4, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2007, s. 15.

[19] I. Kidacka, op.cit., s. 290.

- zabezpieczenie udzielone przez BRE Bank S.A. w postaci linii kredytowej do kwoty 30% wartości wyemitowanych papierów wartościowych posiadanych przez inwestorów;
- wysokie koszty finansowania, co wynikało z wyższego oprocentowania zastosowanych weksli inwestycyjnych w stosunku do oprocentowania długów spłacanych przez zakłady opieki zdrowotnej.

5.2. Pekao Leasing Sp. z o.o.

Przedmiotem przeprowadzonego w r. 2000 programu sekurytyzacji były raty leasingowe z tytułu wykonania usług leasingu operacyjnego dotyczących sprzętu komputerowego. Inicjatorem transakcji była spółka Pekao Leasing Sp. z o.o., a dłużnikiem inicjatora – Bank Pekao S.A., który był także organizatorem i pełnomocnikiem do spraw emisji i płatności. Spółką specjalnego przeznaczenia w tej transakcji była Pekao Leasing Sekurytyzacja Sp. z o.o.

Środki na zakup 4,3 mln PLN wierzytelności spółka specjalnego przeznaczenia uzyskała, dokonując emisji bonów komercyjnych. Wykup kolejnych transz bonów od inwestorów następował wraz z kolejnymi spłatami rat leasingowych. Do cech charakterystycznych transakcji należały[20]:

- forma transakcji – była to sekurytyzacja prosta z konwersją płatności,
- niewielka wartość niepozwalająca na osiągnięcie korzyści skali,
- brak oceny ratingowej transakcji, co wynikało z tego że pierwotny dłużnik inicjatora był jednocześnie organizatorem emisji i dealerem papierów wartościowych, więc jemu samemu zależało na jak największej jakości transakcji.

5.3. Greenhouse Capital Management S.A.

Przedmiotem tej transakcji sekurytyzacyjnej (przeprowadzonej w 2000 r.) były wierzytelności inicjatora (Greenhouse Capital Management S.A.) wobec dłużników (samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej) na kwotę 10 mln PLN pierwotnych wierzytelności wraz z 2 mln PLN odsetek[21].

W tej transakcji dokonano cesji wierzytelności na rzecz spółki celowej Greenhouse Finanse Sp. z o.o., która z kolei wyemitowała dwuletnie obligacje. Oprocentowanie wyemitowanych obligacji było zmienne i oparte na odsetkach ustawowych, dodatkowo skorygowanych przy użyciu mnożnika 0,715.

Wyemitowane obligacje sprzedano w niepublicznej ofercie skierowanej tylko do inwestorów instytucjonalnych. Głównym celem programu było zdobycie doświadczenia w tego typu transakcjach, co umożliwiło inicjatorowi przygotowanie kolejnych programów sekurytyzacji wierzytelności swoich klientów.

---

[20] Ibidem, s. 292.

[21] Ibidem, s. 295.

6. Uwagi końcowe

Jak pokazują tabele 1 i 2 wartość rynku sekurytyzacji w Stanach Zjednoczonych oraz na starym kontynencie jest nieporównywalna. Rynek amerykański jest znacznie bardziej rozwinięty, co wynika nie tylko z wielkości całego rynku finansowego, ale i bardziej przychylnych przepisów jednolitych dla całego rynku. Efekt zróżnicowania uregulowań prawnych widać także na poszczególnych rynkach europejskich. W jednych krajach sekurytyzacja zdobyła znaczną popularność, w innych wręcz przeciwnie.

Wartość nowych emisji w transakcjach sekurytyzacyjnych, na najbardziej rozwiniętym pod tym względem rynku amerykańskim, charakteryzuje się niewielką zmiennością w latach 2001–2007. Świadczyć to może o ustabilizowaniu się popytu na transakcje sekurytyzacyjne zarówno ze strony inicjatorów, jak i inwestorów. Oczywiście kryzys, który miał miejsce w Stanach Zjednoczonych w drugiej połowie 2008 r., spowoduje znaczne obniżenie zainteresowania tym innowacyjnym instrumentem finansowym, w szczególności najbardziej zaawansowanymi jego odmianami. Będzie to przyczynek do kolejnego opracowania, uwzględniającego szczegółowo konsekwencje kryzysu *subprime*.

