

Sekurytyzacja wierzytelności na rynkach międzynarodowych

Łukasz Reksa

Pojęcie i definicja sekurytyzacji

Aby nieco lepiej zrozumieć skomplikowaną materię problemu i poznać korzenie terminu "sekurytyzacja" należy cofnąć się w czasie do przełomu lat 70. i 80. Był to okres znaczących przemian na międzynarodowych rynkach finansowych. W owych latach zapoczątkowano nieznanne dotąd procesy, jak chociażby deregulacja rynków, globalizacja, umiędzynarodowienie oraz znaczny przyrost wiedzy i wyposażenia technicznego. Wskutek przyrostu liczby i wielkości ponadnarodowych inwestycji zachwiał się dotychczas silny i stabilny rynek bankowości opartej na współdziałaniu dwóch elementów: wkładów i lokat z jednej strony oraz kredytów z drugiej strony. W okresie tym rozpoczęła się zmiana podejścia do tradycyjnej bankowości i wzrosło zainteresowanie innymi źródłami pozyskiwania kapitału, np. emisją papierów wartościowych. Wielkie międzynarodowe koncerny i firmy w celu zaspokojenia swoich rosnących potrzeb finansowych¹ zaczęły w coraz większym zakresie kierować uwagę bezpośrednio na posiadaczy kapitału. Proces ten opierał się przede wszystkim na pominięciu banku jako pośrednika między kapitałodawcą a kapitałobiorcą, co oczywiście miało służyć obniżeniu kosztów pozyskania środków finansowych.

Okazało się, że przedsiębiorstwa poprzez emisję różnego typu papierów wartościowych stworzyły tanie źródło pozyskiwania krótko- i długoterminowego kapitału, nieobciążonego dodatkowymi kosztami na rzecz

pośredników transakcji, czyli instytucji bankowych. Z drugiej strony inwestorzy otrzymali alternatywny sposób lokowania swoich nadwyżek finansowych – w instrumenty, których oprocentowanie w większości było wyższe niż w bankach. Przedsiębiorstwa–emitenci, wykorzystując swoje know-how oraz wysoką pozycję rynkową,² stawały się w coraz szerszym zakresie samodzielnymi emitentami usług finansowych. Dzięki prawnemu uniezależnieniu się oddziałów finansowych i poszerzeniu ich funkcji do tzw. in house-banks zwiększyła się konkurencyjność firm, które teraz same mogły plasować na rynku papiery wartościowe, jednocześnie stając się poważnymi konkurentami dla banków.

W statystykach przemiany te są zobrazowane spadkiem wartości udzielonych kredytów i wręcz eksplozyjnym wzrostem rynku papierów wartościowych, co obrazuje tabela 1. Taki proces przenoszenia środka ciężkości z rynku klasycznego kredytowania bankowego na finansowanie się za pomocą papierów wartościowych został określony, na podstawie angielskiej nazwy papierów wartościowych "securities", jako "securitization", czyli sekurytyzacja. W polskim nazewnictwie używa się określeń: sekurytyzacja bilansowa, pierwotna i nieustrukturyzowana, zależnie od sposobu zabezpieczenia papierów wartościowych składnikami majątku remitenta.

Drugie znaczenie sekurytyzacji, z punktu widzenia niniejszej pracy o wiele ważniejsze, wiąże się z problematyką instrumentów finansowych.

¹ Wynikały one z jednej strony z chęci spłaty posiadanych już zobowiązań, a z drugiej z potrzeby pokrycia bieżących potrzeb finansowych.

² Należy bowiem pamiętać, że zwłaszcza w początkowej fazie tego procesu jedynie duże przedsiębiorstwa o międzynarodowym znaczeniu i dobrej sytuacji finansowej korzystały z tego typu technik finansowych.

Tabela 1 *Finansowanie na rynkach międzynarodowych w latach 1984-1996 (w mld USD)*

Sektor rynkowy	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Całkowite finansowanie													
papierami wartościowymi ¹	141	237	336	301	329	345	310	420	492	682	732	914	1229
Wartość udzielonych kredytów ¹	57	43	52	92	126	121	125	116	118	137	236	370	343
Łączna wartość finansowanie													
międzynarodowego	198	280	388	393	455	466	435	536	610	819	968	1284	1572
Udział (w %):													
- papiery wartościowe	71	85	87	77	72	74	71	78	81	83	76	71	78
- kredyty	29	15	13	23	28	26	29	22	19	17	14	29	22

Źródło: H.P. Bär: *Asset Securitisation*, 2 Auflage, Verlag Paul Haupt, Berno, Stuttgart, Wiedeń, 1998, s. 61.

W przeciwieństwie do sposobów refinansowania opartych na pasywach, tj. kapitale własnym i obcym, w przypadku sekurytyzacji chodzi o finansowanie oparte na aktywach, należące do szerokiej grupy instrumentów opartych na aktywach, jak faktoring, leasing czy project finance³. Z tego względu w pojęciu "asset securitisation", czyli sekurytyzacja aktywów, należy zwrócić uwagę na słowo "asset", oznaczające aktywa. Pojęcie to obejmuje oczywiście sekurytyzację wierzytelności bankowych jako specyficzny rodzaj tego złożonego procesu.

Korzeni nazewnictwa należy poszukiwać jeszcze w latach 70. W 1977 r. firma Salomon Brothers występowała w roli gwaranta emisji certyfikatów partycypacyjnych opartych na kredytach hipotecznych. Podczas jednego z wywiadów udzielanych reporterce "The Wall Street Journal" jeden z pracowników Salomon Brothers określił ową transakcję mianem sekurytyzacji. W ten sposób powstało nowe pojęcie, które z początku uznano nie za nowe słowo a jedynie za pojęcie z nowojorskiej giełdy. Z czasem weszło ono na stałe do języka ekonomii⁴.

Jedną z pierwszych definicji w literaturze stworzyli James Rosenthal i Juan Ocampo w pionierskiej pracy na temat sekurytyzacji. Według tych autorów sekurytyzacja to starannie przygotowany proces, gdzie pożyczki i inne wierzytelności są scalane, ubezpieczone i sprzedawane w formie papierów wartościowych⁵. W dalszej części wspomnianej pracy autorzy piszą, że sekurytyzacja jest podzbiorem szerszej tendencji obserwowanej od wielu lat na wszystkich rynkach kapitałowych - „sekurytyzacji”, tzn. ogólnego zjawiska, gdzie coraz więcej funduszy jest pozyskiwanych poprzez wykorzystanie pośrednictwa papierów wartościowych⁶. Należy pamiętać, że sekurytyzacja jeszcze

pod koniec lat 80. była raczej postrzegana jako pewna tendencja rynków kapitałowych, polegająca na przejmowaniu tradycyjnych funkcji banków przez korporacje transnarodowe i zwrot w kierunku finansowania opartego na papierach wartościowych. Sekurytyzacja jako technika finansowa miała jeszcze w owym czasie niewielkie znaczenie.

Podobnie charakteryzuje sekurytyzację Christine Pavel w opracowaniu z 1989 r. Według tej autorki, jest to również pewna tendencja na rynkach kapitałowych: sprzedaż pożyczek czy udziałów ma swój początek przed 1880 rokiem, ale sekurytyzacja jest niedawno wprowadzoną innowacją w sprzedaży aktywów. Jest ona związana z zebraniem i przekształceniem zbioru pożyczek w papiery wartościowe sprzedawane później inwestorom⁷. Obydwie powyżej przytoczone definicje mało precyzyjnie przedstawiają sekurytyzację jako proces. Brakuje w nich elementów, które powinny być integralną częścią definicji – etapów procesu oraz podmiotów, bez których sekurytyzacja nie byłaby możliwa.

Obecnie sekurytyzację aktywów (*asset securitisation*) definiujemy jako nowoczesną technikę refinansowania, w ramach której najczęściej zdywersyfikowana pula aktywów wraz z generowanymi przez nie strumieniami gotówkowymi zostaje wyizolowana z bilansu banku czy przedsiębiorstwa, zabezpieczona dzięki wewnętrznym lub zewnętrznym technikom oraz prawnie usamodzielniona w tzw. spółce specjalnego przeznaczenia (*special purpose vehicle – SPV*), która następnie refinansuje zakupioną pulę aktywów poprzez emisję papierów wartościowych na krajowych i(lub) międzynarodowych rynkach finansowych.

