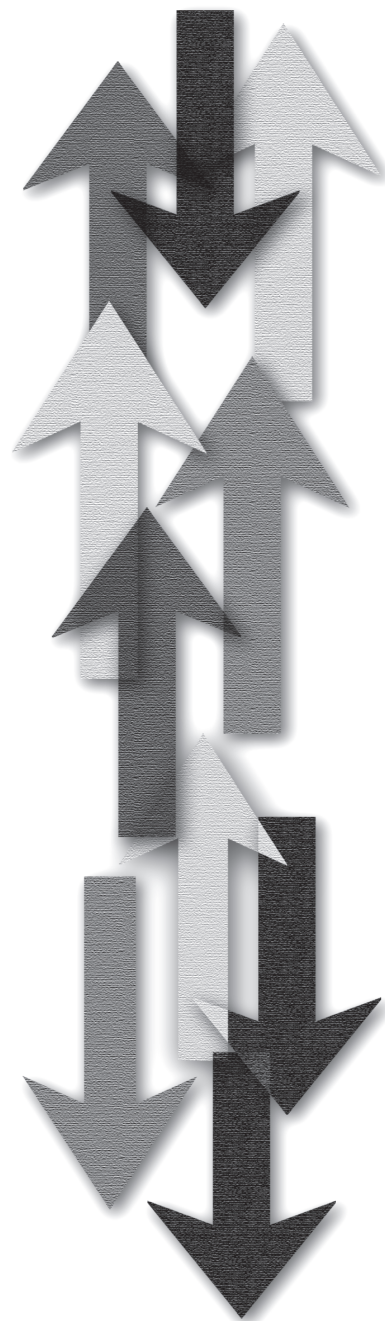


**Sekurytyzacja  
aktywów  
bankowych**

**Nr 82**  
**2 0 0 6**



**BRE BANK SA**



**Centrum Analiz  
Społeczno-Ekonomicznych**

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa  
00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA  
00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: CASE -- Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa i BRE Bank SA

Redakcja naukowa  
Ewa Balcerowicz  
Sekretarz Zeszytów  
Krystyna Olechowska

Autorzy  
Piotr Cyburt  
Piotr Karnkowski  
Przemysław Majka  
Andrzej Wysokiński

Projekt okładki  
Jacek Bieńkowski

DTP  
SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca  
CASE – Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych – Fundacja Naukowa, 00-010 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

Nakładca  
Fundacja BRE Banku, 00-950 Warszawa, ul. Królewska 14

Oddano do druku w lutym 2006 r. Nakład 300 egz.

# SPIS TREŚCI

LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM .....	4
WPROWADZENIE .....	5
SEKURYTYZACJA WIERZYTELNOŚCI TRUDNYCH – Przemysław Majka .....	11
Przetarg .....	11
Negocjowanie warunków umowy .....	12
SEKURYTYZACJA BANKOWYCH KREDYTÓW HIPOTECZNYCH – Piotr Cyburt .....	15
Sekuratyżacja kiedy i dla kogo? .....	16
Warunki sekurytyżacji .....	16
SEKURYTYZACJA AKTYWÓW BANKOWYCH – Piotr Karnkowski .....	19
Podstawowe cele sekurytyżacji .....	20
Sekurytyżacja – możliwości .....	21
Sekurytyżacja – realizacja .....	22
Podstawowe wymagania wobec sekurytyżowanych aktywów .....	24
Zanim bank podejmie decyzję o sekurytyżacji... ..	24
Podstawowe problemy, które napotykać polskie banki analizując możliwości sekurytyżacji.. ..	25
Sekurytyżacja jako narzędzie tańszego finansowania .....	26
PRAWNE DETERMINANTY ROZWOJU SEKURYTYŻACJI W POLSCE – Andrzej Wysokiński .....	27
Kwestie ogólne .....	27
Sekurytyżacja w Polsce na przykładzie sekurytyżacji wierzytelności bankowych .....	28
Ogólna ocena .....	32

## LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Monika Babińska	BHwW	Joanna Motyl	BHwW
Paweł Banaszak	KPT	Joanna Nierebińska-Mazurek	EGB
Bogusław Białowąs	BGK	Mateusz Nowacji	Interfax
Renata Borowska	PKO BP	Krystyna Olechowska	CASE
Arkadiusz Bubak	ING bank	Mateusz Peryt	BPH
Piotr Cyburt	BRE Bank Hipoteczny	Michał Pielasa	BRE Bank
Beata Czakańska	BHwW	Artur Radziwiłł	CASE
Marta Dębek	BHwW	Łukasz Reksa	GINB
Anna Duma	BHwW	Andrzej Roter	KPF
Michał Gąsior	Pekao	Emilia Sanicka	PAP
Marta Gołajewska	NBP	Monika Skiba	NBP
Marzena Imielska	NBP	Marcin Sosnowski	EGB
Monika Jarecka	Bank Millennium	Grzegorz Stach	Manager Magazin
Przemysław Japoński	Pekao	Marta Strzyżewska	BRE Bank
Sławomir Jasiuk	Bank Millennium	Andrzej Szczepański	Bank Millennium
Piotr Karnkowski	BPH	Jan Szela	AF
Elżbieta Karwacka		Monika Szostakowska	KPWiG
Jacek Keboć	BPK	Andrzej Śniecikowski	Zmiany Investment
Łukasz Kowalczyk	Bank Millennium	Jacek Świerkula	
Tomasz Kowalski	BHW	Grzegorz Świerzewski	EGB
Sylwester Kozak	NBP	Krzysztof Świlczciuch	
Hanna Krawczyńska	Bank Millennium	Bogusław Tatarewicz	TG Zmiany
Jarek Kubik	BPH	Jolanta Wajszczuk	Bank Millennium
Jacek Legutko	BHwW	Przemysław Wieczorek	Reas
Aleksander Lewandowski	Bank Millennium	Bartłomiej Wieczorek	BPH
Anita Majczak	BHwW	Łukasz Wilkowicz	Parkiet
Przemysław Majka	PKO BP	Marianna Witkowska	PKO BP
Maciej Makay	Pekao	Jolanta Wojszczuk	Bank Millennium
Ewa Malesza	KPWiG	Waldemar Wołpiuk	INE PAN
Michał Marciszewski	Bank Millennium	Andrzej Wysokiński	Dewey Ballantine
Zdzisław Mastalerek	Kruk SA		Grzesiak sp. k.
Bolesław Meluch	ZBP	Jadwiga Zaręba	BPH
Małgorzata Mikita	WSHiP	Jerzy Zdrzałka	GTE PZU
Zdzisław Mikołajczyk	Kancelaria Błaszczyk	Jolanta Zombirt	NBP
Tomasz Mironczuk	BPH	Andrzej Żor	Fundacja BRE Banku
Marek Misiak	NŻG	Hubert Żółw	ZBP

# Wprowadzenie

Sekurytyzacja na rynkach finansowych pojawiła się w 1970 r. w Stanach Zjednoczonych. Stała tendencja wzrostowa tego procesu rozpoczęła się w latach 90. dwudziestego wieku. Sekurytyzacja zaliczana jest do jednych z najbardziej znaczących innowacji międzynarodowych rynków finansowych, ponieważ jest praktyczną odpowiedzią na zmieniające się zapotrzebowanie na zdywersyfikowane źródła pozyskiwania kapitału.

Według obecnie przyjętych metodologii sekurytyzacją określa się proces, podczas którego najczęściej zdywersyfikowana pula aktywów finansowych wraz z generowanymi przez nie strumieniami gotówkowymi zostaje wyizolowana z bilansu banku czy przedsiębiorstwa, zabezpieczona dzięki wewnętrznym lub zewnętrznym technikom, prawnie usamodzielniona w tzw. spółce specjalnego przeznaczenia (*Special Purpose Vehicle*, SPV), która następnie refinansuje zakupioną pulę aktywów przez emisję papierów wartościowych na krajowych i (lub) międzynarodowych rynkach finansowych (Ł. Reksa, 2004).

Chociaż sekurytyzacja to forma finansowania oparta na aktywach (*asset securitisation*), to obejmuje także zagadnienie sekurytyzacji wierzytelności bankowych jako wąski i specyficzny typ tego złożonego procesu. Nie wszystkie rodzaje wierzytelności mogą posłużyć jako przedmiot sekurytyzacji. Muszą one spełniać bardzo ostre kryteria, tak aby realizacja celów inicjatora nie była zagrożona. Jednym z takich celów jest pozyskanie kapitałów na prowadzenie dalszej działalności oraz rozwój. Coraz częściej w takich sytuacjach wykorzystywana jest sekurytyzacja wierzytelności przyszłych, a więc takich, które jeszcze nie powstały, natomiast istnieją przesłanki ich prawnego i ekonomicznego ukonstytuowania się w przyszłości (Ł. Reksa, 2004). Wykorzystywanie tego typu wierzytelności podczas sekurytyzacji stosowane jest bardzo często w krajach, których gospodarki nie są tak dobrze rozwinięte. Wynika to z możliwości uzyskania przez emitowane papiery dłużne wyższego ratingu od tego, jaki otrzymał kraj, z którego pochodzi dana emisja. Jeśli bank działający w Polsce udzielałby kredytów hipotecznych podmiotom zagranicznym, wówczas może pojawić się możliwość, że agencja ratingowa wyżej oceniłaby papiery wyemitowane na podstawie kredytów niż ra-

ting Polski i banku tutaj działającego. Tacy inwestorzy w Polsce się nie pojawili, więc rozważanie jest jedynie teoretyczne (**P. Cyburt, BRE Hipoteczny**). Gdyby sytuacja miała miejsce, wówczas, prawdopodobnie, musielibyśmy finansować nieruchomości np. we Francji lub Niemczech, aby dostać wyższy rating. Natomiast w odwrotną stronę, jeśli banki zagraniczne na zasadzie transgranicznej refinansują nieruchomości komercyjne w Polsce czy w innych krajach Centralnej Europy, to najczęściej nie są wykorzystywane do sekurytyzacji, ponieważ musiałyby obniżyć rating ze względu na długoterminowe suwerenne ratingi np. Polski czy Czech. Nie wszystkie aktywa, które emitujemy do SPV mają taką samą kategorię księgową, czy taki sam rating (**P. Karnkowski, BPH**). 90% emitowanych aktywów może mieć rating A albo AA, 6% rating zbieżny z ratingiem kraju, czyli BBB<sup>+</sup> a 4% może mieć rating B<sup>-</sup>. Ten ostatni rating związany jest z transzą pierwszej straty, którą pokrywa bank. Trudno bankowcowi być zwolennikiem funduszu sekurytyzacyjnego, bo on nie pozwala na to, aby ta część emisji została objęta przez bank, żeby wzbogaciła kredytowo papiery, które mamy zamiar emitować.

