

Magdalena Kalasińska

WYBRANE ROZWIĄZANIA STRUKTURALNE STOSOWANE W PROCESIE SEKURYTYZACJI AKTYWÓW

1. Wstęp

Sekurytyzacja aktywów to proces umożliwiający pozyskanie kapitału. Dla podmiotów gospodarczych stanowi on dodatkowe i bardzo atrakcyjne źródło finansowania, które przyspiesza obrót kapitałem i pomniejsza jego koszty. Proces ten wymaga od banku, czy też innego podmiotu gospodarczego (zwanego w sekurytyzacji inicjatorem lub aranżerem), wyizolowania pewnej grupy aktywów przynoszących dochód oraz zbycia papierów wartościowych wyemitowanych na podstawie tych aktywów na otwartym rynku. W wyniku sekurytyzacji wyodrębnione aktywa zamieniane są zatem w papiery wartościowe, które następnie stanowią przedmiot publicznego obrotu rynkowego. Celem sekurytyzacji jest więc emisja papierów wartościowych na podstawie wyselekcjonowanego, jednorodnego portfela aktywów. Proces ten dzięki swojej strukturze pozwala na wprowadzenie do obrotu zamrożonych środków finansowych w postaci bazujących na nich papierów wartościowych. Aktywów, które mogą być poddane sekurytyzacji, jest wiele. Przyjmuje się, że do sekurytyzacji nadają się w zasadzie każde aktywa, z którymi związany jest przewidywalny i stabilny dopływ gotówki [8]. Do najczęściej sekurytyzowanych aktywów należą: kredyty hipoteczne, należności z tytułu opłat czynszowych i telekomunikacyjnych, kredyty dla przedsiębiorstw, należności z kart kredytowych, należności z tytułu leasingu samochodów, sprzętu komputerowego itp.

Biorąc pod uwagę właściwości sekurytyzowanych aktywów, dopasowuje się do nich strukturę finansowania¹, a wraz z nią rodzaj papierów wartościowych,

¹ Przez pojęcie struktury finansowania rozumiany jest tutaj sposób konstrukcji całego procesu sekurytyzacji, czyli sposób organizacji i przebiegu sekurytyzacji, włączając w to m.in. takie elementy, jak np.: dobór odpowiednich podmiotów do sekurytyzacji, określenie ich zadań, określenie sposobu dokonywania rozliczeń z inwestorami nabywającymi papiery wartościowe emitowane w sekury-

kóre będą emitowane w danym procesie sekurytyzacji. Zastosowanie określonej struktury finansowania w procesie sekurytyzacji aktywów uzależnione jest od wielu czynników. Najważniejszym jednak wyznacznikiem typu struktury w danym procesie sekurytyzacji jest rodzaj aktywów, które będą stanowiły podstawę całego procesu i zabezpieczenie dla emitowanych w trakcie sekurytyzacji papierów wartościowych. Właściwości sekurytyzowanych aktywów, a przede wszystkim ich terminy zapadalności oraz związane z nimi wzorce płatności, bezpośrednio wpływają na dobór określonego rozwiązania strukturalnego w danym procesie sekurytyzacji. Inna jest zatem struktura odpowiednia dla sekurytyzacji krótkoterminowych należności z kart kredytowych, a inna dla np. długoterminowych kredytów hipotecznych. Uzależnienie konstrukcji procesu od rodzaju i cech sekurytyzowanych wierzytelności spowodowane jest trzema czynnikami [3; 6]:

- wyodrębnione wierzytelności mogą już być wyposażone w zabezpieczenia, które można efektywnie wykorzystać przy budowaniu struktury procesu, np. przy kredytach samochodowych w sytuacji braku terminowej spłaty następuje sprzedaż zabezpieczenia, (czyli samochodu) w celu pokrycia niedoboru środków;

niejednorodność warunków spłaty wierzytelności wymaga uwzględnienia indywidualnych właściwości każdego rodzaju wierzytelności w konstrukcji procesu przez np. wprowadzenie swapu walutowego, w sytuacji gdy przepływy pieniężne odmiennych kierunków są denominowane w różnych jednostkach monetarnych;

łagodność norm podatkowych może być uzależniona od wprowadzenia do procesu sekurytyzacji określonego elementu np. spółki celowej (SPV – *special purpose vehicle*) spełniającej postawione przez ustawodawcę wymagania.