Podstawą sekurytyzacji jest prawne usamodzielnienie zdywersyfikowanej puli najlepiej homogenicznych wartości majątkowych oraz umożliwienie ich refinansowania, niezależnie od ich wcześniejszego właściciela, poprzez emisję papierów wartościowych na międzynarodowych rynkach. W tym celu wyodrębni-

³ P.J. Szczepankowski: *Nowoczesne instrumenty zarządzania aktywami: faktoring, sekurytyzacja aktywów, leasing*. Warszawa 1998 Wydaw. WSPiZ im. Leona Koźmińskiego.

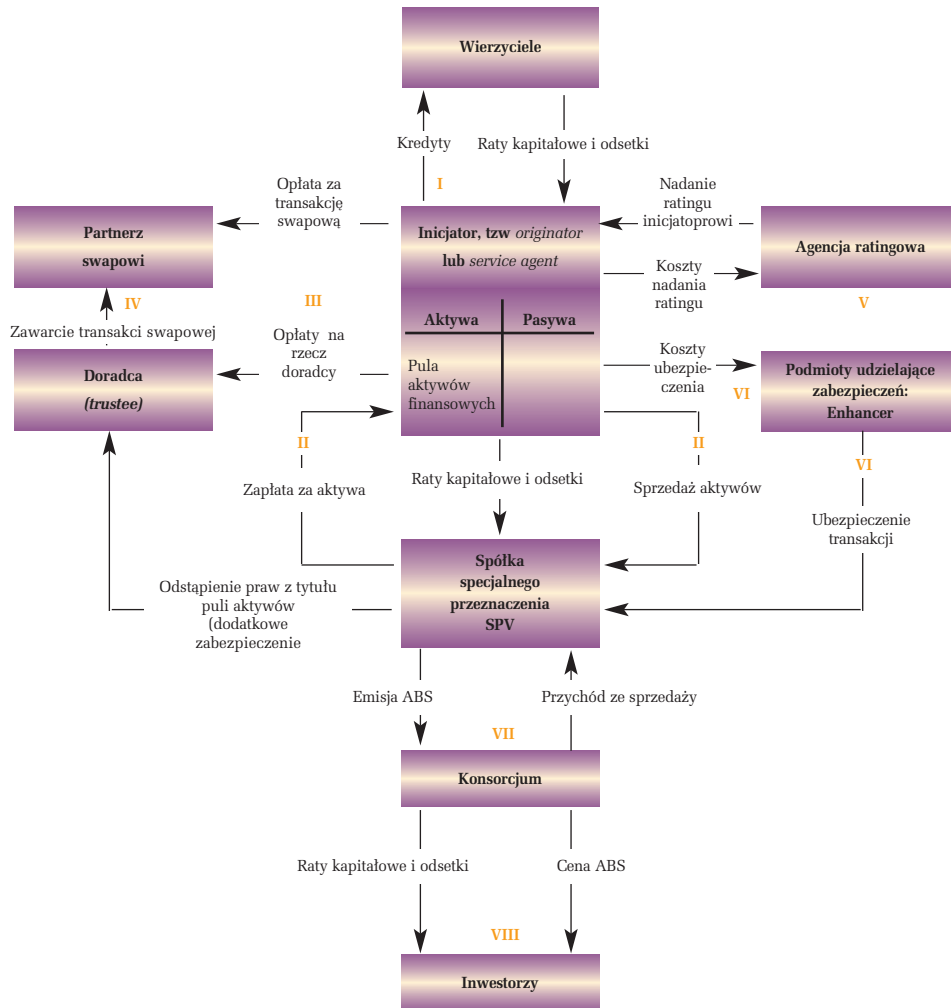
⁴ L.T. Kendall, M.J. Fishman: *A primer in Securitisation*. Massachusetts, London 1996 The MIT Press Cambridge, s. 31, za: J. Zombirt: *Sekurytyzacja w świetle bankowych regulacji europejskich*. Warszawa 2002 Wyd. SGH, s. 18.

⁵ J.A. Rosenthal, J.M. Ocampo: *Securitisation of Credit: Inside the New Technology of Finance 3*. New York, 1988, za: J.H. Kravitz: *Securitization of Financial Assets*. Prentice Hall, Englewood Cliffs 1994.

⁶ Ibidem.

⁷ C.A. Pavel: *Securitisation: the Analysis and Development of the Loan-Based Asset-Backed Securities Markets*. Chicago 1989 Probus Publishing.

Schemat I Schemat procesu sekurytyzacyjnego



Źródło: opracowania własne.

ne aktywa inicjatora transakcji (ang. *originator*), tj. banku lub przedsiębiorstwa, zostają uwolnione z bilansu (operacja *off-balance-sheet*) i sprzedane spółce specjalnego przeznaczenia, która zostaje utworzona w tym konkretnym celu – odkupienia aktywów i refinansowania ich na rynkach kapitałowych. Całość finansowania jest pokryta, a więc zabezpieczona (ang. *backed*) zakupionymi przez SPV aktywami. W wyniku tej transakcji powstają specyficzne papiery wartościowe, które noszą angielską nazwę *Asset Backed Securities* (ABS), czyli papiery wartościowe zabezpieczone aktywami. Powyższy proces nosi nazwę sekurytyzacji pozabilansowej (wtórnej, ustrukturyzowanej, właściwej)⁸.

Techniki sekurytyzacyjne odgrywają istotną rolę w alokacji kapitałów, gdzie nie płynne aktywa wy-

odrębnione np. przez bank, trafiają w zmienionej, płynnej formie na rynki kapitałowe. Sekurytyzacja znacznie różni się od innych technik pozyskiwania kapitału – tym, że strumienie przepływów gotówkowych generowanych przez daną pulę aktywów są przekazywane inwestorom przez pośrednika transakcji, a nie jej inicjatora. Wynika z tego, że zysk inwestorów nie zależy od podmiotu kreującego aktywa, lecz od samych aktywów, które generują strumienie płatności.

Dzięki takiej konstrukcji możemy wyróżnić trzy podstawowe elementy odróżniające sekurytyzację od tradycyjnego udzielania kredytów:

- nie płynne aktywa przekształcane są w papiery dłużne, które mogą być przedmiotem obrotu,
- po sprzedaży aktywów ryzyko z nimi związane zostaje wyprowadzone z portfela kredytobiorcy (ewentualnie częściowo pozostaje w formie regresu),

⁸ S. Lumpkin: *Trends and developments in securitisation*. "Financial Market Trends" nr 74, October 1999, s. 25.

– kredytodawca z roli przyjmującego ryzyko staje się pośrednikiem finansowym, dzielącym to ryzyko według preferencji inwestorów⁹.

Poprawne przygotowanie i przeprowadzenie sekurytyzacji wymaga współpracy wielu podmiotów, tj. sprzedawców aktywów, inwestorów, spółki specjalnego przeznaczenia, ubezpieczycieli, agencji ratingowych, administratorów, stron transakcji swapowych i innych usługodawców finansowych. Już na początku pojawia się bariera – dobór odpowiedniej puli aktywów przeznaczonych do sekurytyzacji. Dlatego aby móc dokładnie przedstawić cały proces, należy przyrzeć się w pierwszej kolejności przedmiotowi transakcji sekurytyzacyjnej. Przygotowanie odpowiedniej puli majątku ma podstawowe znaczenie dla powodzenia całej operacji.

Struktura i przebieg procesu sekurytyzacji

Cechą charakterystyczną sekurytyzacji, a zarazem odróżniającą ją od emisji listów zastawnych¹⁰ jest to, że tzw. sekurytyzacja pozabilansowa następuje wówczas, gdy kredyty służące jako zabezpieczenie wyemitowanych papierów wartościowych pochodzą ze źródła zewnętrznego. Emitent nie jest więc jednocześnie kreatorem wierzytelności (banki hipoteczne udzielają kredytów i jednocześnie emitują listy zastawne), które zostały odkupione od innej instytucji. Rolę pośrednika w transakcjach sekurytyzacyjnych odgrywa spółka celowa, która skupuje np. od banków wierzytelności, refinansując ten zakup emisją papierów wartościowych na rynku kapitałowym.