W krajach wysoko rozwiniętych, w których rynki kapitałowe odgrywają znaczącą rolę, coraz większą popularnością cieszy się tzw. subpartycypacja. Jest to transakcja, w której bank-inicjator wykorzystuje derywaty kredytowe w celu podziału ryzyka kredytowego konkretnej puli aktywów i transferu tego ryzyka do podmiotów trzecich. W takim przypadku pula aktywów nie jest usuwana z bilansu banku czy zarejestrowanych ekspozycji w księgach banku. Subpartycypacja pozwala inicjatorowi na zatrzymanie w bilansie sekurytyzowanych wierzytelności. Przeniesione na SPV zostaje jedynie prawo do części lub całości wynikających z nich pożytków.

## Sekurytyzacja w Polsce

W Polsce nie ma obowiązującej definicji sekurytyzacji. Bankowcy zazwyczaj definiują sekurytyzację jako złożony proces, mechanizm lub pojedynczą transakcję, która służy zamianie aktywów bankowych na papiery wartościowe lub jednostki uczestnictwa, jeśli korzystamy z usług funduszu. Sekurytyzacja jest wyrafinowanym sposobem pożyczania pieniędzy. Taką definicję piętnaście lat temu podał w książce „Money, money, money” P. Cugan. Od tamtego czasu definicja się zmieniła. Europejska dyrektywa dotycząca adekwatności kapitałowej (CRD), na podstawie Nowej Umowy Kapitałowej (NUK) wprowadza trochę inną definicję. Sekurytyzację zaliczono do typowego ryzyka kredytowego. Ogólną zasadą sekurytyzacji jest bowiem to, że występują transze o różnej zawartości ryzyka. Jeśli nie mamy do czynienia z analizą i kwantyfikacją ryzyka kredytowego, to, umówmy się, raczej nie należy mówić o sekurytyzacji (**Jolanta Zombirt, UJ**). Jedynie w szczególnych przypadkach możemy mówić o sekurytyzacji pomijając stratyfikację ryzyka. BPH przygotowując sekurytyzację (**P. Karnkowski**) korzystał z piętnastoletnich doświadczeń Grupy HVB, która sekurytyzowała Singapur, Turcję, karty kredytowe, a teraz bardzo aktywnie wykorzystuje swoje umiejętności na rynku rosyjskim. Również definicję sekurytyzacji BPH przejął od Grupy HVB. To prawda, że definicja powstała wiele lat temu, ale do dzisiaj nikt nie wymyślił niczego lepszego.

Prace nad sekurytyzacją w Polsce rozpoczęły się w 1998 r. Niestety proponowane przez ekspertów rozwiązania często niweczyła obróbka na kolejnych etapach prac nad projektem ustaw. W praktyce na podstawie obowiązującego prawa bankowego nie da się przeprowadzić sekurytyzacji, natomiast fundusz sekurytyzacyjny przeprowadza transakcję, która *de facto* nie jest sekurytyzacją, lecz najwykleszą sprzedażą, tyle tylko, że sympatyczną podatkowo (**J. Zombirt**). Złe rozumienie sekurytyza-

cji rozprzestrzenia się. Przykładowo sekurytyzuje się długi szpitali. Ewidentnie komuś pomylił się subiekt z obiektem, bo to inicjator powinien sekurytyzować swoje aktywa, a nie dłużnik.

Na łamach ogólnopolskich dzienników sekurytyzacja zaczęła być reklamowana jako nowość i przebój ostatnich miesięcy na rynku windykacyjnym pod hasłem „dług Kowalskiego kupi jego sąsiad”. Największy bank detalista PKO BP sprzedał część swoich wierzytelności funduszowi sekurytyzacyjnemu. Dlaczego funduszowi sekurytyzacyjnemu a nie windykatorom? Bank sekurytyzując trudne wierzytelności korzysta z przywileju ochronnej tarczy podatkowej (**P. Majka, PKO BP**), czego nie umożliwia mu bezpośrednio sprzedaż wierzytelności windykatorowi.

Niezwykle ważnym elementem procesu sekurytyzacji jest memorandum informacyjne. Im ładniej zapakujemy towar, który mamy do sprzedania, tym szybciej znajdziemy nabywcę. Opakowanie ma znaczenie marketingowe. Podstawowe znaczenie ma natomiast towar, który znajduje się w środku (**P. Majka**). Potencjalny nabywca musi mieć możliwość zapoznania się z podstawowymi informacjami o sprzedawanym portfelu, czyli jaka jest liczba, średnia wartość wierzytelności, jakiego rodzaju są to wierzytelności (kredyty detaliczne, samochodowe, hipoteczne, debety itp.). Bardzo ważny jest również sposób zabezpieczenia oferowanych do sprzedaży wierzytelności. W końcu właśnie zabezpieczenia gwarantują nabywcy odzyskanie pieniędzy wyłożonych na zakup wierzytelności oraz stanowią gwarancję marży. Stąd w memorandum PKO BP znalazły się informacje o rodzajach zabezpieczeń i ich jakości i czy zostały przez bank zrealizowane. Równie ważny jest okres przedawnienia sekurytyzowanych wierzytelności, co koniecznie trzeba uwzględnić przy wycenie oferowanego portfela. Oferowane przez PKO BP wierzytelności były uszeregowane według expiracji terminów spłaty wierzytelności. To również ułatwiło inwestorowi zorientowanie się w sprzedawanych przez bank wierzytelnościach. W memorandum dotyczącym przygotowywanej sekurytyzacji wierzytelności korporacyjnych PKO BP zamieścił aż 37 różnych informacji.

Inną innowacją wprowadzoną przez PKO BP było wyznaczenie *cut of day* (data graniczna). Bank sekurytyzował kredyty stracone. Trudno więc zrozumieć zasadność stosowania *cut of day*. Jeśli kredyt jest stracony, to skąd mowa o pożytkach? Dlaczego trzeba było się nimi dzielić? Po co bank wyznaczył *cut of day*? Posłużmy się osią współrzędnych (**P. Majka**). Zaznaczmy na niej dzień podjęcia przez bank decyzji o zamiarze sprzedaży wierzytelności (i dla uproszczenia: jednocześnie jest to dzień, w którym został określony portfel, który będzie podlegał sprzedaży). Jest to dzień opracowania memorandum informacyjnego, czyli właśnie tego wyznaczonego dnia bank przekazuje inwestorom informację o portfelu. Później, przyjmijmy że po dwóch tygodniach, kończy się badanie *due diligence* (DD) – w sensie dosłownym oznacza przeprowadzenie badania (dochodzenia) z należytą starannością, czyli analiza stanu firmy, służąca wszechstronnej weryfikacji działalności podmiotu-kandydata do nabycia oraz ustaleniu jego ostatecznej wyceny jako podstawy do negocjacji. Pierwszego dnia odznaczonego na osi współrzędnych nabywca uzyskuje informacje o portfelu. Potem jest okres na złożenie oferty. Po złożeniu oferty jest ustawowo określony czas na zawiadomienie dłużnika o zamiarze sprzedaży wierzytelności przez bank konkretnemu funduszowi sekurytyzacyjnemu. Od tego dnia musi minąć kolejne 30 dni na ewentualną spłatę przez dłużnika. I dopiero po tym terminie możliwe jest zawarcie transakcji z funduszem sekurytyzacyjnym, czyli podpisanie umowy. Potrzebny jest też czas na przeniesienie wierzytelności, czyli dzień zapłaty przez nabywcę za sekurytyzowane wierzytelności. A więc w trakcie procesu sekurytyzacji można wyodrębnić kilka dat. Wierzytelności podlegają zmianom. Część zostaje w czasie procesu sekurytyzacji spłacona przez dłużników. Część

wierzytelności jest w obsłudze komornika. A więc wierzytelności „pracują”, są źródłem wpływów. W procesie sekurytyzacji powstaje więc pytanie: Komu te wpływy mają przyspaść – bankowi czy nabywcy? Jak mają być rozliczane pomiędzy strony uczestniczące w sekurytyzacji? W chwili rozpoczęcia badania DD oferta jest konstruowana, po jakimś czasie otrzymuje ją bank, a wpływy odnotowujemy przez cały okres procesu sekurytyzacyjnego. Nabywca jest więc zainteresowany uwzględnieniem w oferowanej cenie portfela wpływów z sekurytyzacji wierzytelności. Większość firm przystępujących do sekurytyzacji przekonywała PKO BP, że standardem na Zachodzie jest to, że wpływy po dniu DD zmniejszają cenę nabycia oferowanego portfela. PKO BP postanowił zreformować zachodnie rozwiązania i w trakcie procesu sekurytyzacji podzielić wpływy między bank a nabywcę. Wpływy zbytnio nie obniżyły ceny oferowanego portfela. Określenie więc *cut of day* okazało się dla banku istotne.

PKO BP zastosował również rękojmię w sekurytyzacji. Dlaczego? PKO BP jako zbywca nie mógł wziąć (i nadal nie może) odpowiedzialności za coś, co nie istnieje. Przykładowo, w księdze banku zapisana jest wierzytelność, bank, w dobrej wierze, sprzedaje wierzytelność twierdząc, że ona istnieje, a po czasie okazuje się, że posiadała ona takie wady prawne, które skutkowały nieważnością wierzytelności. Wyłącznie do takich sytuacji odnoszą się zapisy rękojmi stosowanej przy transakcjach sekurytyzacyjnych PKO BP. Dotychczas inwestorzy transakcji sekurytyzacyjnych PKO BP w ogóle nie korzystali z rękojmi.

Z punktu widzenia prawa wszystkie wpływy do dnia przejęcia wierzytelności należą do banku – inicjatora sekurytyzacji, po tym dniu do ich nabywcy (**A. Wysokiński, Dewey Ballantine**). Problem polega na tym, że nabywca swoją cenę za portfel kalkuluje według wcześniejszej wiedzy. Teoretycznie między dniem podjęcia decyzji przez bank o sprzedaży wierzytelności a *due diligence* wierzytelność może wygasnąć, bo może zostać całkowicie spłacona. Z punktu prawnego mamy dwa rozwiązania. Bank sprzedał wierzytelność nieistniejącą, czyli z tytułu rękojmi odpowiada za wady prawne, albo musi oddać pieniądze w ramach rozliczenia ceny oferowanego portfela. Stąd problem *cut of day*.

Fundusz sekurytyzacyjny jest funduszem zamkniętym, który oferuje certyfikaty inwestycyjne w ofercie niepublicznej. Jaki jest zakres kontroli KPWiG nad takim funduszem? W stosunku do funduszu, który jest konstruowany jako fundusz czysto prywatny (przeprowadza jedną transakcję, kieruje emisją do wybranej grupy inwestorów, a często nawet do jednego inwestora), KPWiG w zasadzie nie powinna mieć żadnych uprawnień nadzorczych, ponieważ w takich transakcjach nie ma żadnego interesu publicznego, który wymagałby ochrony przez nadzór KPWiG (**A. Wysokiński**). Natomiast z prawnego punktu widzenia Komisja ma pełne uprawnienia nadzorcze takie, jak wobec każdego funduszu inwestycyjnego, nawet typowego funduszu otwartego. Doświadczeń nie ma. Nie wiadomo jak dalece Komisja będzie ingerować i na czym będzie polegał jej nadzór nad tego typu funduszami. Na razie znamy jedynie praktykę tworzenia tego rodzaju podmiotów. Istota polega na tym, że Komisja zaprasza na spotkania, sprawdza statut funduszu, w praktyce głównie, jak się wydaje, zainteresowana jest kwestią wyceniania aktywów funduszu i dość istotną uwagę zwraca na kwestię tajemnicy zawodowej. Problem tajemnicy zawodowej wraca ponownie w postępowaniu przed Komisją, które musi wszcząć podmiot ubiegający się o zezwolenie na obsługę wierzytelności. W Komisji musi zostać złożona pełna dokumentacja i KPWiG, jak się wydaje, z formalnego punktu widzenia w praktyce, jak na razie, jest zainteresowana tym, aby informacje objęte zakresem tajemnicy zawodowej były jak najlepiej chronione.