Oprócz wymienionych elementów duży wpływ na konstrukcję procesu sekurytyzacji ma także otoczenie prawne, kwestie podatkowe, rachunkowe oraz rozwiązania dotyczące wymogów emisji papierów wartościowych czy też formy, jaką może przyjąć SPV. Dokonanie właściwego wyboru struktury finansowania w procesie sekurytyzacji to decyzja, od której zależy skuteczne osiągnięcie celów postawionych przed sekurytyzacją. Trzeba przy tym pamiętać, iż przyjęte rozwiązania strukturalne bezpośrednio wpływają na rodzaj emitowanych papierów wartościowych oraz na ich charakterystyki inwestycyjne [7].

W niniejszym artykule zaprezentowane zostaną struktury finansowania typu *pass-through*, *pay-through*, CMO i SMBS. Trzeba jednak nadmienić, iż w rzeczywistości, na rozwiniętym rynku amerykańskim spotkać można jeszcze wiele innych struktur, o których jednak tu nie będzie mowy.

2. Struktury typu *pass-through* i *pay-through*

Struktury *pass-through* i *pay-through* to konstrukcje stosowane najczęściej w procesach sekurytyzacji aktywów, takich jak np. kredyty hipoteczne.

Struktura *pass-through* (struktura o prostym i bezpośrednim przepływie płatności) to struktura charakteryzująca się synchronizacją strumienia płatności od dłużników zobowiązanych z tytułu sekurytyzacji aktywów z płatnościami dla nabywców ABS. Jest to najprostszy sposób sekurytyzacji aktywów o regularnych strumieniach płatności. W strukturze tej nie występuje spółka celowa, jej rolę odgrywa trust (instytucja powiernika). Konstrukcja struktury *pass-through* zakłada najpierw transfer przez inicjatora puli wyodrębnionych wierzytelności kredytowych do trustu, który w zamian emituje świadectwa udziałowe i przekazuje je inicjatorowi. Następnie świadectwa te są sprzedawane inwestorom, uprawniając ich do proporcjonalnego udziału w puli sekurytyzowanych aktywów, a w szczególności do środków ze spłat rat kapitałowych oraz odsetek dokonywanych przez dłużników. Płatności te są przekazywane (*passed-through*) inwestorom i nie podlegają restrukturyzacji.

W wyniku funkcjonowania struktury *pass-through* powstają instrumenty typu *pass-through*, które dają ich posiadaczom prawo do otrzymania płatności z należności kredytowych na podstawie tytułu własności do proporcjonalnego udziału w sekurytyzacyjnej puli wierzytelności. Instrumenty typu *pass-through* są równorzędne i nie ma wśród nich transz uprzywilejowanych. Ze względu zaś na brak SPV (spółki celowej będącej jednym z kluczowych podmiotów procesu) oraz bezpośredni i nie restrukturyzowany strumień płatności instrumenty te są rozwiązaniem prostym i tanim. Ich mankamentem jest jednak trudna do określenia *ex ante* stopa zwrotu i rentowność. Niedogodnością związaną z instrumentami *pass-through* jest ich rentowy charakter, tzn. wraz ze spłatą odsetek z aktywa bazowego (np. kredytu hipotecznego) dochodzi do spłaty części jego nominalu. Jest to o tyle niewygodne, iż większość instrumentów dostępnych na rynku wykazuje schemat jednorazowej spłaty kapitału w momencie zapadalności waloru i okresowej wypłaty odsetek do tego czasu [11]. Istnieje tu zatem problem przedwczesnej spłaty i związane z nim ryzyko reinwestycji po znacznie już niższych stopach procentowych. Mimo wszystkich wad świadectwa udziałowe emitowane w procesie sekurytyzacji w przypadku struktur *pass-through* są popularne ze względu na wysoki poziom bezpieczeństwa inwestycji z nimi związanej oraz ze względu na dobrą jakość zabezpieczenia, którymi zazwyczaj są gwarancje państwa.