Transakcje sekurytyzacji pozabilansowej charakteryzują się występowaniem trzech podstawowych układów zależności między podmiotami uczestniczącymi w procesie. Są to:

- 1) originator (emitent) a spółka specjalnego przeznaczenia (ang. SPV),
- 2) SPV a inwestorzy,
- 3) SPV a powiernicy.

W każdej z tych trzech grup można wyróżnić odrębne powiązania wynikające z poszczególnych umów zawartych między stronami (por. schemat 1).

W pierwszej kolejności inicjator transakcji sekurytyzacyjnej musi zgromadzić odpowiednią pulę wierzytelności poprzez udzielenie kredytów (I). Z tytułu umów zawartych z kredytobiorcami otrzymuje, najczęściej w określonych terminach, płatności związane ze spłatą kapitału i odsetek. Po zgromadzeniu i wyodrębnieniu należycie dobranej puli wierzytelności sprzedaje ją spółce specjalnego przeznaczenia (II), otrzymując w zamian płatności opiewające na wartość sprzeda-

nych aktywów. Jednocześnie zawiera wiele dodatkowych umów z różnymi podmiotami w celu osiągnięcia jak najwyższej jakości wyemitowanych papierów wartościowych, ponosząc jednocześnie koszty opłat i prowizji. Najważniejsza jest umowa zawarta z doradcą, czyli tzw. *trustee* (III). Podmiot ten może zostać zobowiązany do zaprojektowania i obsługi całej transakcji, łącznie z utworzeniem SPV, przejęciem akcji SPV, obsługą płatności z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych oraz bieżącą kontrolą. Doradca może również zostać uprawniony do zawierania transakcji swapowych (IV) w celu zwiększenia bezpieczeństwa strumieni płatności, które przekazuje mu inicjator. Dodatkowo koszty inicjatora wiążą się z nadaniem ratingu (V) przez agencje ratingowe oraz zawarciem umowy ubezpieczeniowej z odpowiednią firmą ubezpieczeniową (VI). Umowa o rating oraz prowadzenie na rzecz SPV monitoringu emisji mogą zostać również zawarte między SPV a agencją ratingową. Taka konstrukcja jest częściej spotykana i bardziej rozpowszechniona. Po zakończeniu przygotowań i zawarciu odpowiednich porozumień ze wszystkimi stronami transakcji dochodzi do emisji sekurytyzowanych papierów wartościowych, tzw. ABS, i ich sprzedaży przez SPV specjalnemu konsorcjum (VII), które następnie plasuje papiery wartościowe na rynkach kapitałowych (VIII). Doradca zostaje jednocześnie pośrednikiem, który otrzymuje płatności z tytułu spłaty kredytów i przetransferowuje je w zabezpieczenia wobec inwestorów z sekurytyzowanych papierów wartościowych.

Dodatkowym zabezpieczeniem transakcji na wypadek niewykupienia wierzytelności przez dłużników inicjatora jest otwarcie specjalnego konta, na które inicjator przelewa środki pieniężne. Bezpośredni dostęp do konta ma spółka celowa, a zarząd nad kontem sprawuje doradca. Środki na tym koncie pochodzą zarówno od inicjatora, jak i od spółki specjalnego przeznaczenia i uzyskują nadwyżki finansowe z różnicy powstałej między zakupem wierzytelności a kosztami ich refinansowania.

Przedmiot sekurytyzacji

Teoretycznie, wszystko, co ma jakąkolwiek wartość i może w przyszłości przynosić dochody odsetkowe, może stać się przedmiotem sekurytyzacji. Można np. sekurytyzować samochody, domy, statki, wierzytelności, papiery wartościowe, transakcje handlowe, pożyczki, grunty, hipoteki. Są to mniej lub bardziej typowe aktywa służące jako zabezpieczenie emisji ABS. Jednak na rynkach coraz częściej pojawiają się transakcje oparte na wręcz dziwnych aktywach. Najwięcej tego typu operacji jest w Europie, gdzie dokonano sekurytyzacji tantem z płyt Dawida Bowie, wpływów ze sprzedaży bileków do muzeum figur woskowych Madami Tissaud, bi-

⁹ J. Zombirt: *Sekurytyzacja w świetle banlowych regulacji europejskich*. Warszawa 2002 Wyd. SGH, s. 19.

¹⁰ Emisja listów zastawnych przez banki hipoteczne należy również do technik sekurytyzacyjnych.

letów na zawody Formuły I i wpływów ze sprzedaży szampana we Francji¹¹. Oczywiście te dosyć egzotyczne wyglądające operacje nie zdarzają się często. Świadczą jednak o rosnącej popularności sekurytyzacji w Europie oraz o możliwościach, jakie daje jej zastosowanie.

W praktyce jednak tylko niektóre aktywa można poddać procesowi sekurytyzacji. Dzieje się tak dlatego, ponieważ emitent dążąc do ograniczenia ryzyka oraz kosztów, wybiera jedynie te aktywa, które spełniają określone, często bardzo ostre kryteria. W związku z tym niezmiernie ważne jest, aby jeszcze w fazie planowania i przygotowania procesu dokonać dokładnej analizy portfela, tak aby uniknąć nieplanowanych problemów i kosztów. Tak wybrana pula aktywów musi spełniać bezwzględnie konieczne kryteria, bez których przeprowadzenie sekurytyzacji nie jest możliwe. Ponadto istnieje wiele warunków, których nieuwzględnienie w doborze puli aktywów co prawda nie uniemożliwia przeprowadzenia emisji, ale znacznie ją utrudnia i podraża. Pierwszym warunkiem koniecznym do spełnienia jest prawidłowe prognozowanie przepływów wynikających z danej puli aktywów.

Prognozowalność przyszłych przepływów pieniężnych

Aby zagwarantować najlepszą jakość sekurytyzacji aktywa wchodzące do puli powinny regularnie generować prognozowalne przepływy finansowe. W zależności od rodzaju aktywów mogą one występować automatycznie lub zostać „sztucznie wykreowane”¹². W praktyce bowiem niektóre aktywa generują jedynie płatności w postaci samego kapitału (umowy handlowe), inne zaś samych odsetek (umowy leasingowe). Z kolei wierzytelności bankowe (np. kredyty konsumenckie, hipoteczne czy z kart kredytowych) tworzą przepływy zarówno w postaci kapitału jak i odsetek.

Niestety, samo występowanie takich przepływów w bieżącym okresie nie wystarcza. Niezbędna jest również umiejętność analizy ich charakteru i wielkości w przyszłych okresach. Podstawą takiej prognozy jest dokładna znajomość historycznych danych statystycznych, odnoszących się bezpośrednio do danej puli aktywów. Należy przy tym zwrócić uwagę, że zarówno każda kategoria aktywów, jak i odmienna dla każdego emitenta ich struktura w ramach bilansu mają odrębny profil przepływów finansowych, które generują. W związku z tym przy prognozowaniu należy brać pod uwagę wiele czynników związanych z aktywami, tj.: odnoszące się bezpośrednio do danego typu aktywów, ich struktury, zmian i przeciętnego poziomu nieściągalności dla konkretnego emitenta oraz ryzyka z nimi

związanego, charakterystycznego dla całej branży. Wszystkie te elementy powinny uwzględniać okres nie krótszy niż 5 lat. Dopiero na podstawie takich danych można tworzyć różne scenariusze oraz określić, jakie czynniki i w jakim stopniu wpłyną na generowanie przez daną pulę aktywów przepływów finansowych. Jednocześnie pozwolą na ustalenie prawdopodobieństwa wystąpienia ryzyka kredytowego w przyszłości.

Wysoka jakość takich prognoz ma olbrzymie znaczenia dla wszystkich stron sekurytyzacji, a ich znajomość umożliwia odpowiednie skonstruowanie transakcji, tak aby zapewnić najwyższe korzyści zarówno inwestorom lokującym swoje środki w tak powstałe papiery wartościowe, jak i emitentom. Do przyszłych przepływów dużą wagę przywiązują agencje ratingowe, które m.in. na podstawie danych statystycznych przygotowują swoją ocenę transakcji¹³. Również ubezpieczyciele, będący stroną w procesie sekurytyzacji, ustalają na podstawie analizy przepływów historycznych rodzaj i wysokość ubezpieczenia, które musi być zawarte podczas transakcji sekurytyzacji. Znajomość i umiejętność interpretacji prognoz wydają się niezbędne do poprawnego określenia przez inwestorów oczekiwanego terminu zapadalności oraz stosunku rentowności do ryzyka, a tym samym atrakcyjności całej inwestycji.