## Przyszłość sekurytyzacji w Polsce

BPH przeprowadził kilka wewnętrznych analiz wykonania sekurytyzacji. Wnioski z tych analiz przedstawia referat P. Karnkowskiego (str 19 – przyp. red.). Nie można jednak pominąć fundamentalnych zagadnień, które pojawiły się w trakcie sporządzania analiz (**T. Mirończuk, BPH**). Bank wówczas będzie rozważał sens sekurytyzacji, jeśli wystąpi chociaż jeden z czynników: potrzeba podniesienia adekwatności kapitałowej lub/i poprawa płynności. Banki działające w Polsce mają nadpłynność finansową, NUK jeszcze zwiększy ten stan. Od ubiegłego roku nadpłynność systemu bankowego gwałtownie przyrasta i dopóki fundusze unijne będą płynęły do kraju, dopóty nadpłynność będzie się zwiększała. Mimo potencjalnej atrakcyjności cenowej sekurytyzacji, bankom trudno znaleźć motywację do jej przeprowadzania. Wydaje się, że banki nie mają takiej potrzeby, a dodatkowo – regulator nie pozwala na przeprowadzanie sekurytyzacji. Adekwatność kapitałowa jest przecież trzymana na bardzo wysokim poziomie i nie widać kroków zmierzających do obniżenia nadpłynności sektora bankowego.

Wydaje się, że raczej należałoby się skoncentrować na sekurytyzacji różnych niebankowych należności, w procesie której banki występowałyby w roli aranżera. Pełniłyby one funkcję serwisu przedsiębiorstw, szczególnie charakteryzujących się nadmiernym ryzykiem. Przykładowo można rozważać sekurytyzację wpływów z biletów PKP (umożliwiająca sfinansowanie kolejowych inwestycji), sekurytyzację wpływów z autostrad. Wydaje się, że warto przedyskutować możliwość świadczenia przez banki usług na rzecz klientów, którzy mają słabą jakość kredytową, ale ich przepływy finansowe mogą być dobrą bazą do finansowania ich za pomocą instrumentów sekurytyzacyjnych.

Rzeczywiście ze strony banków nie ma w tej chwili popytu na sekurytyzację bankowych kredytów hipotecznych. I na pewno w najbliższym popyt nie wystąpi (**P. Cyburt**). Kredyty hipoteczne w sektorze bankowym to jedynie około 4% PKB. W Niemczech, czy Francji wskaźnik ten waha się od 70 do 80%. Dużo czasu trzeba, aby regulatorzy zaczęli wywierać naciski na sektor bankowy. Zainteresowanie sekurytyzacją, w jakieś mierze, spowodowali zagraniczni inwestorzy, którzy liczyli, że sekurytyzacja może się stać ciekawym produktem, na którym będą mogli zarobić. Można pokusić się o porównanie z początkami bankowości hipotecznej w Polsce. Początkowo banki hipoteczne cieszyły się ogromnym zainteresowaniem, a pod ich adresem formułowano wiele oczekiwań. Dzisiaj problem z bankami hipotecznymi jest taki sam jak z sekurytyzacją. Duże banki uniwersalne nie zgłaszają popytu ani na sekurytyzację długoterminowych aktywów (by emitować długoterminowe instrumenty), ani na banki hipoteczne. Dwa duże banki hipoteczne działające w Polsce BRE Bank Hipoteczny i BPH Bank Hipoteczny znalazły swego rodzaju niszę rynkową, która pokazuje, że można działać efektywnie i przynosić całkiem przyzwoity zysk. Ale nie są to banki używane do refinansowania kredytów hipotecznych. Pewnie dlatego, że model polskiej bankowości ciągle ewoluuje, nie zakończyło się kształtowanie modelu bankowości hipotecznej. Problemem sekurytyzacji jest również bałagan w uregulowaniach prawnych i podatkowych. Uczestnicy rynku kapitałowego powinni się więc skupić na doprowadzeniu do spójności regulacji. Uporządkowanie regulacji jest konieczne, jeśli banki mają oferować usługi sekurytyzacyjne innym podmiotom. Sekurytyzacja pozwala uwolnić zamrożony kapitał albo przyspieszyć pożytki z należności. Ten sam mechanizm występuje w działaniu banku hipotecznego, który w pewien sposób refinansuje czynsze, które są przeznaczone na spłatę kredytu dla deweloperów czy inwestorów rynku nieruchomości.

Sekurytyzację zabijają takie drobne szczegóły jak na przykład brak możliwości obejmowania papierów emitowanych na podstawie wcześniej wykreowanych przez bank aktywach, przyjmowanie transzy na pierwszą stratę itp. (**J. Zombirt**). Jeśli bariery zostałyby usunięte, to, jak się wydaje, sekurytyzacją zainteresowane byłyby jedynie banki potrzebujące płynności, czyli banki mniejsze. Te jednak musiałyby działać wspólnie – stworzyć jeden portfel, aby zachować sens ekonomiczny transakcji. A to dzisiaj nie jest możliwe.

Jak głęboki może być rynek sekurytyzacyjnych inwestorów? Zdaniem ekspertów rynek inwestorów na należności zagrożone (NPL) jest olbrzymi. Zainteresowane nimi są przede wszystkim zagraniczne fundusze inwestycyjne. W przypadku sekurytyzacji portfela oferowane przez PKO BP uczestnictwo polskich firm sprowadzało się jedynie do roli serwiserów, czyli dużych firm windykacyjnych.

Na świecie jest coraz mniej emisji, co jest wynikiem nadmiaru płynności (**P. Karnkowski**), czego potwierdzeniem ubiegłoroczna emisja obligacji przez BPH (o wartości 1 mld euro). Transza grudniowa była o 4 pkt. bazowe korzystniejsza od majowej, co świadczy o ogromnym popycie na każdy papier, który pojawi się w naszym regionie.

Sekurytyzacja aktywów bankowych była tematem 82. seminarium BRE-CASE. Seminarium zorganizowała Fundacja CASE we współpracy z BRE Bankiem SA w ramach stałego cyklu spotkań panelowych. Seminarium odbyło się w Warszawie, w styczniu 2006 r.

Organizatorzy zaprosili do wygłoszenia referatów: Przemysława Majkę, dyrektora Centrum Restrukturyzacji i Windykacji PKO BP SA; Piotra Cyburta, prezesa BRE Banku Hipotecznego SA; Piotra Karnkowskiego, dyrektora Departamentu Zarządzania Aktywami i Pasywami BPH SA oraz Andrzeja Wysokińskiego, partnera w Dewey Ballantine Grzesiak sp. k.

## **Bibliografia:**

- Waszkiewicz, A. (2004), „Papierowe” bogactwo sekurytyzacji, w: *Bank i Kredyt*, nr 4.  
Reksa, Ł. (2004), Sekurytyzacja wiarygodności na rynkach międzynarodowych, w: *Bank i Kredyt*, nr 2.  
<http://bossa.pl/analizy>  
<http://www.bankier.pl>  
<http://www.money.pl>  
<http://www.centrumwiedzy.edu.pl>  
<http://gospodarka.gazeta.pl>  
<http://www.pwc.com/pl>  
<http://www.bankier.pl>  
<http://cfo.cxo.pl>

## Sekurytyzacja wierzytelności trudnych

**P**KO BP, jako pierwszy na polskim rynku, dokonał sekurytyzacji części portfela wierzytelności trudnych.

Kwestią kluczową dla banku rozważającego tego typu przedsięwzięcie jest odpowiedź na pytanie, czym sekurytyzacja ma być i co ma jej podlegać. Celem nadrzędnym Centrum Restrukturyzacji i Windykacji PKO BP SA było skorzystanie z możliwości, jakie daje ustawa o funduszach inwestycyjnych, a przez to zmniejszenie liczby i wartości zarządzanego portfela wierzytelności trudnych.

Przygotowania do przedsięwzięcia rozpoczęły się krótko po wejściu w życie w lipcu 2004 r. ustawy o funduszach inwestycyjnych. Pierwsze zadanie polegało na wyselekcjonowaniu portfela podlegającego sprzedaży, czyli określeniu kryteriów, jakie muszą spełniać poszczególne

wierzytelności, które chcieliśmy zakwalifikować do sprzedaży.

Banki do czasu wejścia w życie ustawy o funduszach sporadycznie korzystały z instrumentów zmierzających do portfelowej cesji wierzytelności. Na przestrzeni ostatnich lat w PKO BP (jak i w innych bankach) przyrastały wierzytelności nieregularne o dość długim okresie niespłacalności. Założyliśmy, że porządkowanie portfela należy rozpocząć od tych najstarszych wierzytelności.

### **Przetarg**

Zarządzanie wierzytelnościami detalicznymi o jednostkowych niedużych kwotach jest nieopłacalne dla banku ze względu m.in. na koszty utrzymania służb windykacyjnych, koszty proce-

sów sądowych itp. Założyliśmy więc, że właśnie detal będzie obszarem, który dostarczy produktu do sprzedaży.

Został wyselekcjonowany portfel kilkudziesięciu tysięcy wierzytelności. Portfel został podzielony na dwie zasadnicze części: część, która wówczas funkcjonowała w bilansie banku i część portfela już wyprowadzona poza bilans banku, czyli wierzytelności uznane za nieściągalne.

Równolegle prowadziliśmy rozpoznanie rynku potencjalnych inwestorów. W chwili zakończenia selekcjonowania portfela można było natychmiast wysłać do wybranych firm zaproszenie do składania zapotrzebowania informacyjnego na oferowany przez bank do sprzedaży portfel. Celem zaproszenia było przygotowanie takiego memorandum informacyjnego o portfelu, które umożliwi potencjalnemu nabywcy odpowiedzenie na zasadnicze pytanie – o wartość oferowanego portfela. Bank wyznaczył termin na składanie zapotrzebowań. Na podstawie zgłoszeń została sporządzona lista potencjalnych inwestorów. Informacje o portfelu zostały zaprezentowane, syntetycznie, nabywcom. Oprócz udostępnienia tych informacji, dodatkowo zaproponowano uczestniczenie oferentom w procesie prawnego i ekonomicznego badania portfela, oczywiście, na wybranej próbie wierzytelności, bo trudno wyobrazić sobie, aby nabywcy mogli jednostkowo przebadать kilkadziesiąt tysięcy wierzytelności. Istotne jest to, że oferenci mieli wpływ na to, jak ta próba ma wyglądać.