Strukturę *pay-through* (struktura o modyfikowanym przepływie płatności) cechuje strukturyzacja strumienia płatności od aktywów do papierów wartościowych emitowanych w procesie sekurytyzacji. Następuje tutaj zatem zmiana wielkości strumienia płatności oraz jego rozkładu czasowego adekwatnie do potrzeb nabywców wyemitowanych papierów wartościowych. Płatności dokonywane przez dłużników wykorzystywane są do spłaty zobowiązań emitenta wobec inwestorów,

a wcześniej poddawane restrukturyzacji. Papiery wartościowe wyemitowane w strukturze *pay-through* potwierdzają zabezpieczone przez wyodrębniony portfel aktywów zobowiązanie emitenta do zapłaty nabywcom kuponów oraz nominału w określonym terminie. Emitowane w przypadku sekurytyzacji typu *pay-through* papiery wartościowe są obligacjami zabezpieczonymi (w przypadku kredytów hipotecznych) hipotecznie. Zwane są one MBS (*mortgage backed securities*).

Papierom typu *pay-through* nadaje się często postać różnie sparametryzowanych transz zmieniających stopę zmienną lub stałą (przypisaną aktywom bazowym) na stałą lub zmienną generowaną przez transze bądź transformujących charakterystykę czasową płynności odsetkowych (np. zerokuponowe aktywa na okresowo wypłacające odsetki transze) [11]. Dzięki takim transzom można ograniczyć ryzyko przedwczesnej spłaty, aczkolwiek i tutaj ono występuje, z tym że dotyczy tylko nielicznych inwestorów. Z konstrukcją *pay-through* wiąże się także ryzyko niedotrzymania terminu płatności przez zobowiązanego z aktywa bazowego. Sytuacja taka wymaga najczęściej uruchomienia odpowiednich zabezpieczeń przyznanych przez gwarantów lub też generowanych przez samą strukturę.

3. *Collateralized mortgage obligation* – CMO

CMO to kolejny typ struktur finansowania, które wykorzystywane są w procesie sekurytyzacji aktywów. Rozwiązanie to przyjęło nazwę od emitowanych w trakcie takiej sekurytyzacji papierów wartościowych zwanych obligacjami zabezpieczonymi hipotecznie, czyli w skrócie CMO. Podstawowym celem tej struktury jest maksymalne ograniczenie ryzyka kredytowego związanego z emitowanymi papierami wartościowymi i jego przejęcie przez podmioty najbardziej do tego predysponowane. Sprowadza się to do podziału emisji na transze o odmiennych charakterystykach inwestycyjnych. Jednakże zmniejszenie ryzyka kredytowego w jednej transzy prowadzi do jego wzrostu w następnej.

Struktura CMO została po raz pierwszy zastosowana w sekurytyzacji kredytów hipotecznych w celu ograniczenia ryzyka przedwczesnej spłaty wierzytelności oraz urozmaicenia terminów wykupu papierów wartościowych [4]. Zastosowano tutaj wiele transz charakteryzujących się odmiennymi terminami wykupu, stopami oprocentowania oraz schematami spłaty. Papiery wartościowe emitowane w strukturze typu CMO z reguły nie dają inwestorom gwarancji co do okresu trwania obligacji oraz osiągniętej stopy zwrotu. Ryzyko to jednak w porównaniu ze świadectwami udziałowymi jest znacznie zredukowane przez restrukturyzację przepływów gotówkowych. Wadą struktury CMO są koszty założenia i funkcjonowania SPV, a także koszty dodatkowych zabezpieczeń.

Zróznicowanie charakterystyk emitowanych obligacji pozwala jednak emitentom na zaspokojenie potrzeb szerokiego grona inwestorów. W strukturze CMO w pierwszej kolejności wszystkim posiadaczom obligacji są wypłacane związane z nimi odsetki. Nadwyżka środków przekazywana jest natomiast z tytułu raty

kapitałowej tylko posiadaczom transzy o najkrótszym terminie wykupu. Kiedy transza ta zostanie całkowicie wykupiona następuje spłata rat kapitałowych na rzecz posiadaczy kolejnej transzy o najkrótszym terminie wykupu. Dzieje się tak do momentu wykupu wszystkich transzy obligacji, przy czym transza o najdłuższej zapadalności spłacana jest na końcu. W ramach struktury CMO emitowane mogą być różne papiery wartościowe, a także różne transze tych walorów o różnych właściwościach. Można tutaj wyróżnić:

1. Transze o planowanej amortyzacji – zapewniają w różnym stopniu to, iż inwestorzy będą otrzymywać wypłatę z tytułu posiadania tych papierów wartościowych przez z góry określony czas, bez względu na to czy będą dokonywane spłaty pożyczek hipotecznych, czy też nie. Do transz tych zaliczamy:

- **Planned amortisation class (PAC)** – jest to konstrukcja oferująca nabywcom tych instrumentów wysoki stopień pewności otrzymania środków pieniężnych zgodnie z ustalonym planem amortyzacji. Transze typu PAC zapewniają zabezpieczenie w momencie, gdy liczba przedpłat przekracza zakładany poziom lub jest od niego mniejsza, ale tylko w pewnym przedziale. Jeśli zatem wskaźnik wcześniejszych spłat nie zmienia się w stosunku do planowanego, płatności kuponowe i kapitału dokonywane są zgodnie z harmonogramem. Jeżeli jednak wystąpią istotne zmiany (wskaźnik wzrośnie lub zmaleje), wówczas obsługa posiadaczy transzy typu PAC wspomagana jest emisją tzw. transzy towarzyszących, z których przychody mają utrzymać planowany zwrot z transzy PAC w okresie jej zapadalności na planowanym poziomie. Mniejsze ryzyko dokonywania reinwestycji powoduje, że PAC charakteryzuje się niską stopą dochodu, ale też dużą stabilnością [12].

Targeted amortisation class (TAC) – to konstrukcja zapewniająca nabywcom transzy uprzywilejowanej zabezpieczenie przed ryzykiem kredytowym w postaci istnienia transz podporządkowanych, absorbujących w razie konieczności stratę lub nadwyżkę [6]. Transze typu TAC zabezpieczają przed ryzykiem reinwestycji w przypadku wzrostu wskaźnika wcześniejszych spłat, ale tylko do ustalonej górnej granicy. Nie zabezpieczają jednak przed ryzykiem wydłużenia okresu osiągnięcia zakładanego zwrotu z inwestycji, jeśli wskaźnik wcześniejszych spłat będzie niższy od zakładanego. Oprocentowanie TAC jest wyższe niż PAC, ale nadal niższe w porównaniu z innymi CMO o takiej samej zapadalności [12].

2. Transze towarzyszące (companion, support tranches) – są to transze podporządkowane, które stanowią dodatkowe zabezpieczenie dla transz PAC i TAC. Zabezpieczają one przed ryzykiem zmiany wskaźnika wcześniejszych spłat, służą zatem utrzymaniu stabilności przepływów pieniężnych transz uprzywilejowanych. W przypadku przyspieszenia wcześniejszych spłat absorbują one nadwyżki środków, skracając swój okres zapadalności oraz ograniczając możliwości wygenerowania zaplanowanego dochodu. Jeżeli zaś wskaźnik wcześniejszych spłat jest niższy od planowanego, transze te zostają dotknięte stratami, po wyczer-

paniu się możliwości absorpcji papierów wartościowych należących do tzw. Z-transzy.

3. Transze towarzyszące zawierają ryzyko wynikające ze zmiany stopy procentowej, kursu walutowego czy też innych komponentów ryzyka rynkowego [12]. Ich stopa dochodu jest jednak znacznie wyższa w porównaniu z transzami typu PAC i TAC. Premia stanowi tu rekompensatę za ponoszone ryzyko.

4. Z-transze (*Z-tranches*, *Z-bonds*) – płatności z tych transzy są kumulowane przez pewien okres i powiększają wartość nominalną obligacji. Po upływie okresu kapitalizacji inwestorzy otrzymują płatności zawierające zarówno odsetki jak i kapitał. Z-transze stanowią najbardziej podporządkowaną klasę, która charakteryzuje się najwyższym stopniem niepewności.

5. Transze rezydualne (*residuals*) – obsługiwane są ze środków pozostałych po spłaceniu wszystkich ważniejszych transz. Mogą one mieć konstrukcję podobną do wcześniej opisanych transz lub też do transz o indeksowanej stopie zmiennej

6. Transze o indeksowanej stopie zmiennej (*floating rate tranches*) – mają zmienne oprocentowanie uzależnione od stopy odniesienia (np. LIBOR, EURIBOR itp.) w określonych przedziałach. Kupon taki można określić w transakcji jako najwyższe możliwe oprocentowanie (*cap*), czy też najniższe (*floor*). Transze te istnieją równolegle z transzami „indeksowanymi w drugą stronę”, tj. takimi, w których wartość kuponu wzrasta odwrotnie proporcjonalnie do poziomemu stóp procentowych [12].