Oddzielenie aktywów

Aby wydzielić pulę aktywów z bilansu w celu sprzedaży jej spółce specjalnego przeznaczenia, muszą być spełnione określone prawne i techniczne przesłanki.

Można powiedzieć, że taka operacja jest prawnie dozwolona, a więc możliwa do przeprowadzenia, jeżeli nie jest zabroniona. Praktyka wygląda jednak nieco inaczej. Problem polega na tym, że przeniesienie puli aktywów do spółki specjalnego przeznaczenia wiąże się jednocześnie z przekazaniem osobom trzecim poufnych danych o kliencie.

Z powyższych względów większość instytucji udzielających np. kredytów zawiera w umowach klauzule o przeniesieniu danej wierzytelności, co umożliwia dokonanie jej sekurytyzacji. Klient składając podpis pod umową zawierającą taki zapis, dobrowolnie i świadomie wyraża zgodę na dokonanie takiej czynności. Oczywiście zdarzają się sporadycznie sytuacje, że kredytobiorca nie wyrazi takiej zgody.

Oprócz prawnych problemów związanych z przeniesieniem puli aktywów do spółki celowej niezmiernie ważne są również techniczne możliwości ich wydzielenia z bilansu. Jeżeli dojdzie do sytuacji, w której wcześniej wyizolowane aktywa zostaną „zmieszane” z tymi, które nie będą podlegać sekurytyzacji, może wystąpić poważne ryzyko. Problemem może się wówczas

¹¹ J. Zombirt: *Czy stosować sekurytyzację? „Rynek Terminowy” nr 14/4/2001, s. 16.*

¹² Poprzez zawarcie dodatkowych transakcji finansowych, dzięki którym nastąpią takie przepływy.

¹³ W szczególności określają poziom rentowności i bezpieczeństwa transakcji właśnie na podstawie zgromadzonych danych.

okazać określenie przynależności poszczególnych aktywów do konkretnego podmiotu oraz szybki dostęp do nich. Może to doprowadzić do znacznych opóźnień w płatnościach. Aby zapobiec takiemu ryzyku (ang. *commingling risks*), podmiot odsprzedający aktywa zakłada specjalne zamknięte konta (ang. *lock box accounts*), na które w ciągu 24 lub 48 godzin jest zobowiązany przełać środki pochodzące np. z obsługi linii kredytowej.

Aby taka separacja była możliwa, konieczne są specjalistyczne narzędzia informatyczne, tak aby móc odznaczyć w systemie aktywa przeznaczone do sekurytyzacji. Takie rozwiązanie z kolei nosi nazwę flagging, czyli oflagowywanie, bowiem wybrane aktywa pojawiają się na ekranie komputera najczęściej z odznaczeniem w postaci flagi.

Z powyższych względów transakcje sekurytyzacyjne często nie dochodzą do skutku. Brak technicznego wyposażenia oraz problemy organizacyjne stają na drodze transakcji.

Wielkość i jakość puli

W przypadku transakcji sekurytyzacyjnych przeprowadzanych na rynkach europejskich mamy do czynienia z bardzo wysokimi kwotami, najczęściej przekraczającymi 100 mln USD. Z kolei według amerykańskich standardów wielkości te wahają się w przedziale 100 do 500 mln USD. Powodem, dla którego wartość pojedynczej transakcji jest tak wysoka, są przede wszystkim koszty organizacji i późniejszej obsługi takiego przedsięwzięcia. Transakcja o niższym wolumenie byłaby nieopłacalna. Do pokrycia wszystkich kosztów konieczne jest więc osiągnięcie korzyści sali. Przy tzw. *multi-seller-programms*, gdzie jedna transakcja sekurytyzacyjna przeprowadzana jest przez kilka podmiotów, koszty mogą zostać zmniejszone przez ich odpowiednie rozłożenie między poszczególnych uczestników takiego programu.

Problemem wydaje się również koncentracja puli aktywów w stosunku do jednego podmiotu lub ich grupy funkcjonującej w ramach jednej branży. Oczywiście zapisy odpowiednich ustaw oraz wewnętrzne limity koncentracji¹⁴ w znacznym stopniu ograniczają takie ryzyko. Ponieważ pula aktywów przeznaczonych do sekurytyzacji stanowi najczęściej pewien fragment całej struktury bilansowej, może ona charakteryzować się znacznie większym zróżnicowaniem w stosunku do reszty aktywów.

Bez wątpienia jednak dywersyfikacja portfela w znaczący sposób ogranicza ryzyko związane z niezależnymi od przedsiębiorstw czynnikami, jak wahania koniunktury w branży i całej gospodarce czy bezrobocie, które mogą zwiększyć prawdopodobieństwo niewypła-

calności kredytobiorcy. Dlatego wyodrębniona pula powinna składać się z aktywów odnoszących się do dużej liczby pomiotów z różnych regionów i branż. Taki zabieg ma służyć wybraniu aktywów o najwyższej jakości, a więc wysokim poziomie bezpieczeństwa.

Z jakością i bezpieczeństwem puli pośrednio wiąże wielkość spreadu, jaki osiąga sprzedawca aktywów¹⁵. Od jakości zabezpieczeń oraz ratingu emisji będzie zależało, jak wysokie będą musiały być odsetki od wyemitowanych papierów wartościowych, aby nabywca otrzymał pokrycie ryzyka związanego z daną inwestycją w sekurytyzowane instrumenty. Różnica może być na tyle duża, aby po realizacji wszystkich kosztów związanych z przeprowadzeniem transakcji pozostała jeszcze odpowiednio wysoka marża. Oczywiście najczęściej transakcje są tak konstruowane, aby przynosiły jak największe korzyści emitentom. Należy jednak pamiętać, że zysk z takiej transakcji nie jest jedynym, a nawet jej najważniejszym celem.

Ma to zagwarantować organizatorowi transakcji znaczne zmniejszenie kosztów, a inwestorowi osiągnięcie z inwestycji jak największych korzyści finansowych przy najmniejszym, w danych warunkach, poziomie ryzyka. Przy powyższych założeniach dobór puli, która spełniałaby tak wiele kryteriów, jest niezwykle trudny. Z tego względu proces planowania i przygotowania powinien być przeprowadzony bardzo dokładnie, z uwzględnieniem wielu czynników. Jak jednak pokazują przykłady już dokonanych transakcji w Europie, liczne problemy związane z sekurytyzacją dają się rozwiązać.

Jak już wspomniano, sekurytyzacja wierzytelności bankowych jest tylko jednym z rodzajów sekurytyzacji aktywów. Jednak podstawowe elementy tych procesów są identyczne. Ponieważ niniejsza praca skupia się na tematyce stricte bankowej i bezpośrednio związanej z wierzytelnościami, w dalszej części pisząc o sekurytyzacji autor ma na myśli sekurytyzację wierzytelności bankowych. W związku z powyższym należy w tym miejscu scharakteryzować i przedstawić rodzaje wierzytelności, które mogą zostać włączone do puli aktywów.

Wierzytelności podlegające procesowi sekurytyzacji

Wierzytelność jest pojęciem z zakresu prawa. Nie jest ona jednak zdefiniowana w żadnej ustawie czy kodeksie. Stąd też definicja wierzytelności należy do doktryny oraz rynkowych i prawnych doświadczeń i standardów. Powszechnie przyjętą zasadą jest określenie wierzytelności jako prawa podmiotowego wierzyciela do

¹⁴ Regulacje w postaci limitów koncentracji dotyczą banków i wiążą się z prowadzoną przez te instytucje działalnością kredytową i inwestycyjną.

¹⁵ Spread rozumiany jako różnica między wpływami finansowymi (*cash-in-flows*) a wypływami (*cash-out-flows*).

zaspokojenia oznaczonego interesu przez odpowiednie zachowanie się dłużnika¹⁶. Jest to przysługujące wierzycielowi uprawnienie do domagania się od dłużnika spełnienia świadczeń¹⁷, czyli roszczenie sprowadzające się do wydania rzeczy przy sprzedaży lub zwrócenia pożyczonej kwoty wraz z odsetkami. W przypadku banków roszczenia takie powstają w wyniku podpisania umowy o kredyt i jego udzielenia.