Formułą obowiązującą przy wyborze inwestora do sekurytyzacji wierzytelności trudnych był

przetarg, czyli wszystkie zaproszone firmy były uprzedzone, że na końcu postępowania sekurytyzacyjnego zostanie dokonany wybór dwóch–czterech firm, które znajdą się na tzw. krótkiej liście potencjalnych nabywców. Spośród tych czterech firm został wybrany nabywca. Przetarg był ustny. Ceną wywoławczą przetargu była najwyższa zaoferowana w złożonych na piśmie ofertach.

Przyjęta procedura postępowania: pisemne oferty oraz przetarg ustny budziły początkowo zdziwienie. Uważano, że niepotrzebnie przedłuża proces sekurytyzacji. Jak się okazało, niesłusznie. Dlaczego? Najwyższa złożona pisemnie oferta w ramach ustnej licytacji została zwiększona o 50%. Przetarg ustny odbył się w obecności notariusza. Uczestnicy przetargu złożyli oświadczenia, że nie wnoszą żadnych zastrzeżeń do trybu przeprowadzonego przetargu, co wykluczało składanie jakichkolwiek reklamacji.

## **Negocjowanie warunków umowy**

Po rozstrzygnięciu przetargu przystąpiliśmy do o wiele trudniejszej części, jak się okazało, całego procesu, czyli negocjowania warunków umowy sprzedaży. Brakowało doświadczenia jak przeprowadzić tę transakcję. Nikt przed nami takiej transakcji na polskim rynku nie przeprowadzał. Jeszcze rok temu trwały dyskusje o ochronie danych osobowych, dyskusje o w ogóle prawnej skuteczności możliwości przenoszenia wierzytelności bankowych, mimo dość jednoznacznych, jak by się wydawało, zapisów ustawowych np. ustawy Prawo bankowe. Były rów-

niez wątpliwości natury podatkowej. Tych ostatnich bank PKO BP nie miał, ponieważ z właściwego urzędu skarbowego uzyskał wiążącą interpretację w zakresie VAT-u, podatku od czynności cywilnoprawnych, podatku dochodowego od osób prawnych (koszty uzyskania przychodu, strata na sprzedaży).

Najdłużej trwało oczekiwanie na rejestrację przez zwycięzcę przetargu funduszu sekurytyzacyjnego, ponieważ w dniu wygrania przetargu nie miał takiej rejestracji, a jedynie zgodę Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG) na utworzenie funduszu. Równie dużo czasu wymagało wynegocjowanie warunków umowy sprzedaży.

Największym problemem było określenie *cut of day*, czyli dnia, od którego wpływy (jakie bank będzie uzyskiwał z wierzytelności, które zamierza w przyszłości sprzedać) mają przypaść nabywcy, a nie bankowi. Drugą kwestią, długo negocjonowaną było określenie okresu i zakresu reklamacji, czyli czy po podpisaniu umowy i po cesji wierzytelności nabywca ma prawo reklamować towar, który nabył, czy też nie. Jeśli tak, to na jakich warunkach i w jakim czasie.

Negocjacje z kontrahentem trwały długo. Nabywca zainteresowany był zbiem ceny poprzez określenie *cut of day*. Udało się uzyskać kompromis. Kompromis polegał na wzajemnych ustępstwach – fundusz sekurytyzacyjny i bank zrezygnowały z części swoich wpływów.

Wyznaczając *cut of day* przyjęliśmy zasadę częściowego dzielenia się wpływami z nabywcą.

Część wpływów według określonego mechanizmu była zatrzymywana przez bank i nie wpływała na obniżenie ceny, i odwrotnie – część obniżała cenę w różnych formułach. W zależności od tego na jakie wierzytelności były wpływy albo 100% wpływów obniżało w kwocie nominalnej wartość wpływów, albo były korygowane uzgodnionym współczynnikiem.

Dyskutowaną kwestią były również reklamacje. Początkowo fundusz sekurytyzacyjny chciał mieć prawo reklamacji przez pełny okres zarządzania portfelem. Bank takim rozwiązaniem, co rozumiałe, nie był zainteresowany. PKO BP oczekiwał określenia momentu, do którego będzie ponosił odpowiedzialność z tytułu scedowanych wierzytelności. Negocjacje zakończyły się określeniem okresu reklamacji na 12 miesięcy. Po tym okresie fundusz nie może podnosić żadnych wad prawnych zakupionej wierzytelności. Nawet gdyby się okazało, że po okresie gwarancji wierzytelność nie istnieje, to funduszowi nie przysługiwałoby żadne odszkodowanie. Odpowiedzialność zbywcy portfela została ograniczona tylko i wyłącznie do wad prawnych i to do takich, które uniemożliwiają prowadzenie skutecznej windykacji przez serwisera, którego wynajął nabywca do obsługi portfela, a nie do innych wad prawnych np. istnienia czy nie poszczególnych zabezpieczeń. Nabywcy przysługuje prawo zwrócenia się do banku z roszczeniem, jeśli wykaże, że wada prawna, która jest związana z daną wierzytelnością uniemożliwia prowadzenie jakiegokolwiek windykacji tej należności.

Wydaje się, że dość korzystnie dla banku udało się wynegocjować tę klauzulę.

Istotną kwestią w negocjacjach był również moment cesji wierzytelności i przekazania dokumentów. Jako zasadę niezmienną i absolutnie nie podlegającą żadnym negocjacjom przyjęliśmy zasadę, że portfel przechodzi na nabywcę z dniem wpłacenia uzgodnionej należności za wierzytelność. Z rachunkowego punktu widzenia w banku nie można utrzymywać dwóch aktywów, co by się stało w momencie zapłacenia należności za wierzytelność przez nabywcę i pozostawianiu należności własnością banku.

Czym innym jest natomiast przekazanie dokumentacji. Okres przekazania dokumentacji został podzielony na dwie części, a jedna z nich ma dodatkowo własne terminy. W pierwszej kolejności przekazywana dokumentacja dotyczyła tych wierzytelności, które zabezpieczone były zastawem rejestrowym lub hipoteką; wierzytelność zabezpieczona hipoteką nie może przejść bez hipoteki, a wręcz odwrotnie – przejście hipoteki skutkuje przejściem wierzytelności. Uzgodniono, że przekazanie dokumentacji nastąpi w ciągu 2 tygodni po zapłaceniu należności przez nabywcę. Pozostałe dokumenty przekazywane są nabywcom w okresie trzech miesięcy od dnia zawarcia umowy.

Dyskusja dotyczyła rodzaju dokumentów, które mają zostać przekazane nabywcy. Z punktu widzenia banku dyskusja była nieistotna. Bank z teczek windykacyjnych mógł wybrać dokumenty, którymi zainteresowany był nabywca lub przekazać całość teczek. Bank zaproponował nabywcy przejęcie całości dokumentacji. Nabywca się bardzo ucieszył, dopóki przed siedzibę jego serwisa nie zajechały ciężarówki z dokumentacją.

PKO BP przygotowuje się do następnej sekurytyzacji, tym razem wierzytelności korporacyjnych a w planach na bieżący rok ma kolejną transakcję w obszarze detalicznym. Zmienia nieco procedurę postępowania. Z góry określiliśmy część klauzul, które w późniejszej umowie cesji znajdują się jako niezmiennie, nie podlegające negocjacjom. Nabywca zanim przystąpi do przetargu, sam musi wycenić ryzyko klauzul i odnieść się do niego w ofercie.

## Sekurytyzacja bankowych kredytów hipotecznych

W ostatnich miesiącach dosyć żywo dyskutowane było ryzyko portfeli kredytów mieszkaniowych, których udział dosyć szybko rośnie w strukturze bankowych aktywów. To ryzyko nie polega jedynie na ryzyku walutowym, o którym tak często ostatnio mówiono, ale wiąże się także z ryzykiem refinansowania. Kredyty hipoteczne są refinansowane przede wszystkim krótkimi depozytami i dodatkowo są kredytami walutowymi.

Z doświadczeń innych krajów trudno wyciągnąć jednoznaczny wniosek co do tego, jakie znaczenie ma sekurytyzacja w refinansowaniu portfeli kredytów hipotecznych. W krajach Unii Europejskiej sekurytyzacja aktywów kredytów hipotecznych dla osób prywatnych w refinansowaniu ogółem portfeli kredytów hipotecznych wynosi ok. 8%, większość, bo aż 70% to depozyty, 15% to listy zastawne, reszta portfeli jest refinansowana z kapitału banku.

Niemcy i Dania są przykładowymi krajami, w których w praktyce instrumenty sekurytyzacyjne (zwłaszcza w Danii) nie istnieją. W Niemczech odnotowano kilka pojedynczych transakcji tego typu. W obydwu krajach listy zastawne, główny konkurent sekurytyzacji, stanowią odpowiednio aż 80 i 93% refinansowania portfeli kredytów hipotecznych, natomiast depozyty odpowiednio w Niemczech – 13% a w Danii tylko 2%. Widać, że struktura bilansów w bankach obu krajów jest dopasowana zarówno pod względem waluty, jak i okresu zapadalności kredytów hipotecznych, a z drugiej strony – źródeł refinansowania.

Na przeciwnym biegunie znajdują się Francja i Wielka Brytania. We Francji depozyty stanowią aż 90% refinansowania portfeli kredytów hipotecznych, a w Wielkiej Brytanii – 80%, odpowiednio w obu krajach transakcje typu RMBS

(*Residential Mortgage Backed Securities*) stanowią 3% we Francji i 13% w Wielkiej Brytanii, przy czym w tym ostatnim kraju w ciągu trzech, czterech lat miało miejsce kilka większych transakcji sekurytyzacyjnych.

W Polsce w 2005 r. portfel bankowych kredytów hipotecznych osiągnął, jak się szacuje, kwotę ponad 60 mld zł. Kredyty są refinansowane przez listy zastawne tylko w wysokości 1,5 mld zł, pozostałe refinansowanie to przede wszystkim depozyty i, jak w przypadku BRE Hipotecznego, BPH czy Kredyt Banku, pożyczki w euro zaciągane na międzynarodowym rynku bądź u akcjonariuszy. Wydaje się, że niezależnie od wielkości zewnętrznych funduszy (zaciągniętych we frankach szwajcarskich), 90% pozostałych środków będą stanowiły depozyty krótko- a rzadziej średnioterminowe.

## **Sekuratyżacja kiedy i dla kogo?**

Polski rynek międzybankowy jest rynkiem nadpłynnym. Trudno więc oczekiwać, że przykładowo PKO BP, BPH czy Pekao chciały sięgać po sekurytyzację zdrowych aktywów bankowych.

Wszystkie banki działające w Polsce są, jak na razie, nawet za dobrze skapitalizowane i, jak się wydaje, nie do końca wykorzystują swój kapitał w sposób najbardziej efektywny. Wydatnie „pomaga” im w tym Skarb Państwa, bo wiele łatwiej jest kupować dług państwa niż angażować się w bardziej trudne i ryzykowne przedsięwzięcia. Trudno więc zakładać, że banki w najbliższych latach będą sięgać po sekurytyzację, rów-

niez i z tego powodu, że mając tanie depozyty, kredyty hipoteczne będą nadal najbardziej zyskowe, albo należącymi do grupy najbardziej zyskowych produktów gwarantujących wysokie marże. Niewątpliwie w najbliższych latach zapewne utrzymają się w bankowości również wysokie współczynniki wypłacalności.