Wartość transakcji sekurytyzacyjnych na rynkach europejskich systematycznie rosła, co świadczyło o możliwościach dalszej ekspansji sekurytyzacji, szczególnie na rynkach, na których nie była ona do tej pory obecna na większą skalę. Podkreślić należy kilkukrotnie mniejszą niż w USA wartość transakcji, co świadczy o przewadze rynku amerykańskiego w zakresie analizowanego instrumentu finansowego.

Zaznaczyć należy, iż wartość transakcji sekurytyzacyjnych w Europie charakteryzuje się dużym zróżnicowaniem w poszczególnych krajach. Wynika to z faktu, że na niektórych rynkach stosowanie sekurytyzacji ma znacznie dłuższą historię (w szczególności w Wielkiej Brytanii). Niższe wartości w przypadku innych krajów wynikają zarówno z niewysokiego zainteresowania sekurytyzacją, jak i z wypracowania przez rynki finansowe innych form finansowania.

Literatura

Antkiewicz S., *Rola banków w procesie sekurytyzacji w świetle obowiązujących i planowanych przepisów prawnych*, „Biuletyn Bankowy. Branżowy Serwis Informacyjny" 2006, nr 6.

Antkiewicz S., *Sekurytyzacja aktywów jako innowacyjna usługa bankowa*, (w:) *Wybrane problemy współczesnej gospodarki rynkowej*, (red.) R. Orłowska, Studia i Materiały Master of Business Administration Uniwersytetu Gdańskiego nr 4, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2007.

Batchwarov A., Collins J., Davies W., *Mechanics of securitisation*, (in:) *The handbook of European structured financial products*, (ed.) Choudhry M., Fabozzi F. J., John Wiley & Sons Inc., New York 2004.

European Securitisation Forum, Securitisation Data Report – Q4: 2008, Securities Industry and Financial Markets Association, London 2009, http://www.europeansecuritisation.com.

Jaroński P., *Sekurytyzacja wierzytelności kredytowych, kredyty hipoteczne*, Seminarium – Sekurytyzacja hipotecznych wierzytelności bankowych. Doświadczenia europejskie z MBS. Szanse dla polskiego rynku, Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2001.

Kidacka I., *Finanse zintegrowane – sekurytyzacja, struktury finansowe*, Difin, Warszawa 2006.

Kiff J., Mills P., *Money for nothing and checks for free: recent development in U.S. subprime mortgage market*, International Monetary Fund Working Paper No. 188, 2007.

Kosiński A., *Sekurytyzacja aktywów w Polsce i na świecie*, Zarządzanie i Finanse, Warszawa 1997.

Reksa Ł., *Sekurytyzacja wierzytelności na rynkach międzynarodowych*, „Bank i Kredyt" 2004, nr 2.

Sekurytyzacja aktywów bankowych, Zeszyt BRE-Case nr 82, Case Fundacja Naukowa, Warszawa 2006.

Sekurytyzacja aktywów ze szczególnym uwzględnieniem wierzytelności hipotecznych: praktyczne doświadczenia w wybranych krajach europejskich, Stanach Zjednoczonych, Kanadzie i Polsce, (red.) A. Drewicz-Tułodziecka, Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2003.

Smithson C., *Credit port folio management*, John Wiley & Sons, New Jersey 2003.

Zombirt J., *Perspektywy rozwoju sekurytyzacji w Polsce: warunki efektywnego wykorzystania nowego instrumentu finansowania działalności*, Warszawski Instytut Bankowości, Warszawa 1998.

Zombirt J., *Sekurytyzacja aktywów w świetle bankowych regulacji europejskich*, Wyd. Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2002.

The development of securitization transactions in United States of America and Europe

Summary

Securitization transactions become more popular every year. Both number of transactions and their value are constantly increasing. There is an increasing number of companies that are familiar with securitization as initiators, investors or advisors.

This means, beside increase in the quantity and value of securitization transactions, also the increase in quality of this financial instrument. Thanks to gained experience the whole process can go without unnecessary delays.

Securitization is still a considerably young financial instrument on Polish ground, and even though it is becoming more popular it is still relatively unknown. As for the value of the Polish market it is much lower than is other european countries, which mean that in favorable environment, in both law and economics, there is a huge growth potential.

Which model or type of securitization would become most popular in Poland is still an open question. As for today it is a model that includes investment fund as a special purpose vehicle rather than a company created for a single transaction.