7. Principal only PO – papiery wartościowe oparte tylko na wartości kapitału aktywów bazowych – oferują ich nabywcy prawo do otrzymywania części każdej raty kapitałowej ze spłat zabezpieczających je kredytów hipotecznych. Papiery wartościowe mogą być w takiej strukturze emitowane przez SPV, fundusz inwestycyjny lub też mogą stanowić transze papierów wyemitowaną w formie CMO. Sprzedaje się je z dużym dyskontem, co jest równoważone wysoką ekspozycją inwestorów na ryzyko reinwestycji [12]. Papiery wartościowe PO wykupywane są po osiągnięciu terminu zapadalności, inwestor otrzymuje wówczas pełną wartość określoną w momencie zawierania transakcji. Nie płacą odsetek, tylko raty wartości nominalnej, które są rozłożone w czasie i odpowiadają okresem spłaty zabezpieczających je kredytów hipotecznych. Zatem w przypadku obniżki stóp procentowych, gdy zabezpieczające kredyty hipoteczne mają stałe oprocentowanie, wartość obligacji PO rośnie. Kredytobiorcy są wówczas bardziej skłonni do zaciągania niskooprocentowanych kredytów na spłatę posiadanych kredytów hipotecznych (które stanowią zabezpieczenie PO). Następuje wcześniejszy wykup obligacji PO, co z kolei zmusza ich posiadaczy do reinwestycji otrzymanych kwot, z tym że już po niższej stopie procentowej. Spadek oprocentowania powoduje przy tym również spadek stopy dyskonta PO (używanej do wyceny wartości przyszłych przepływów pieniężnych z obligacji PO) i w konsekwencji wzrost wartości tego typu obligacji. Spadek wartości obligacji PO będzie zaś konsekwencją podwyżki stóp procentowych.

8. Interest only IO – papiery wartościowe oparte tylko na wartości odsetek aktywów bazowych dają prawo do otrzymywania części każdej płatności odsetkowej ze spłat kredytów hipotecznych zabezpieczających te papiery [2]. IO sprzedawane są z dużym dyskontem w stosunku do ich wartości nominalnej². Papiery te reagują na zmiany stóp procentowych przeciwnie do PO. Oznacza to, że obniżka stóp procentowych, i w związku z tym przedterminowa spłata kredytów hipotecznych, powoduje spadek wartości IO, natomiast wzrost stóp procentowych pociąga za sobą wzrost wartości IO. Wynika to z naliczania odsetek. Bowiem w sytuacji obniżki stóp procentowych są naliczane one od mniejszej wartości nominalnej (część kredytów została bowiem spłacona), natomiast przy wzroście oprocentowania od większej. Efekt ten ma za zadanie zniwelować w pewnym stopniu stopę dyskonta.

4. SMBS (*stripped mortgage backed securities*)

SMBS to struktura finansowania, w wyniku której emitowane są papiery wartościowe zabezpieczone hipotecznie, tzw. stripes. Do rozwoju tych instrumentów przyczyniły się malejąca stopa procentowa oraz uzyskanie przez inwestorów większego dostępu do informacji o papierach wartościowych emitowanych w procesie sekurytyzacji, co ułatwiło zrozumienie korzyści i możliwości tego procesu [6].

Stripesy to papiery wartościowe, powstające przez podzielenie przepływów gotówkowych wynikających ze spłaty sekurytyzowanych kredytów hipotecznych i stworzenie dwóch lub więcej nowych instrumentów (papierów wartościowych), z których każdy charakteryzuje się specyficznym układem kapitału i odsetek. Tego typu papiery wartościowe mogą być dzielone częściowo w taki sposób, aby każdy inwestor otrzymał zarówno „trochę” kapitału, jak i „trochę” odsetek od wartości nominalnej danego waloru [10]. SMBS emitowane są zatem bądź w dwóch transzach papierów wartościowych typu *pass-through*, które wypłacają odsetki oraz raty kapitału w różnych proporcjach, bądź w jednej transzy typu CMO. Skrajnym przypadkiem SMBS są IO i PO, gdzie istnienie papierów wartościowych jednego typu jest warunkiem powstania papierów wartościowych drugiego typu. Taka konstrukcja pozwala jednak na dopasowanie papierów wartościowych typu stripes do indywidualnych potrzeb inwestorów. SMBS emitowane są w celu zabezpieczenia portfeli finansowych inwestorów.