Niemniej potrzeba transakcji sekurytyzacyjnych może się ujawnić, ale w grupie mniejszych banków, które mają inną strukturę refinansowania, w mniejszym stopniu uzależnioną od depozytów ludności, czyli takich banków jak BRE Bank, Millennium, Kredyt Bank. Chociaż należy zapytać czy te banki aby na pewno w pierwszej kolejności sięgną po sekurytyzację, czy też raczej będą zaciągały trzy- czy pięcioletnie pożyczki we frankach szwajcarskich lub euro na międzynarodowym rynku. Mogą również wyemitować euroobligacje lub papiery dłużne w ramach programów MTN /medium term notes/ Wydaje się, że alternatywne instrumenty będą tańsze niż transakcje sekurytyzacyjne.

## **Warunki sekurytyzacji**

Co może zdeterminować banki do zainteresowania się transakcjami sekurytyzacyjnymi? O zainteresowaniu mogą zadecydować zmienione przepisy prawne (referat A. Wysokińskiego na str. 27 – przyp. red.), podatkowe i kwestie ekonomiczne.

Problemy podatkowe to przede wszystkim opłaty skarbowe. Dopóki nie zostaną rozwiązane, dopóty transakcje sekurytyzacyjne będą nieopłacalne.



Rozpatrując uwarunkowania ekonomiczne warto zwrócić uwagę na dwie kwestie. Każdy z potencjalnych inwestorów, czy banków inwestycyjnych organizujących sekurytyzację w przypadku dobrego portfela kredytów hipotecznych przede wszystkim weźmie pod uwagę standaryzację portfela. Będzie się przyglądał polityce kredytowej stosowanej wobec klientów, jakie są zabezpieczenia, czy są ustanowione, i wreszcie, co prawdopodobnie jest kwestią najważniejszą – w jaki sposób była przeprowadzana wycena aktywów sekurytyzacyjnych, kto jej dokonał i czy była weryfikowana. Elementy szczególnego zainteresowania potencjalnych nabywców mogą być przez bank sprawdzone, portfel skonstruowany i wystawiony na sprzedaż. Należy jednak zadać pytanie o koszty tego przedsięwzięcia. Sekurytyzować można wszystko. Ostatnio lotnisko w Rzymie sekurytyzowało opłaty lotniskowe w dwudziestoletnim okresie. Najpierw jednak należy policzyć ile sekurytyzacja będzie kosztowała.

Wydaje się, że w najbliższych czterech, pięciu lat nie ma możliwości, aby sekurytyzacja, mimo stworzenia warunków prawnych i podatkowych była na dużą skalę (w szczególności dla dużych banków działających w Polsce) bardziej opłacalna niż standardowe finansowanie, bądź refinansowanie oparte na długu pozyskiwanym z międzynarodowego rynku. Przede wszystkim ze względu na koszty, jak również ze względu na przesłanki istniejące w samym banku, a więc fakt, że kredyty hipoteczne są bardzo zyskowne, banki mają nadpłynność, nie muszą się pozbywać swoich portfeli ze względów kapitałowych. Co więcej w 2007 r. wchodzi w życie Nowa umowa kapitałowa. Szacuje się, że uwolni ona kapitał

dzisiaj zaangażowany w działalność kredytową. Banki będą miały jeszcze więcej wolnego kapitału, aby finansować swoją działalność kredytową.

Reasumując, w najbliższym czasie duże banki hipoteczne sporadycznie będą wykorzystywały sekurytyzację, ale pod warunkiem, że zostaną stworzone do tego podatkowe i prawne przesłanki, których dzisiaj nie ma. Stworzenie zachęcających do sekurytyzacji przepisów wymaga zmiany co najmniej kilkunastu ustaw. Wydaje się, że należy zabiegać o ich zmianę, lobbować na rzecz ich powstania, bo powinno nam zależeć, aby na rynku były dostępne różne instrumenty, które każdy bank, w zależności od sytuacji, mógłby w określonym momencie wykorzystać.



## Sekurytyzacja aktywów bankowych

Sekurytyzacja w ostatnich latach stała się terminem niezwykle popularnym. Liczne publikacje, artykuły prasowe, seminaria i konferencje, a przede wszystkim działania podmiotów finansowych funkcjonujących na rynku (czego najlepszym przykładem udana transakcja PKO BP w przypadku wierzytelności straconych) przyczyniły się do wzrostu świadomości i wiedzy systemu finansowego na temat sekurytyzacji. Dowodem na zwiększające się zainteresowanie sekurytyzacją i jej rozpowszechnieniem w środowisku jest chociażby fakt, że nauczono się poprawnie wymawiać niełatwą nazwę terminu.

Czym jest sekurytyzacja? Jest to złożony proces, mechanizm lub w najprostszych przypadkach – pojedyncza transakcja, które służą zamianie aktywów bankowych na papiery wartościowe emitowane przez spółkę celową lub jednostki uczestnictwa, jeśli bank korzysta z usług fundu-

szu sekurytyzacyjnego. Sekurytyzacja jest wyrafinowanym sposobem pożyczania pieniędzy lub optymalizacji adekwatności kapitałowej lub obydwojoma działaniami łącznie. W świetle wymagań nowej umowy kapitałowej (tzw. Bazylea II) sekurytyzacja znajduje się w grupie: ryzyko kredytowe. Postrzegana jest jako instrument, który służy głównie zmniejszeniu ryzyka kredytowego.

Transakcja sekurytyzacyjna (jej mechanizm) jest procesem skomplikowanym i wymagającym od instytucji, które ją przeprowadzają, ogromnego zaangażowania i współpracy wielu jednostek wewnątrz organizacji. Jest to proces generujący duże koszty nominalne. Koszty te związane są z utworzeniem spółek celowych, przygotowaniem odpowiednich struktur, zmianą infrastruktury banku czy wreszcie z kosztami wynajęcia specjalistów, którzy taką transakcję mogą dla banku przygotować i przeprowadzić. Przy czym podkre-

ślić należy, że im większa jest kwota emisji, tym bardziej ekonomiczna jest transakcja. Raz ustanowiony dla pierwszej transakcji mechanizm funkcjonuje podobnie dla następnych. Pracownicy banków działających w Polsce nie mają dostatecznej wiedzy, a przede wszystkim doświadczenia w sekurytyzacji aktywów bankowych. Takich transakcji polski system bankowy dotąd nie przeprowadzał i może się zdarzyć, że jeszcze długo nie przeprowadzi, jeśli problemy wynikające z niektórych mechanizmów systemu prawnego i podatkowego nie zostaną rozwiązane.

Jeśli z sekurytyzacją wiąże się tyle problemów, a jej przeprowadzenie generuje relatywnie duże koszty, to dlaczego banki miałyby być nią zainteresowane? Spróbujmy odpowiedzieć na tak postawione pytanie.

## Podstawowe cele sekurytyzacji

Jednym z podstawowych celów sekurytyzacji jest poprawa płynności banku przez:

- dywersyfikację źródeł finansowania i docieranie do nowego typu inwestorów;
- możliwość pozyskiwania dodatkowej płynności bez zmniejszania dostępnych dla banku linii kredytowych;
- możliwość dopasowania terminów zapadalności długoterminowych aktywów i pasywów przez emisję długoterminowych pasywów w formie papierów wartościowych, bądź jednostek uczestnictwa w funduszu sekurytyzacyjnym. Polskie

banki nie mają problemów z finansowaniem akcji kredytowej, jednak dynamiczny wzrost akcji kredytowej w segmencie długoterminowych kredytów hipotecznych i mieszkaniowych prowadzi do stałego powiększania się długoterminowej luki płynnościowej. To z kolei coraz bardziej istotny problem dla zarządzających stopą procentową i zarządzających ryzykiem płynnościowym banku. Dodatkowo problem zwiększającej się luki płynnościowej jest coraz częściej podkreślany przez regulatorów;

Drugim istotnym celem sekurytyzacji – a w świetle wymagań tzw. II umowy bazylejskiej najistotniejszym – jest optymalizacja zarządzania adekwatnością kapitałową, czyli zmniejszenie wymaganego kapitału regulacyjnego i podniesienie wskaźnika wypłacalności. To z kolei będzie łączyć się z rozwiązaniem rezerw celowych utworzonych na należności banku. Dodatkowo przez sekurytyzację można efektywnie zarządzać limitem koncentracji zmniejszając zaangażowanie banku wobec jednego podmiotu, grupy podmiotów, sektora, czy branży.

Sekurytyzacja może spełniać również cele *stricte* komercyjne. Najistotniejsze wydaje się być pozyskanie *know-how* i doświadczenia w oferowaniu sekurytyzacji klientom banku. Banki, które przeprowadzają sekurytyzację na własny rachunek będą miały znakomitą podstawę do tego, żeby ten produkt oferować swoim klientom. Równie istotne dla banku przeprowadzającego sekurytyzację jest podkreślenie innowacyjnego charakteru własnej instytucji.

Gdy bank nie jest zainteresowany przeprowadzeniem sekurytyzacji na własne potrzeby, to może w procesie sekurytyzacji wystąpić w roli inwesto-

ra, czyli końcowego nabywcy papierów czy jednostek uczestnictwa, które pojawią się w procesie dywersyfikując skład aktywów tego portfela.

## Sekurytyzacja – możliwości

Jeśli zamiarem banku jest pozyskanie nowych środków na finansowanie własnej działalności, sekurytyzacja oferuje nieograniczone źródło płynności. Dopóki bank generuje nowe kredyty, dopóty jest w stanie je sfinansować – i to nie angażując zobowiązań kredytowych banku jako całości, a jedynie przez wybrane klasy aktywów, które generuje. Transferowane do spółki kapitałowej, oddzielone od kredytowych portfeli banku własną jakością kredytową mogą stanowić zabezpieczenie papierów wartościowych wyemitowanych na ich podstawie. Środki pozyskane z emisji przekazywane są do banku, jako zapłata za transferowane aktywa, pomniejszone o marżę za finansowanie (*spread* kredytowy) i opłaty związane z administrowaniem kredytów. Mamy, więc do czynienia z samofinansującym się mechanizmem – kredyt generowany przez bank stanowi podstawę jego finansowania. Można sobie wyobrazić sytuację, w której sieć dystrybucji banku generująca kredyty dla klientów, innym klientom oferuje papiery wartościowe, które finansują udzielone kredyty

Jeśli zamiarem banku nie jest pozyskanie nowych środków, a podstawowym celem jest optymalizacja zarządzania ryzykiem kredytowym, zainicjowany mechanizm sekurytyzacyjny jest niezwykle efektywnym narzędziem do jego realizacji. Bank może stale generować aktywa bez konieczności zwiększania obciążeń kapitałowych

z tego tytułu transferując nowo generowane ryzyka do spółki celowej.

W zależności od realizowanej transakcji sekurytyzacyjnej bank może sprzedać własne aktywa, może sprzedać ekwiwalent ryzyka generowany przez sekurytyzowane aktywa albo sprzedać prawa do należności bądź ich części.