Czynność bankowa, jaką jest udzielenie kredytu, należy do podstawowych i najważniejszych w systemie bankowym, a same kredyty dominują w aktywach banków¹⁸. Zgodnie z zapisami ustawy Prawo bankowe, umowa o kredyt jest umową cywilnoprawną, tzw. konsensualną, wiążącą bank z kredytobiorcą na dłuższy okres, a więc jest umową ciągłą. Art. 69 ustawy Prawo bankowe stwierdza, że przez umowę kredytu:

- bank zobowiązuje się oddać do dyspozycji kredytobiorcy na czas oznaczony w umowie określoną kwotę środków pieniężnych,
- kredytobiorca zobowiązuje się do korzystania z otrzymanych środków pieniężnych na warunkach określonych w umowie, do zwrotu kwoty wykorzystanego kredytu wraz z odsetkami w umówionym terminie spłaty oraz do zapłaty prowizji od udzielonego kredytu.

W wyniku umowy kredytu bank będący kredytodawcą zdobywa prawo roszczenia, czyli wierzytelność.

Powyższe uwagi są o tyle ważne, że bez udzielenia kredytu nie ma mowy o powstaniu wierzytelności. Ponadto w zależności od rodzaju kredytu powstają różne typy wierzytelności. Możemy więc wyróżnić:

- kredyty refinansujące operacje gospodarcze,
- kredyty na finansowanie inwestycji centralnych,
- kredyty na cele mieszkaniowe,
- kredyty z tytułu kart płatniczych,
- kredyty dyskontowe,
- kredyty kontraktowe,
- kredyty finansujące operacje zagraniczne,
- kredyty na zakup samochodów,
- kredyty konsumpcyjne.

Istotą sekurytyzacji jest takie dobranie puli wierzytelności, aby spełniały określone cechy. Po pierwsze muszą to przynosić regularny dopływ kapitału. Mogą to być zarówno wierzytelności już istniejące, jak i przyszłe. Po drugie obowiązki kredytobiorcy, a w szczególności termin i sposób zaspokojenia wierzyciela, muszą być wypełniane zgodnie z warunkami umowy. Po trzecie w celu zagwarantowania wysokiej jakości puli kredytów przeznaczonych do sekurytyzacji powinna ona obejmować dużą liczbę homogenicznych wierzytelności. Konieczne jest też istnienie odpowiedniej bazy danych statystycznych, która pozwoliłaby na

precyzyjną prognozę strumienia płatności dokonanych w celu spłaty długu związanego z sekurytyzowanymi wierzytelnościami¹⁹.

Wierzytelności przyszłe

Specyficznym typem wierzytelności są te, które jeszcze nie powstały, natomiast istnieją przesłanki ich prawnego i ekonomicznego powstania w przyszłości. W praktyce międzynarodowej wierzytelności przyszłe z powodzeniem są wykorzystywane w procesie sekurytyzacji. Regulacyjne niejasności tego zagadnienia już dawno zostały rozwiązane w większości krajów europejskich oraz w Stanach Zjednoczonych. W Polsce kwestia ta również powinna zostać rozstrzygnięta.

Wierzytelność przyszła, zwana w literaturze fachowej tzw. ekspaktatywą wierzytelności, powstaje wtedy, gdy stosunek prawny, z którego wierzytelność ma wynikać jeszcze nie powstał, jednakże jest możliwy do określenia²⁰. Można wymienić cztery podstawowe rodzaje przyszłych wierzytelności:

- wierzytelności, które w określonym momencie nie istnieją, ale wobec których występuje domniemanie ich powstania w przyszłości,
- wierzytelności oparte na już zawartych umowach, na mocy których środki pieniężne (np. spłata długu) będą przepływać w przyszłości (jest to tzw. przyrzeczenie spłaty),
- wierzytelności, które powstaną z nadejściem zdarzenia przyszłego i niepewnego (wierzytelność warunkowa),
- wierzytelności, które powstaną z nadejściem określonego terminu (wierzytelności terminów)²¹.

Inną odmianą wierzytelności przyszłych jest tzw. nadzieja powstania wierzytelności²², która budzi dużo więcej kontrowersji niż ekspaktywa. W tym przypadku powstanie wierzytelności jest sprawą przyszłości i nie ma podstaw prawnych do jej powstania. Przykładem jest tu cesja roszczeń z tytułu czynszu za najem lokali w niewybudowanym jeszcze budynku. Cesja taka może być dokonana na zabezpieczenie kredytu bankowego udzielonego deweloperowi, gdy nie są znane osoby najemców ani wartość inwestycji.

O ile zbywalność ekspaktawy nie budzi prawnych wątpliwości, o tyle sporne wydaje się przeniesienie konkretnych praw bez ich posiadania przez dany

¹⁹ W szczególności chodzi o dane pozwalające stwierdzić wielkość średniej stopy niespłacanych wierzytelności oraz prognozujących jak często spłata może nastąpić przed terminem płatności lub po tym terminie.

²⁰ I. Heropolitańska, P. Kawaler, A. Koziol: *Skup i sprzedaż wierzytelności przez banki (cesja, faktoring, dyskonto, forfating, sprzedaż publiczna i niepubliczna)*. Warszawa 2000 Wyd. Twigger, s. 37.

²¹ J. Mojak: *Obrót...*, op.cit., s. 18.

²² Szerzej na temat nadziei powstania wierzytelności w: M. Hyla, M. Opilowski, K. Rutkowski: *Skąpe przepisy, różnorodność poglądów*. „Gazeta Prawna”, 05.11.2002.

¹⁶ J. Mojak: *Obrót wierzytelnościami*. Warszawa 2001 Wydawnictwo Prawnicze, s. 14.

¹⁷ *Nowa Encyklopedia Powszechna*. Warszawa 1996 PWN, tom 6, s. 769.

¹⁸ W. Wąsowski: *Ekonomia i finanse banków komercyjnych w zarysie*. Warszawa 2003 Biblioteka Bankowca i Menedżera, s. 39.

podmiot. W kwestii zbywalności nadziei wyróżnia się trzy poglądy:

1) możliwość zbycia istnieje, jeżeli możliwe jest ustalenie treści wierzytelności, dłużnika oraz wierzyciela,

2) cesja nadziei jest ważna pod warunkiem określenia tytułu prawnego i przyszłego dłużnika w momencie zwarcia konkretnej umowy.

3) nie ma możliwości zbywania nadziei w ogóle²³.

Zasadniczym problemem związanym z wierzytelnościami przyszłymi jest możliwość rozporządzania prawem podmiotowym, które nie istnieje. Czy możliwa jest jego sprzedaż? Z punktu widzenia praktycznych korzyści cesja przyszłych wierzytelności wydaje się bardzo atrakcyjnym rozwiązaniem. Międzynarodowe i narodowe rozwiązania prawne na ogół dopuszczają zbycie ekspektatywy wierzytelności, pod warunkiem że sama wierzytelność, której powstanie poprzedza ekspektatywa, jest zbywalna. Według Jana Mojaka, w rozumieniu art. 509 i następnych Kodeksu cywilnego zbycie takie nie może zostać uznane za przelew, gdyż w chwili dokonywania rozporządzenia brak jest przedmiotu rozporządzenia w postaci wierzytelności²⁴.

Inną kwestią sporną jest rozporządzanie wierzytelnością przyszłą. Można uznać, że wystąpi ono i uprawomocni się poprzez podpisanie odrębnej umowy dopiero w momencie wystąpienia wierzytelności lub rozporządzenie zostanie dokonane pod warunkiem zawieszającym, tzn. rozporządzenie uprawomocni się od razu, a jego realizacja nastąpi z chwilą powstania wierzytelności przyszłej. Z punktu widzenia obrotu gospodarczego pierwsze podejście jest korzystniejsze, ponieważ czyni z ekspektatywy wierzytelności faktyczny przedmiot obrotu gospodarczego.

Tego typu wierzytelność bardzo często stosuje się w sekurytyzacji w krajach, których gospodarki nie są dobrze rozwinięte. Pierwszą tego typu operację przeprowadził w 1987 r. meksykański operator telekomunikacyjny, sekurytyzując przyszłe wpływy z rachunków telefonicznych. Wynika to z możliwości uzyskania przez emitowane papiery dłużne wyższego poziomu ratingu od tego, jaki otrzymał kraj, z którego pochodzi dana emisja. Pozwala to na tańsze finansowanie i otwiera możliwości pozyskania kapitałów poza granicami własnego państwa. Dlatego tego typu transakcje wykorzystywane są najczęściej w krajach Ameryki Łacińskiej, w Turcji oraz Azji²⁵.