5. Uwagi końcowe

Zaprezentowane w niniejszym artykule struktury finansowe wykorzystywane w procesie sekurytyzacji aktywów to tylko niektóre z rozwiązań stosowanych na świecie. W warunkach polskich przedstawione konstrukcje, jak do tej pory, nie

² Wartość wyliczana od kapitału aktywów bazowych.

były stosowane na rynku finansowym. Przyczyn takiego stanu rzeczy jest kilka. Można tu mówić o braku odpowiednich uregulowań podatkowych, prawnych rachunkowych, jak również o braku regulacji w zakresie zagadnień związanych z transferem wierzytelności czy też działalnością instytucji finansowych i obrotu papierami wartościowymi w odniesieniu do procesu sekurytyzacji aktywów. Prócz wymienionych problemów ważną rolę odgrywają także kwestie związane z potencjałem podmiotów polskiego rynku finansowego, zwłaszcza jeśli chodzi o dostępność aktywów, które mogą być sekurytyzowane.

Jako główną barierę w stosowaniu przedstawionych rozwiązań strukturalnych w procesie sekurytyzacji aktywów należy wymienić jednak brak zainteresowania tym procesem ze strony posiadaczy aktywów, które można by sekurytyzować w taki sposób. Chodzi o to, iż przedstawione konstrukcje to rozwiązania, które znajdują zastosowanie głównie przy sekurytyzacji kredytów hipotecznych. Tymczasem w Polsce, jak do tej pory, żaden z banków udzielających kredytów hipotecznych czy też długoterminowych kredytów mieszkaniowych nie kazał zainteresowania sekurytyzacją tych aktywów.

Obserwując jednak rynek mieszkaniowy i związany z nim nierozłącznie rynek kredytów mieszkaniowych, można stwierdzić, że w niedalekiej przyszłości banki będą zmuszone do poszukiwania nowych rozwiązań finansowych, a więc może także zastosowania sekurytyzacji, aby dzięki temu móc ożywić akcję kredytową. W takim przypadku zaprezentowane rozwiązania strukturalne znajdą zapewne zastosowanie w odniesieniu do procesu sekurytyzacji. Z kolei różnorodność tych rozwiązań i jednocześnie różne charakterystyki inwestycyjne papierów wartościowych emitowanych w określonej strukturze finansowania procesu sekurytyzacji umożliwią znalezienie nabywców, którzy w polskich warunkach gospodarczych mają bardzo zróżnicowane potrzeby i jednocześnie poszukują inwestycji o ograniczonym poziomie ryzyka.

Dzięki zmianom w ustawie o obligacjach duże szanse zastosowania, w przypadku przeprowadzenia procesu sekurytyzacji kredytów hipotecznych czy mieszkaniowych, ma struktura CMO. Zdaniem autorki niniejszej pracy, jej głównym atutem jest możliwość podziału emisji papierów wartościowych otrzymywanych w procesie sekurytyzacji na transze o odmiennych terminach wykupu, stopach procentowych oraz schematach spłat. Takie zróżnicowanie charakterystyk emitowanych obligacji w znacznym stopniu poszerza bazę inwestorów, pozwala emitentowi na zaspokojenie potrzeb szerszego ich grona. Niewątpliwie wadą takiego rozwiązania są stosunkowo wysokie koszty, do których zaliczane są odsetki od wyemitowanych obligacji, opłaty dla doradców finansowych i prawnych oraz dostawców dodatkowych zabezpieczeń i innych uczestników procesu.

Po nowelizacji ustawy o obligacjach w roku 2000 znaczenie roli obligacji w procesie sekurytyzacji aktywów znacznie wzrosło. Nowelizacja ta zniósła bowiem podstawowe ograniczenia utrudniające, a nawet uniemożliwiające wybór tej formy papieru dłużnego dla papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami. Takim

ograniczeniem był m.in. brak zgody na emisję obligacji niezabezpieczonych, w rozumieniu ustawy, przez podmioty działające krócej niż 3 lata. Zapis ten praktycznie aż do 2000 r. uniemożliwiał przeprowadzenie emisji obligacji niezabezpieczonych przez spółki celowe (SPV), które tworzone są specjalnie na potrzeby procesu. Ustawowe wymogi dla obligacji zabezpieczonych przewidywały natomiast konieczność zabezpieczenia pełnej kwoty kapitału i odsetek poprzez zastaw lub hipotekę, gwarancje bankowe NBP lub państwa bądź też gwarancje międzynarodowych instytucji finansowych. Powodowało to zwiększenie kosztów sekurytyzacji i jednocześnie niedostępność obligacji dla SPV.