Sekurytyzacja umożliwia tańsze finansowanie – skąd ta teza?

Poszczególne klasy aktywów, które bank generuje mogą mieć lepszą jakość kredytową niż jakość kredytowa banku. W przypadku finansowaniu banku przez emisję własnych papierów na krajowym lub zagranicznym rynku dla inwestora zawsze najważniejsza jest wiarygodność kredytowa banku-emitententa jako całości. Na wiarygodność kredytową banku składają się pośrednie oceny składników jego portfeli oraz procesów związanych z funkcjonowaniem. Bank może posiadać portfele kredytów samochodowych i hipotecznych o dobrej jakości, ale słaba jakość aktywów bankowości korporacyjnej zdecydowanie obniża jego rating, w efekcie podnosząc koszty finansowania.

W przypadku transferu aktywów do spółki, dokonuje się tam proces zwany transzowaniem. Polega on na grupowaniu aktywów w transze odpowiadające jakości kredytowej danej grupy. Dla dobrego portfela aktywów podział ten wraz z odpowiadającym mu ratingiem (w kolejności od najlepszej do najgorszej transzy) może wyglądać następująco:

– transza nadrzędna (*senior note*), rating AA, od 70% do 80% emisji;

- transza podporządkowana (*subordinated note*), rating A, od 10% do 15%;
- transza (*mezzanine note*), rating BBB lub BB, od 1% do 3%;
- transza pierwszej straty (*equity note*), bez ratingu, od 1% do 2%.

Bank obejmuje papiery wartościowe wyemitowane na podstawie dwóch najniższych jakościowo transz, (choć coraz częściej pojawiają się inwestorzy zainteresowani transzą *mezzanine* akceptując jej wysokie ryzyko kredytowe w zamian za marżę, którą to ryzyko generuje) oferując inwestorom jedynie papiery wartościowe o ratingu AA i A. Ryzyko charakteryzujące się wysokim ratingiem cechuje wysokie bezpieczeństwo, stąd premia za ryzyko w ich przypadku nie jest wysoka (wykres na stronie 26). Transferując aktywa do spółki kapitałowej (podmiotu emisyjnego), oraz separując je od własnego ryzyka, emitując papiery wartościowe oparte na transzach o najlepszej jakości kredytowej bank może pozyskać finansowanie tańsze od wynikającego z oceny jego ryzyka kredytowego.

Aktywa i zobowiązania z tytułu wyemitowanych w ramach sekurytyzacji papierów wartościowych nie muszą sobie odpowiadać terminem zapadalności. W ramach sekurytyzacji dokonuje się emisji o terminach zapadalności od 2 do 5 lat. Oznacza to, że możliwa jest emisja pięcioletniego papieru wartościowego na podstawie kredytów samochodowych, które, przykładowo, mają trzyletni okres zapadalności. Jeśli funkcjonuje mechanizm podmioty kredytów między bankiem i spółką kapitałową po trzech latach, przy odpowiednim stopniu odnawiania się

umów kredytowych, bank przyjmuje z powrotem do własnego portfela zapadający kredyt, zaś na jego miejsce transferuje inny. Przy sprawnie funkcjonującym mechanizmie podmioty można efektywnie wykorzystywać kredyty np. sześciomiesięczne do zabezpieczania emisji dwu-, trzyletniej bądź dłuższej.

## Sekurytyzacja – realizacja

Sekurytyzację można przeprowadzić za pomocą spółki kapitałowej lub funduszu sekurytyzacyjnego. O wyborze podmiotu emisyjnego i o charakterze produktu końcowego decyduje bank w zależności od celu jaki chce osiągnąć, bądź docelowej grupy inwestorów, do której bank chce dotrzeć.

Dlaczego produkt końcowy jest tak istotną rzeczą dla sekurytyzacji? Jeśli bank zdecyduje się na sekurytyzację za pomocą funduszu sekurytyzacyjnego, to produktem końcowym będą jednostki uczestnictwa albo certyfikaty inwestycyjne. Jeśli bank będzie sekurytyzował za pomocą spółki celowej, produktem końcowym będą obligacje. Jednostki uczestnictwa czy certyfikaty inwestycyjne zawierają w sobie cechę *equity*, czyli prawa do kapitału, która to właściwość dla wielu inwestorów jest ograniczeniem przez istniejące limity inwestycyjne, obowiązujące regulacje, brak możliwości wcześniejszego zakończenia inwestycji, czy w końcu przez swoją ograniczoną dostępność. Dodatkowym ograniczeniem dla inwestorów jest najczęściej brak ratingu inwestycyjnego dla jednostek uczestnictwa, bądź certyfikatów inwestycyjnych. Sekurytyzacja wykorzystująca fundusz sekurytyzacyjny jest rozwiązaniem stosowanym w znacznie mniejszej skali niż emisja papierów

wartościowych bez prawa do kapitału. Obecnie powszechniejsze, uważane za bardziej efektywne, wystandaryzowane i wygodne dla inwestora jest rozwiązanie wykorzystujące jako podmiot emisyjny spółkę celową, którego produktem końcowym jest dłużny papier wartościowy.

Równie istotna, jak produkt końcowy jest jurysdykcja, w której spółka kapitałowa będzie emitować papiery wartościowe. Dokonując emisji za pomocą spółki krajowej można oczekiwać, że docelowymi inwestorami będą podmioty polskie, dla których emisja dokonana na podstawie prawa polskiego będzie postrzegana jako optymalna. Z kolei inwestorzy zagraniczni będą preferowali jurysdykcję znaną, przez nich uważaną za optymalną i co najważniejsze nie powodującą negatywnych skutków podatkowych. Obecnie dla polskich emitentów „przyjaznymi” jurysdykcjami są: Francja, Finlandia, Szwecja i Wielka Brytania, przy czym polscy emitenci lokują swoje spółki kapitałowe głównie we Francji i Wielkiej Brytanii.

W zależności od celów, jakie mają być zrealizowane można zdefiniować kilka rodzajów sekurytyzacji. W niniejszym opracowaniu proponowaną cechą wyróżniającą rodzaj sekurytyzacji jest relacja wielkości sumy bilansowej, wpływu na płynność i zmiany kapitału regulacyjnego.

Wyodrębniono trzy rodzaje sekurytyzacji:

- bilansową,
- pozabilansową (syntetyczną),
- sprzedaży definitywnej (*true sale*).

Sekurytyzacja bilansowa nie zmienia sumy bilansowej, ponieważ bank nie dokonuje cesji wierzytelności, a jedynie cesję należności bądź ich części. Transakcja skutkuje pozyskaniem przez bank nowej płynności i nie zmienia relacji klient-bank (klient w dalszym ciągu spłaca pozostałe należności do banku, który oryginalnie kredytu udzielił). Równie istotne i warte podkreślenia jest to, że bank zachowuje wciąż wszystkie prawa egzekucyjne i nie zmienia sposobu raportowania zewnętrznego. Jeśli bank nie obejmie transzy mezzanine może również poprawić współczynnik zwrotu na kapitale przez redukcję kapitału regulacyjnego.

Sekurytyzacja pozabilansowa również nie zmienia sumy bilansowej. Nazywana jest pozabilansową (syntetyczną) ze względu na wykorzystanie w niej derywatów kredytowych, które są instrumentami pozabilansowymi. Bank nie transferuje do spółki celowej aktywów a jedynie ekwiwalent ich ryzyka za pomocą transakcji Credit Default Swap. Transakcja powoduje redukcję wymaganego kapitału regulacyjnego i poprawę wskaźników efektywności banku. Płynność nie poprawia się, chyba, że spółka celowa na podstawie Credit default Swapa wyemituje Credit Link Note zasilać w ten sposób bank płynnościowo. Ten rodzaj sekurytyzacji również nie zmienia relacji banku z klientami i nie powoduje utraty praw egzekucyjnych. Sposób raportowania zewnętrznego zmienia się jedynie przez uwzględnienie w raportach nowej transakcji pozabilansowej.

W sekurytyzacji sprzedaży definitywnej zbycie aktywów obniża sumę bilansową. Bank niewątpliwie zyskuje na płynności, natomiast zmieniają się zdecydowanie relacje banku z klientami.

W wyniku tego rodzaju sekurytyzacji klient reguluje pozostałe do spłaty należności z nowym właścicielem jego wierzytelności. Zmniejszając ryzyko kredytowe, bank zmniejsza kapitał regulacyjny i poprawia wskaźniki efektywności.

## **Podstawowe wymagania wobec sekurytyzowanych aktywów**

Aktywa dopuszczone do sekurytyzacji muszą być proste i dobrze rozumiane, ponieważ agencja ratingowa przyzna rating oceniając konstrukcję produktu, jego historię, charakter i perspektywy dalszego rozwoju. Rating jest podstawą dla inwestorów do określenia ceny dla dłużnego papieru wartościowego (produktu końcowego). Sekurytyzowane aktywa muszą być jednorodne. Przykładowo, w jednej kategorii nie możemy grupować produktów, z których jedne mają stopę stałą, a inne zmienną.

Pożądane jest, aby produkty były ewidencjonowane we wspólnym systemie. Niestety, w Polsce powszechna jest sytuacja, w której banki każdy rodzaj produktu ewidencjonują w odrębnych systemach, które ze sobą automatycznie nie współpracują. Trudno w takim przypadku o centralne monitorowanie wszystkich produktów czy wydzielenie w ramach jednego systemu aktywów, które nie są już własnością banku, a spółki kapitałowej której bank świadczy usługę administrowania.

Kolejnym warunkiem jest perspektywa rosnących portfeli. Jest to konieczne, aby w krótkim okresie móc zgromadzić wolumen na podstawie, którego będzie można przeprowadzić sekurytyzację, bądź

w momencie, w którym należy podmienić aktywa w spółce celowej, były one przygotowane.

Aktywa, które bank chce sekurytyzować, powinny cechować się możliwością przenoszenia wszystkich ustanowionych na ich rzecz zabezpieczeń praw egzekucyjnych. Bank musi uwzględnić wszystkie wady prawne którymi mogą być obarczone kredyty, przykładowo ustanowienie zastawu na rzecz osób trzecich bądź brak zgody klienta na cesję wierzytelności bądź należności. Należy pamiętać, że wadą aktywów, które stanowią podstawę sekurytyzacji, może być istniejąca w kredycie opcja przewalutowania po stronie klienta (cecha wielu kredytów hipotecznych).

Aktywami banków, które zwykle poddaje się sekurytyzacji są:

- kredyty w kartach kredytowych;
- kredyty samochodowe;
- pożyczki gotówkowe;
- wierzytelności leasingowe;
- kredyty hipoteczne.