Wierzytelności przyszłe stosowane są najczęściej jako zabezpieczenie w operacjach dokonywanych przez podmioty nienależące do sektora finansowego.

Są to np. przedsiębiorstwa handlowe eksportujące swoje produkty (około 70% wszystkich transakcji na wierzytelnościach przyszłych opiera się na należnościach ze sprzedaży towarów i usług poza granicami własnego kraju). Struktura transakcji jest tutaj bardzo prosta. Firma eksportująca towar otrzymuje od swojego kontrahenta przyrzeczenie zapłaty w przyszłości, najczęściej w tzw. twardej walucie, tj. dolarach amerykańskich. Przyrzeczenie to (przyszła wierzytelność) staje się podstawą emisji sekurytyzowanych papierów dłużnych, najczęściej również w walucie obcej, na rynkach zagranicznych. Z punktu widzenia transakcji ma to niebagatelne znaczenie, bowiem większość krajowych eksporterów jest źródłem dopływu obcej waluty do kraju macierzystego. Ponadto w przeciwieństwie do sekurytyzacji tradycyjnych aktywów, gdzie wzrost bezpieczeństwa osiągany jest poprzez izolację i sprzedaż aktywów, wysoki rating podczas sekurytyzacji wierzytelności przyszłych bezpośrednio wiąże się z pozycją inicjatora, w szczególności z jakością samych wierzytelności. Wpływa to bezpośrednio na ryzyko działalności przedsiębiorstw, ponieważ muszą one dostarczyć produkt czy usługę przed otrzymaniem płatności. Jednak zależnie od rodzaju przyszłych wierzytelności oraz prawnej struktury transakcji może ona otrzymać wyższy rating od tego, jaki dostał jej inicjator.

Przeniesienie puli aktywów

Najważniejszym elementem każdej transakcji sekurytyzacyjnej jest sprzedaż SPV wyodrębnionej puli aktywów. Można więc powiedzieć, że zabieg ten jest kwintesencją całego procesu, bez którego sekurytyzacja nie ma racji bytu. Jego myślą przewodnią jest prawne usamodzielnienie zdywersyfikowanej puli wierzytelności, by umożliwić ich refinansowanie w oderwaniu od ich pierwotnego właściciela, np. banku, który udzielił kredytów. Umożliwia to zabezpieczenie aktywów i oddzielenie bezpieczeństwa papierów dłużnych od ryzyka ich twórcy. Brak tego typu powiązań uniezależnia wyodrębnioną pulę wierzytelności od działalności inicjatora, a przede wszystkim od jego sytuacji finansowej (w skrajnym przypadku niewypłacalności). Organizator nie będąc właścicielem aktywów w żaden sposób nie oddziałuje na nie, a w przypadku niewypłacalności nie będą one wchodzić do jego masy upadłościowej. Dlatego wybrana pula wierzytelności zostaje wyodrębniona z reszty aktywów i przy sprzedaży jest usuwana z bilansu. Taka transakcja nosi nazwę *off-balance sheet* i dosłownie oznacza transakcję usuwającą z bilansu, czyli pozabilansową.

Transakcje sprzedaży wierzytelności mogą mieć różne postacie, w zależności od istniejących w danym kraju regulacji prawnych oraz zasad przyjętych przez strony. W praktyce na rynkach zagranicznych wypracowa-

²³ Pogląd taki reprezentuje m.in. J. Kuropatwiński: *Cesja wierzytelności przyszłych nie może zagrażać pewności obrotu*. „Rzeczpospolita” z 19.12.2002.

²⁴ *Ibidem*, s. 18-19.

²⁵ Ch.J. Donnelly, R.B. Danina, M.C. Morcom: *Future-Flow Securitisation Rating Methodology*. Chicago, New York, March 1999 DuffPhelps Credit Rating Co., s. 5.

wane zostały dwa podstawowe modele sekurytyzacji. Pierwszym z nich jest właśnie sprzedaż wierzytelności, a drugim tzw. subpartycypacja.

Umowa sprzedaży wierzytelności zawierana jest pomiędzy inicjatorem sekurytyzacji a spółką specjalnego przeznaczenia. Na jej podstawie dochodzi do przekazania wcześniej wyodrębnionej puli wierzytelności do SPV, która w zamian dokonuje przelewu pieniędzy. Dochodzi zatem do kupna wierzytelności przez SPV i pozbycia się ich z bilansu inicjatora. Jest to najczęstsza forma przekazania wierzytelności do spółki celowej. Należy jednocześnie pamiętać, że SPV nabywając wyodrębnioną pulę wchodzi również w posiadanie wszelkich praw z umów ubezpieczeniowych oraz zastawu hipoteki czy poręczenia. Ponadto nabywca zostaje uprawniony do odbioru świadczenia dłużnika, w tym należnych rat kapitałowo-odsetkowych. Pokrycie zakupu następuje zaś ze środków, które SPV uzyskuje z emisji papierów dłużnych zabezpieczonych tymi wierzytelnościami. Głównym celem uwolnienia części aktywów z bilansu jest umożliwienie refinansowania przy wykorzystaniu tylko części zgromadzonych aktywów, a nie zabezpieczenie ich pełną wiarygodnością inicjatora, która zależy od budowy całego portfela. Istnieje przecież możliwość wyodrębnienia puli charakteryzującej się wysoką jakością, co pozwoli na osiągnięcie wysokiego ratingu oraz korzystne uplasowanie na rynkach kapitałowych dobrze zabezpieczonych papierów wartościowych. Osiągnięcie dobrej jakości emisji może zupełnie nie pokrywać się ze standingiem całego banku. Dlatego refinansowanie źle ocenionej instytucji byłoby znacznie utrudnione czy wręcz niemożliwe. W przypadku sprzedaży wierzytelności o najwyższej jakości taki problem w ogóle nie istnieje.

Istotną kwestią znaczącej rangi jest wypracowanie odpowiednich związków między inicjatorem a SPV. To bowiem od nich zależy możliwość sprzedaży wierzytelności oraz ich dalsze zachowanie w przypadku wystąpienia niejasności i problemów. Aby sprzedaż wierzytelności była skuteczna, a sekurytyzacja miała sens pod względem prawnym i ekonomicznym, muszą zostać spełnione liczne warunki związane ze wzajemnymi relacjami między inicjatorem a spółką celową. Po pierwsze SPV musi być podmiotem niezależnym od inicjatora transakcji. Po drugie regulacje prawne i podatkowe leżące u podstaw utworzenia SPV muszą być optymalne (uwzględniając warunki obowiązujące w danym kraju). Wynika to z potrzeby zapewnienia jak najlepszej formy przekazania SPV wierzytelności i późniejszego "bezkolizyjnego" przelewu gotówki od dłużnika do podmiotów inwestujących w papiery wartościowe. Po trzecie sprzedaż wierzytelności nie może być w przyszłości, z prawnego ani z żadnego innego powodu, kwestionowana (*true-sale, non-fraudulent transfer*). Po czwarte musi być prawnie zagwarantowana i obowiązująca, tzn. musi dojść do bezpośredniej

zmiany wierzyciela nawet w przypadku, kiedy dłużnik nie jest o tym powiadomiony (*true-sale, non-notification*). Należy oczywiście przestrzegać przy tym praw o ochronie danych osobowych i tajemnicy bankowej. Po piąte upadłość inicjatora w żaden sposób nie może utrudnić obsługi papierów wartościowych (*non commingling risk, first perfected security interest*). Po szóste również upadłość spółki specjalnego przeznaczenia nie może wpływać na obsługę transakcji. Dlatego konstrukcja SPV musi mu zapewnić bardzo stabilną jego pozycję (stąd też jego pełna niezależność od inicjatora i wszystkich spółek z nim związanych)²⁶.

Nieco problematyczna wydaje się kwestia związana z przelewem wierzytelności, które nie zostały do końca zrealizowane. Dotyczy to w szczególności umów kredytowych, zgodnie z którymi uruchomienie kredytu następuje w transzach. Problem powstaje więc, gdy kredyt podlegający sekurytyzacji nie jest w pełni wykorzystany oraz istnieje zobowiązanie inicjatora do dalszego kredytowania. Rozwiązaniem tej kwestii jest nieprzenoszenie zobowiązań, które nie zostały w pełni uruchomione i wykorzystane.