Nowelizacja zniosła także wymóg podawania celu emisji w treści dokumentu obligacji oraz w propozycji nabycia, jak również wymóg podejmowania decyzji o emisji obligacji przez Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy emitenta, co w przypadku rozproszonego akcjonariatu mogło wpływać na opóźnienie decyzji.

CMO zatem to rozwiązanie, które ma dużą szansę na powodzenie na rynku polskim. Dzięki zmianom prawnym i niewątpliwym zaletom obligacji³ rynek ten dysponuje znacznym potencjałem, który może zostać wykorzystany w procesach sekurytyzacji. Szczególnie podkreślić należy, iż papiery dłużne tego typu mogą być wykorzystane nie tylko przy sekurytyzacji kredytów hipotecznych, ale także średnio- i krótkoterminowych aktywów finansowych.

W Polsce przeprowadzono już procesy sekurytyzacji należności handlowych, w wyniku których wyemitowano właśnie obligacje. Były to sekurytyzacja wierzytelności handlowych Urtica Zaopatrzenie Farmaceutyczne Szpitali Sp. z o.o., wierzytelności handlowych Pfarmag SA, miesięcznych opłat leasingowych Pekao Leasing SA.

Literatura

- [1] Adamiec P., *Sekurytyzacja – pozabilansowe źródło pozyskania kapitału. Nowe aspekty prawne, podatkowe, księgowe i finansowe transakcji sekurytyzacyjnych*, Eurofinance, Warszawa 2000.
- [2] Crawford C., Sen B., *Instrumenty pochodne. Narzędzie podejmowania decyzji finansowych*, Liber, Warszawa 1998.
- [3] Deacon D., *Securitization: Principles, Markets and Terms*, Asia Law & Practice Publishing Ltd., 1998.
- [4] Fabozzi F.J., *Bond Market, Analysis and Strategies*, Prentice Hall International 2000.
- [5] Feeney P.W., *Securitization: Redefining the Bank*, MacMillan Press, London 1995.
- [6] Gudkova S., *Sekurytyzacja należności kredytowych banków*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2002.
- [7] Kosiński A., *Sekurytyzacja aktywów*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1997.
- [8] Pielasa M., Świerkocki J., *Tańsze finansowanie*, „Magazyn Finansowy” z 4 lipca 2000 r.

³ Brak konieczności uiszczenia opłaty skarbowej, dochodzenie roszczeń z obligacji jest porównywalne z uproszczoną windykacją wierzytelności z weksli, możliwość dematerializacji obligacji nie dopuszczonych do obrotu publicznego.

-
- [9] Raczkowska I.A., *Sekurytyzacja wierzytelności bankowych*, Konieczny i Kruszewski, Warszawa 2001
- [10] Reksa Ł., *Szuflady sekurytyzacji*, „Gazeta Bankowa” z 5 stycznia 2004 r.
- [11] www.sekurytyzacja.pl
- [12] Zombirt J., *Sekurytyzacja w świetle bankowych regulacji europejskich*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2002.

SELECTED STRUCTURAL SOLUTIONS APPLIED TO THE SECURITIZATION OF ASSETS

Summary

Since first processes of securitization have been conducted, the number of investors, and also forms and methods applied, increased. A range of assets and structural solutions used in securitization have accordingly increased.

The appropriate finance structures and securities issued in course of securitization are matched with regard to a large variety of assets. It appears that the properties of these assets determine the financial structure of securitization and the Asset Backed Securities characteristics. Therefore, companies apply different solutions to short-term and long-term assets securitization.

The paper presents some selected financial structures which can be used in securitization. It also aims at showing that the right choice of financial structures in securitization has an effect on the achievement of its goals.

Mgr Magdalena Kalasińska jest doktorantką w Katedrze Zarządzania Bankiem Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.