## **Zanim bank podejmie decyzję o sekurytyzacji...**

Zanim bank podejmiemy decyzję o sekurytyzacji powinien rozważyć wiele aspektów, a przede wszystkim:



- kredytowych;
- prawnych, w tym zawierających regulacje ostrożnościowe (z jednej strony należy sprawdzić kontrakty z klientami i klauzule obowiązujące w umowach, a z drugiej obowiązujące w tym zakresie regulacje);
- aspekty fiskalne (jakie będą konsekwencje podatkowe zawarcia transakcji sekurytyzacyjnej?);
- aspekty księgowo (czy bank jest w stanie prowadzić dwie księgi aktywów: posiadanych i już sprzedanych?);
- kontroli finansowej (czy w banku efektywnie działa centralny *controlling*, który będzie administrował równocześnie księgą aktywów zsekurytyzowanych i aktywów bankowych);
- potencjał generowania aktywów;
- technologię administracji systemów bankowych (idealny byłby centralny system, w którym ewidencjonowane i monitorowane są wszystkie aktywa podlegające sekurytyzacji);
- transfer praw egzekucyjnych i ich skuteczności (np. bankowy tytuł egzekucyjny);

Po analizie powyższych zagadnień w dalszym etapie należy przeprowadzić szczegółową analizę następujących tematów:

- potencjalnych korzyści (czy poniesione nakłady uzasadniają przewidywane korzyści?);

- docelowej grupy inwestorów, do której będzie kierował produkt końcowy oraz jego formę;
- potrzebnej infrastruktury (administracja);
- wymaganych działań, które musi podjąć (w zależności od skomplikowania aktywów, które podlegają sekurytyzacji przygotowanie jednej transakcji może trwać od pół do nawet roku);
- niezbędnych kosztów;
- potencjalnych zagrożeń, które mogą się pojawić w trakcie przygotowywania struktury lub w trakcie jej funkcjonowania.

## **Podstawowe problemy, które napotykają polskie banki analizując możliwości sekurytyzacji**

Niewątpliwie najistotniejszym problemem jest struktura prawna sekurytyzacji przewidziana w prawie bankowym oraz ustawie o funduszach inwestycyjnych z 2004 r.; w obydwu aktach istnieją zapisy umożliwiające sekurytyzację. Struktura ta jest jednak uznawana za mało wydajną i nieoptymalną.

Przystępując do sekurytyzacji bank musi się liczyć z ostrożnym podejściem agencji ratingowych do pierwszej sekurytyzacji tego rodzaju na polskim rynku. To, w jaki sposób agencja zrozumie i oceni produkt, w jaki sposób będzie przebiegała komunikacja banku z agencją, będzie stanowiło o sukcesie, czyli końcowym ratingu, jaki zostanie nadany papierom wartościowym emitowanym przez spółkę celową. Niewątpliwie komunikację ułatwi

wspólny język, czyli używanie tego samego schematu analiz, szczegółowe procedury produktowe, odpowiedni zakres historycznych baz danych (minimum 2 lata) oraz analizy perspektyw zastąpienia i wzrostu sekurytyzowanych aktywów. Wszystkie te elementy złożą się na poziom ceny proponowanej bankowi przez inwestorów na podstawie przyznanego ratingu. W Polsce nie było dotąd transakcji dotyczącej zdrowych aktywów bankowych sprzedawanej szerokiemu gronu inwestorów, a w związku z tym trzeba będzie ponieść koszt „uczenia się”.

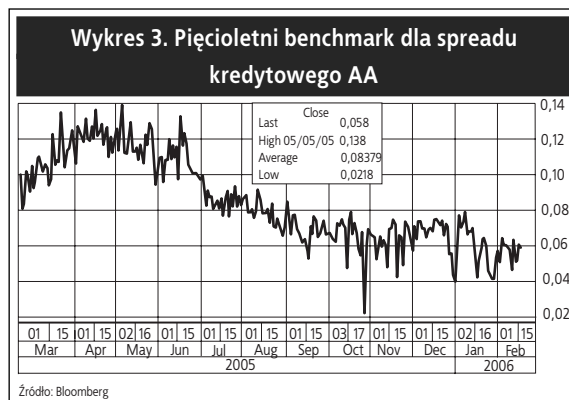
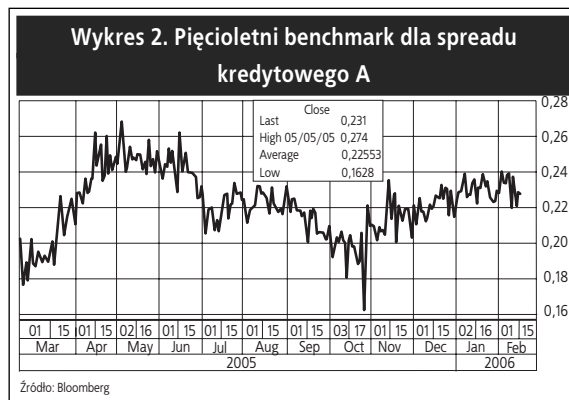
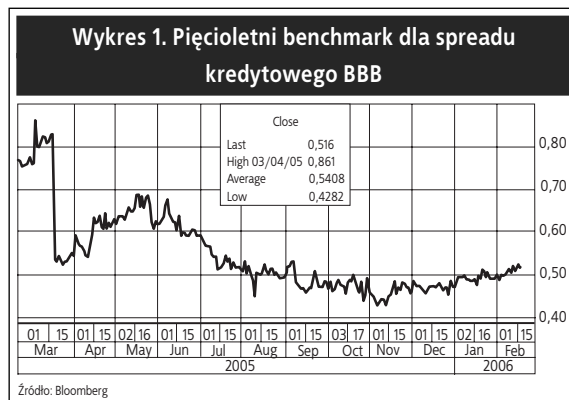
Poważnym problemem jest także sposób potraktowania cesji wierzytelności na rynku polskim w systemie podatkowym – dotychczas nie jest jasne, czy cesja powinna podlegać podatkowi VAT czy też podatkowi od czynności cywilnoprawnych.

## Sekurytyzacja jako narzędzie tańszego finansowania

Czy sekurytyzacja może być narzędziem tańszego finansowania? Wcześniej prezentowany był mechanizm poprawy ratingu aktywów bankowych, obecnie zaś skupmy się na finansowym wymiarze tego mechanizmu – premii za poprawę ryzyka kredytowego. Prezentowane poniżej wykresy przedstawiają krzywą spreadu kredytowego powyżej EURIBOR dla pięcioletniego *benchmarku* o ratingu odpowiednio BBB, A i AA (S&P). Zdecydowane różnice w wycenie poszczególnych ryzyk są najlepszą motywacją dla emitentów do poprawy ratingu.

Jeśli banki krajowe mają naturalne ograniczenie własnych ratingów przez nadrzędny rating Polski (BBB+), sekurytyzacja daje im możliwość emito-

wania papierów wartościowych z ratingiem przewyższającym znacznie krajowy. Za pomocą sekurytyzacji duża część zdrowych aktywów polskich banków, wyizolowanych z portfeli bankowych i odpowiednio pogrupowanych może uzyskać rating A, czy nawet AA, co wprost przełoży się na zmniejszenie ich kosztów finansowania.



## Prawne determinanty rozwoju sekurytyzacji w Polsce

### Kwestie ogólne

Sekurytyzacja (ang. *securitisation*) jest formą pozyskiwania kapitału na rynkach finansowych. Polega na wydzieleniu określonych aktywów podmiotu poszukującego finansowania, zwanego inicjatorem (ang. *originator*) i przeniesieniu ich za wynagrodzeniem na inny specjalnie do tego celu utworzony podmiot, zwany podmiotem specjalnego przeznaczenia (SPV – ang. *Special Purpose Vehicle* lub SPE – ang. *Special Purpose Entity*). SPV pozyskuje środki na nabycie aktywów emitując obligacje, które następnie wykupuje wykorzystując dochody, jakie przynoszą te aktywa. W sensie ekonomicznym inicjator zatem „zamienia” aktywa będące źródłem rozłożonych w czasie przychodów na gotówkę, którą otrzymuje jednorazowo. W porównaniu do innych, bardziej tradycyjnych form pozyskiwania kapitału (np. typowego kredytu bankowego), sekuryty-

zacja może mieć kilka istotnych zalet. Dzięki spełnieniu szczególnych wymogów prawnych, może ona być mniej ryzykowna dla podmiotów inwestujących w obligacje emitowane przez SPV niż na przykład w typowe obligacje korporacyjne inicjatora, co dla inicjatora oznacza w efekcie niższy koszt finansowania. Może także umożliwić, pod pewnymi warunkami, usunięcie sekurytyzowanych aktywów z bilansu inicjatora.

Wydaje się, że do dokonania udanej sekurytyzacji konieczne jest spełnienie trzech głównych warunków: sekurytyzowane aktywa powinny nadawać się do sekurytyzacji, struktura transakcji powinna być względnie prosta oraz konsekwencje podatkowe transakcji powinny być względnie korzystne.

Jeśli chodzi o sekurytyzowane aktywa, warunkiem niezbędnym jest ich zbywalność, ponieważ aktywa te muszą zostać przeniesione z inicjatora

na SPV. Jeżeli aktywami są zabezpieczone wierzytelności inicjatora, oprócz samych wierzytelności należy na SPV przenieść zazwyczaj również zabezpieczenia. Przeniesienie aktywów powinno być dokonane na tzw. zasadzie *non-recourse*. Oznacza to, że SPV jako nabywca aktywów nie powinien mieć prawa żądania od inicjatora odkupienia aktywów. W szczególności dotyczy to wierzytelności – SPV nie powinien mieć prawa do dokonania zwrotnego przelewu wierzytelności na inicjatora, jeśli na przykład dłużnik okazał się niewypłacalny. Dodatkowym warunkiem, który powinno spełniać przeniesienia aktywów jest tzw. *bankruptcy remoteness*, tzn. takie przeniesienie aktywów, aby ewentualna późniejsza upadłość inicjatora nie wpływała na skuteczność nabycia aktywów przez SPV. W niektórych transakcjach inicjatorzy chcą również osiągnąć w odniesieniu do sekurytyzowanych aktywów tzw. *off-balance sheet treatment*, tzn. stan, w którym aktywa te nie są już uwzględniane w sprawozdaniach (skonolidowanych sprawozdaniach) inicjatora<sup>1</sup>.

Jeśli chodzi o strukturę transakcji, istotne jest, aby SPV można było ustanowić stosunkowo łatwo i szybko, bez ponoszenia wysokich kosztów i aby SPV mógł funkcjonować sprawnie, również bez ponoszenia wysokich kosztów, przez cały czas realizacji transakcji (tj. w istocie do dnia całkowitego wykupu obligacji emitowanych przez SPV).

Jeśli chodzi o konsekwencje podatkowe, ważne jest zapewnienie względnej neutralności podatkowej. Celem sekurytyzacji nie jest osiągnięcie szczególnych korzyści podatkowych, jednak aby była ona opłacalna, nie powinna kreować zbyt wielu nowych obciążeń podatkowych.