Jak widać sekurytyzacja musi – zwłaszcza z prawnego punktu widzenia – być tak skonstruowana, aby płatności dłużników mogły bez żadnych problemów przepływać do SPV, nawet w przypadku upadłości inicjatora albo innego, trzeciego podmiotu, biorącego udział w transakcji. Sprzedaż SPV wierzytelności musi mieć charakter tzw. prawdziwej sprzedaży (*true-sale*), po to aby mogła przyjąć postać transakcji, w której następuje usunięcie części aktywów z bilansu.

Istnieje kilka sposobów przeniesienia puli wierzytelności na spółkę celową. Pierwszym z nich jest cesja, czyli transfer aktywów (tzw. *true-sale*). Dochodzi wtedy do przepływu gotówki od nabywcy wyodrębnionej puli wierzytelności do ich sprzedawcy. Jedną z głównych zalet tego rozwiązania jest to, że przelew wierzytelności nie wymaga zgody ani nawet wiedzy dłużnika, ponieważ jego sytuacja prawna w żadnym razie się nie pogarsza - cesjonariuszowi (SPV) przysługuje dokładnie tyle praw, ile miał ich dotychczasowy wierzyciel (inicjator). Wadą cesji jest natomiast to, że po sprzedaży puli wierzytelności cedent (inicjator) nie odpowiada za wypłacalność dłużników, co dla SPV oznacza ryzyko nieotrzymania należności. *De facto* problem ten zostaje jednak usunięty poprzez wprowadzenie dodatkowych klauzul do umowy cesji, poprzez które na inicjatora nakładana jest dodatkowa odpowiedzialność za realizację płatności wobec spółki celowej. Problematyczne wydaje się również prawo podniesienia przez nowego wierzyciela (czyli spółki celowej) wszystkich roszczeń, które przysługiwały inicjatorowi względem dłużnika. W skrajnych przypadkach dłużnik może potrącić z wierzytelności nabytej przez spółkę celową swoją

²⁶ H.P. Bär: *Asset securitisation*, op.cit., s. 105.

wierzytelność, przysługującą mu względem inicjatora. Należy też pamiętać o zakresie przeniesienia wierzytelności wynikającym z ograniczonego zastosowania cesji):

- ustawy,
- właściwości zobowiązania,
- mocy umowy między wierzycielem a dłużnikiem.

Drugim sposobem przeniesienia wierzytelności jest tzw. nowacja umów kredytowych. Polega ona na odnowieniu (zastąpieniu) dotychczasowych umów zobowiązaniowych między kredytobiorcą a bankiem i zastąpieniu ich nowymi, w których miejsce wierzyciela przejmuje spółka celowa. W porównaniu z cesją jest to dużo prostszy zabieg, niestety dużo bardziej czasochłonny. Nowacja wymaga najczęściej zmiany wszystkich umów kredytowych, co przy tysiącach pojedynczych wierzytelności może stanowić poważne logistyczne wyzwanie. Wymaga to zgody wszystkich jej uczestników, tj. banku, SPV oraz klientów. Dlatego też – inaczej niż w przypadku cesji, gdzie informacja o zmianie właściciela wierzytelności ma formalny charakter – nowacja może mieć poważne reperkusje w kontaktach z klientami. Trzecim sposobem jest tzw. subpartycypacja, o której szerzej w następnym rozdziale.

Dzięki silnemu rozwojowi rynku sekurytyzacji oraz wprowadzeniu licznych zmian i udoskonalień powstała zupełnie nowa metoda sprzedaży wierzytelności, podczas której inicjator nie pozbywa się ich z bilansu (*on balance-sheet transaction*). Nosi ona nazwę subpartycypacji.

Subpartycypacja i syntetyczne papiery wartościowe

Cechą charakterystyczną tego typu transakcji jest fakt nieprzeniesienia na spółkę specjalnego przeznaczenia praw własności do wyodrębnionej puli wierzytelności. Nie następuje zatem fizyczna sprzedaż aktywów, które pozostają w bilansie inicjatora.

Operacja emisji papierów wartościowych oparta na syntetycznej sekurytyzacji, zwanej subpartycypacją, należy do szerszego obszaru instrumentów zwanych derywatami lub pochodnymi kredytowymi²⁷. Sekurytyzacja syntetyczna jest transakcją, w której bank–inicjator wykorzystuje derywaty kredytowe w celu podzia-

łu ryzyka kredytowego konkretnej puli aktywów i przeniesienia tego ryzyka na inne podmiotów. W takim przypadku pula aktywów nie jest usuwana z bilansu banku czy zarejestrowanych ekspozycji w księgach banku. Przeniesienie ryzyka może być finansowane poprzez emisję papierów dłużnych powiązanych z jakością kredytową w transzach o różnym stopniu podporządkowania lub niefinansowane, np. przy zastosowaniu swapu na pogorszenie się jakości kredytowej²⁸.

Subpartycypacja pozwala inicjatorowi na zatrzymanie w bilansie sekurytyzowanych wierzytelności. Na SPV zostaje przeniesione jedynie prawo do części lub całości pożytków z nich wynikających. Technika ta nazywa się współuczestnictwem kredytowym. Polega ona na umownym zobowiązaniu do przeniesienia na rzecz pierwotnego wierzyciela określonych kwot pieniężnych, w zamian za prawo otrzymywania kwot wpłacanych przez kredytobiorców w wysokości i terminach określonych w umowie kredytowej²⁹. SPV płacąc z góry za przyszłe płatności, „kupuje” ryzyko niezrealizowania przez kredytobiorców tych wierzytelności. Spółka celowa deponuje na rachunku zbywcy określone środki jednocześnie umawiając się z nim, że środki te będą podlegać zwrotowi i zostaną spłacone z chwilą spełnienia świadczenia przez dłużnika sekurytyzowanych wierzytelności.

Pochodne kredytowe³⁰ można zdefiniować jako instrumenty, dzięki którym ryzyko kredytowe związane z kredytami, pożyczkami czy innym rodzajem aktywów jest przekazywane (najczęściej sprzedawane) innym podmiotom, które występują na rynku jako gwaranci³¹. Oczywiście jest bardzo dużo definicji pochodnych. Jedne są bardziej, inne zaś mniej szczegółowe. Jedną z pierwszych ta opracował Bank Anglii. Zgodnie z nią, pochodne kredytowe to definicja koszykowa, stosowana przy opisie różnych kontraktów swapowych i opcyjnych, przyjmujących lub wyprowadzających z bilansu ryzyko kredytowe aktywów w zamian za płatności lub premię. Transfer ryzyka kredytowego może być dokonany na całe „życie” danej pozycji albo krótszy okres i może to być całkowite albo częściowe przeniesienie ryzyka kredytowego³².

Obecnie występują trzy podstawowe rodzaje pochodnych kredytowych:

Total-Return-Swap (swap na zwrot całkowity),

²⁷ Instrument finansowy, który powinien spełniać kilka kryteriów:

– powstaje w wyniku umowy, której nadrzędnym celem jest kształtowanie ryzyka kredytowego, a więc eliminacja, redukcja lub podjęcie za wynagrodzeniem,

– generowane są strumienie pieniężne, których istnienie, wielkość i kierunek w dużej mierze zależą od wystąpienia (lub niewystąpienia) przejawów ryzyka kredytowego,

– powinien pozwalać na transfer ryzyka kredytowego bez konieczności pozbywania się, a nawet posiadania zabezpieczeń składnika aktywów.

Por.: K. Jackowicz: *Pochodne instrumenty kredytowe. Definicja i rodzaje pochodnych instrumentów kredytowych*. „Bank i Kredyt” nr. 3 i 4 z 2001 r., ze źródłem J. Zombirt: *Sekurytyzacja w świetle bankowych regulacji europejskich*. Warszawa 2002 Wyd. SGH, s. 19.

²⁸ *Basel Committee on Banking Supervision: Working Paper on the Treatment of Asset Securitisation*. Consultative Document, October 2001, s. 19.

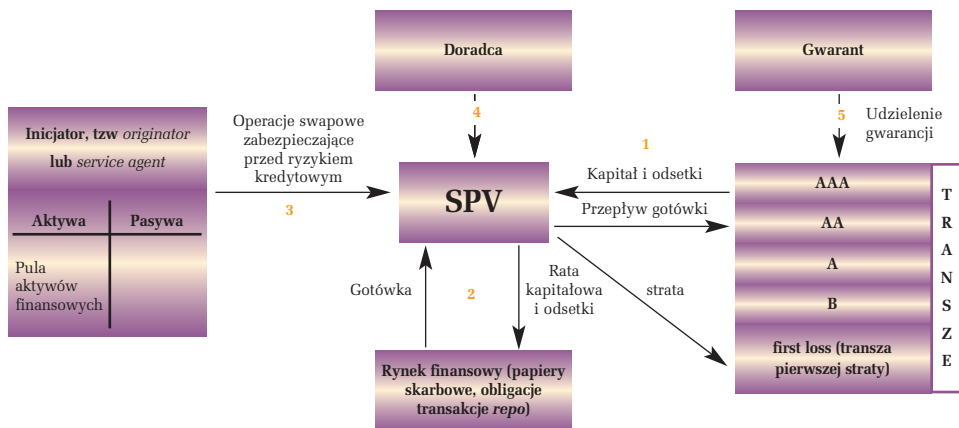
²⁹ M. Borek: *Techniki sekurytyzacyjne w zarządzaniu bilansem banku*. „Bank” luty 2001, s. 60.

³⁰ Szerzej na temat instrumentów pochodnych w: H.E. Büschgen: *Przedsiębiorstwo bankowe*. Warszawa 1997 Poltext, tom II, s. 294-312 i 323-332; K. Jajuga, T. Jajuga: *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Warszawa 1996 PWN, s. 181-220.

³¹ A. Mayer: *Die CLN-Emission der Deutschen Hypo - ein neues Produkt des deutschen Pfandbriefmarktes*. „Der Langfristige Kredit” nr 17/2000, s. 12.

³² *Bank of England: Developing a Supervisory Approach to credit Derivatives*. Supervision and Surveillance, Discussion Paper, November 1996.

Schemat 2 Struktura sekurytyzacji syntetycznej z udziałem SPV



1. Spółka celowa (SPV) sprzedaje papiery dłużne inwestorom, plasując je na rynku w postaci transz podporządkowanych.
2. SPV nabywa na rynku finansowym papiery wartościowe w celu zabezpieczenia wyemitowanych papierów dłużnych.
3. Sponsor zawiera z SPV umowę swapową, na podstawie której spółka celowa przejmuje prawo do rat kapitałowych i odsetkowych z tytułu wierzytelności. Płatności te zostają wykorzystane do realizacji zobowiązań z papierów dłużnych.

Źródło: opracowania własne.

Credit-Default-Note (swap na ryzyko zaprzestania obsługi długu),

Credit-Linked-Note (obligacja związana z jakością kredytową).

Z punktu widzenia sekurytyzacji syntetycznej podstawowe znaczenie ma jednak ostatni rodzaj. CLN jest emitowanym przez inicjatora papierem dłużnym, którego wartość nominalna jest umarzana na koniec okresu zapadalności, wtedy i tylko wtedy, gdy wcześniej nie wystąpi określone wydarzenie kredytowe, np. zaprzestanie spłaty kredytu. Jeżeli jednak nastąpi wydarzenie kredytowe, obligacja zostaje umorzona w cią-

gu określonego czasu po wartości odzyskania obligacji bazowej³³.

Taka konstrukcja papieru dłużnego w przypadku subpartycypacji pozwala bankom na utrzymanie w strukturze bilansowej danej pozycji aktywów bez obawy przed ryzykiem. Umożliwia to z jednej strony wyzbycie się ryzyka związanego z daną pulą aktywów, np. ryzyka płynności czy stopy procentowej. Z drugiej strony nie zmusza banku do zabezpieczania się kapitałem własnym przed wystąpieniem tego ryzyka.

³³ A. Mayer: *Die CLN-Emission...*, op.cit., s. 12.

Bibliografia

1. T. Althaus, S. Billen, S. Michs: *Record German Securitisation Volumes Strengthen Market's Position Among European Players*. Frankfurt, February 2003 Standard&Poor's.
2. Basel Committee on Banking Supervision, Working Paper on the Treatment of Asset Securitisation, Consultative Document, October 2001.
3. H.P. Bär: *Asset Securitisation*. Berno, Stuttgart, Wiedeń 1998 Verlag Paul Haupt.
4. M. Borek: *Techniki sekurytyzacyjne w zarządzaniu bilansem banku*. „Bank” luty 2001.
5. H.E. Büschgen: *Przedsiębiorstwo bankowe*. Warszawa 1997 Poltext.
6. A.K. Bhattacharya, K. Dandapani: *Sekurytyzacja aktywów: perspektywy i problemy*. W: F.J. Fabozzi, A. Konishi: *Zarządzanie aktywami i pasywami*. Warszawa 1998 ZBP.
7. T.P. Chenczke: *Sekurytyzacja - sposób na rozwiązanie problemów płynnością*. „Bank” marzec 1993.

8. Ch.J. Donnelly, R.B. Danin, M.C. Morcom: *Future-Flow Securitisation Rating Methodology*. Chicago, New York, March 1999 DuffPhelps Credit Rating Co.
9. A. Drewicz-Tułodziecka: *Prawna infrastruktura finansowania nieruchomości w Polsce dziś i po wejściu do Unii Europejskiej*. „Prawo Bankowe” nr 6(70).
10. I. Heropolitańska, P. Kawaler, A. Kozioł: *Skup i sprzedaż wierzytelności przez banki (cesja, faktoring, dyskonto, forfating, sprzedaż publiczna i niepubliczna*. Warszawa 2000Wyd. Twigger.
11. M. Hyla, M. Opiłowski, K. Rutkowski: *Skape przepisy, różnorodność poglądów*. „Rzeczpospolita”, „Gazeta Prawna”, 05.11.2002 r.
12. K. Jackowicz: *Pochodne instrumenty kredytowe. Definicja i rodzaje pochodnych instrumentów kredytowych*. „Bank i Kredyt” nr. 3 i 4 z 2001 r.
13. K. Jajuga, T. Jajuga: *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Warszawa 1996 PWN.
14. 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, 22 listopada 2001 r.
15. L.T. Kendall, M.J. Fishman: *A primer in Securitisation. Massachusetts*, London, England 1996 The MIT Press Cambridge.
16. J. Kuropatwiński: *Cesja wierzytelności przyszłych nie może zagrażać pewności obrotu*. „Rzeczpospolita”, „Gazeta Prawna” z 19.12.2002 r.
17. S. Lumpkin: *Trends and developments in securitisation*. “Financial Market Trends” nr 74, October 1999.
18. A. Mayer: *Die CLN-Emission der Deutschen Hypo - ein neues Produkt des deutschen Pfandbriefmarktes*. „Der Langfristige Kredit“ nr 17/2000.
19. C.A. Pavel: *Securitisation: the Analysis and Development of the Loan-Based Asset-Backed Securities Markets*. Chicago 1989 Probus Publishing.
20. J.A. Rosenthal, J.M. Ocampo: *Securitisation of Credit: Inside the New Technology of Finance 3*, New York 1988.
21. C. Stone, A. Zissu, J. Lederman: *Asset securitisation: Theory and Practice in Europe*. Euromoney Publications PLC 1991.
22. O. Stöcker: *Development of Legislation on Covered Bonds in Europe, 7th Central European Covered Bond Conference*, Berlin, 13-14 October 2003.
23. D. Strojewski: *Sekurytyzacja wierzytelności w Polsce: wnioski i uwagi z dotychczasowych doświadczeń*. Seminarium zorganizowane przez Fundację na Rzecz Kredytu Hipotecznego.
24. P.J. Szczepankowski: *Nowoczesne instrumenty zarządzania aktywami: faktoring, sekurytyzacja aktywów, leasing*. Warszawa 1998 Wydaw. WSPiZ im. Leona Koźmińskiego.
25. J. Zombirt: *Sekurytyzacja aktywów w świetle bankowych regulacji europejskich*. Warszawa 2002 Wyd. SGH.
26. J. Zombirt: *Czy stosować sekurytyzację?* „Rynek Terminowy” nr 14/4/2001.