## **Sekurytyzacja w Polsce na przykładzie sekurytyzacji wierzytelności bankowych**

W Polsce podstawowe przepisy dotyczące sekurytyzacji wierzytelności bankowych zawiera ustawa o funduszach inwestycyjnych oraz ustawa Prawo bankowe. Z przepisów tych wynika, że bank może korzystać z dwóch prawnych form SPV: szczególnego typu funduszu inwestycyjnego – funduszu sekurytyzacyjnego (standaryzowanego lub niestandaryzowanego) lub podmiotu emisyjnego w formie spółki kapitałowej (spółki z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółki akcyjnej). Istnieją również dwa rodzaje czynności prawnych, na podstawie których bank może przenieść na SPV sekurytyzowane wierzytelności: umowa przelewu i umowa o subpartycypację. Umowa przelewu jest klasyczną i powszechnie znaną formą przeniesienia wierzytelności z dotychczasowego wierzyciela (zwanego cedentem) na inny podmiot (zwany cesjonariuszem). Przepisy regulujące przelew zawiera przede wszystkim Kodeks cywilny. Umowa o subpartycypację jest uregulowana w ustawie o funduszach inwestycyjnych. W odróżnieniu od umowy przelewu, jej skutkiem nie jest co do zasady przeniesienie wierzytelności z banku na SPV. Bank pozostaje wierzycielem, lecz zobowiązuje się do przekazywania SPV całości świadczeń z sekurytyzowanych wierzytelności.

Już pobieżna analiza przepisów dotyczących sekurytyzacji wierzytelności bankowych prowadzi do wniosku, że są one dalekie od ideału i utrudniają, a w niektórych przypadkach wręcz uniemożliwiają przeprowadzenie efektywnej z gospodarczego punktu widzenia sekurytyzacji.

Podstawowym problemem wydaje się jednak nie tyle wadliwa redakcja poszczególnych przepisów (choć i z tym problemem mamy do czynienia, o czym niżej), ile błędne założenie przyjęte w toku prac nad ustawą o funduszach inwestycyjnych. Założeniem tym było ściśle powiązanie sekurytyzacji z formą prawną funduszu inwestycyjnego. Ustawodawca, jak się wydaje, założył, że sekurytyzacja z użyciem funduszu sekurytyzacyjnego jest właściwą, a docelowo być może nawet jedyną dopuszczalną formą sekurytyzacji w Polsce. Jeśli takie założenie istniało (lub jeśli istnieje nadal), należy je uznać za nieporozumienie. Odrębność sekurytyzacji od innych form pozyskiwania kapitału nie bierze się stąd, że podmioty w niej uczestniczące mają szczególny status organizacyjno-prawny, tylko ze szczególnych ekonomicznych i prawnych warunków struktury transakcji, których spełnienie sprawia, że dla inwestorów obligacje emitowane przez SPV stanowią atrakcyjną i dość bezpieczną inwestycję, a dla inicjatora atrakcyjną formę pozyskiwania kapitału. Warunki te da się jednak spełnić wykorzystując zwykłą spółkę kapitałową i nie jest do tego celu konieczne tworzenie podmiotu o tak złożonej strukturze prawnej, jak fundusz inwestycyjny. Sekurytyzacja przy użyciu funduszu nie różni pod względem ekonomicznym od sekurytyzacji przy użyciu spółki kapitałowej. O ile więc można wykorzystywać fundusz inwestycyjny do jej przeprowadzenia, o tyle nie ma uzasadnienia zróżnicowanie, czy wręcz faworyzowanie sekurytyzacji z SPV w formie funduszu, w stosunku do sekurytyzacji z SPV w formie zwykłej spółki kapitałowej.

Tymczasem polski ustawodawca uznał, że sekurytyzacja wykorzystująca SPV w formie funduszu

powinna być traktowana inaczej niż sekurytyzacja wykorzystująca SPV w formie spółki. W wielu przypadkach widoczna jest oczywista preferencja sekurytyzacji z użyciem funduszu. Ustawodawca nie posunął się wprawdzie (przynajmniej w obecnym stanie prawnym) do zakazania sekurytyzacji z użyciem spółki, ale wprowadzając w ustawie o funduszach inwestycyjnych przepisy zmieniające szereg innych ustaw (w szczególności ustaw podatkowych) i odnoszące się wyłącznie do funduszy sekurytyzacyjnych, lecz już nie do spółki, doprowadził do niczym nieuzasadnionego zróżnicowania transakcji z udziałem tych dwóch rodzajów podmiotów – zróżnicowania na korzyść funduszu. Jest to szczególnie widoczne w przypadku sekurytyzacji wierzytelności bankowych. Na przykład wydaje się, że bank może zawrzeć umowę o subpartycypację jedynie z funduszem, natomiast z niewyjaśnionych powodów nie może zawrzeć jej ze spółką<sup>2</sup>. Dalej, zgodnie z art. 15 ust. 1h pkt 2 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych, kosztem uzyskania przychodu w banku jest strata ze zbycia (w formie przelewu) funduszowi sekurytyzacyjnemu albo towarzystwu funduszy inwestycyjnych tworzącemu fundusz sekurytyzacyjny wierzytelności z tytułu kredytów (pożyczek), stanowiąca różnicę pomiędzy kwotą uzyskaną ze zbycia a wartością wierzytelności z tytułu kredytów (pożyczek) – do wysokości uprzednio utworzonej na tę część wierzytelności rezerwy zaliczonej do kosztów uzyskania przychodów. Zbliżona – choć nie taka sama – regulacja dotyczy sekurytyzacji z wykorzystaniem formy funduszu i subpartycypacji (art. 15 ust. 1h pkt 3 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych). Analogicznej regulacji nie ma w odniesieniu do SPV w formie spółki, co sprawia że

skutki ekonomiczne sekurytyzacji wierzytelności bankowych z wykorzystaniem funduszu sekurytyzacyjnego i spółki kapitałowej mogą być diametralnie różne. Następnym przykładem: przepisy pozwalające na ujawnienie w ramach sekurytyzacji informacji objętych tajemnicą bankową różnią się brzmieniem w przypadku funduszu i w przypadku spółki, mimo że dotyczą tej samej kwestii<sup>3</sup>. Różnic takich jest więcej i nie da się ich przekonująco uzasadnić. Trudno jest w ogóle stwierdzić, jakie kryterium kierowało ustawodawcą przy wprowadzaniu tych różnic. Może się wydawać, iż ustawodawca uznał, że ponieważ fundusz podlega nadzorowi Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG), to sekurytyzacja z jego udziałem jest bezpieczniejsza i powinna być preferowana. Jeżeli takie rozumowanie (abstrahując od jego trafności) kierowało twórcami ustawy, to i tak trudno jest względami bezpieczeństwa uzasadnić wszystkie różnice (na przykład to, że bank może zawrzeć umowę o subpartycypację wyłącznie z funduszem). Poza tym, nawet jeśli uznamy, że sekurytyzacja pod nadzorem KPWiG jest istotnie bezpieczniejsza dla uczestników rynku, to czy rzeczywiście uzasadnia to przyznawanie funduszom tak daleko idących preferencji? Czy na przykład uzasadnione jest podatkowe uprzywilejowanie funduszy sekurytyzacyjnych w stosunku do spółek kapitałowych w zakresie podatkowego traktowania straty ze zbycia wierzytelności? Można mieć co do tego daleko idące wątpliwości.

Kolejną kwestią jest zbywalność aktywów – wierzytelności bankowych. W tej kwestii istotny jest przede wszystkim art. 92c Prawa bankowego, który brzmi następująco:

1. Przelew wierzytelności banku na товарищество funduszy inwestycyjnych tworzące fundusz sekurytyzacyjny albo na fundusz sekurytyzacyjny wymaga uzyskania przez bank zgody dłużnika banku, będącego stroną czynności dokonanej z bankiem, jak również zgody dłużnika z tytułu zabezpieczenia wierzytelności banku wynikającej z dokonanej czynności oraz złożenia przez dłużnika oświadczenia o poddaniu się egzekucji na rzecz funduszu sekurytyzacyjnego, który nabędzie wierzytelność. Zgoda i oświadczenie powinny być wyrażone w formie pisemnej pod rygorem nieważności.
2. Bank w terminie 14 dni od daty zawarcia umowy, o której mowa w art. 92a ust. 1 pkt 1, jest obowiązany powiadomić pisemnie dłużnika o przelewie wierzytelności banku na товарищество funduszy inwestycyjnych tworzące fundusz sekurytyzacyjny albo na fundusz sekurytyzacyjny.

Przepis ten jest oczywistym błędem ustawodawcy<sup>4</sup> i po części nie daje się zinterpretować w racjonalny sposób. Zgodnie z art. 509 § 1 Kodeksu cywilnego, wierzyciel może bez zgody dłużnika przenieść wierzytelność na osobę trzecią (przelew), chyba że sprzeciwiałoby się to ustawie, zastrzeżeniu umownemu albo właściwości zobowiązania. Tymczasem, art. 92c ust. 1 Prawa bankowego ustanawia w istocie zasadę odwrotną – wierzytelność bankowa jest niezbywalna, chyba że dłużnik (zarówno osobisty, jak i rzeczowy) wyrazi na zbycie zgodę. Nie było i nie ma żadnego powodu do odejścia od klasycznej zasady z art. 509 Kodeksu cywilnego. Zupełnie niezro-

zumiały jest wymóg złożenia przez dłużnika oświadczenia o poddaniu się egzekucji na rzecz funduszu sekurytyzacyjnego, który nabędzie wierzytelność. W obecnym stanie prawnym nie wiadomo czym naprawdę jest to oświadczenie (na pewno nie jest ono tytułem egzekucyjnym, gdyż do nadania mu takiego charakteru wymagany byłby wyraźny przepis prawa, którego brak) i czemu w związku z tym ma służyć. *De facto* oświadczenie to jest kolejną zgodą na zbycie wierzytelności<sup>5</sup>.

Art. 326 ustawy o funduszach inwestycyjnych uchyla wprawdzie (zresztą w sposób niezbyt precyzyjny) wymogi zawarte w art. 92c Prawa bankowego, ale czyni to tylko w odniesieniu do przelewu wierzytelności banku na fundusz sekurytyzacyjny, z tytułu umów zawartych przed dniem wejścia w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych (1 lipca 2004 r.), w przypadku niedotrzymania przez kredytobiorcę warunków udzielenia kredytu, określonych w tych umowach.

Należy też zwrócić uwagę, że przepis art. 92c ma zastosowanie do sekurytyzacji prowadzonej z wykorzystaniem funduszu sekurytyzacyjnego, a już nie do sekurytyzacji z wykorzystaniem spółki kapitałowej. Jest to jeden z przykładów – zapewne niezamierzonych przez twórców tego przepisu – gorszego potraktowania funduszu sekurytyzacyjnego. Sugerowałoby to raczej dokonywanie transakcji z wykorzystaniem spółki kapitałowej, jednak ten typ sekurytyzacji nie jest wskazany z innego powodu – nie korzysta on z preferencji podatkowych dotyczących zbycia wierzytelności, na podstawie art. 15 ust. 1h pkt 2 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych.

Oprócz powyższych, fundamentalnych w istocie kwestii, istniejące przepisy nie usuwają innych problemów, od lat diskutowanych w związku z sekurytyzacją. Jeden z nich dotyczy sekurytyzacji wierzytelności zabezpieczonych hipotekami. Przeniesienie przez bank na SPV, w formie przelewu wierzytelności zabezpieczonych hipotekami, wymaga przeniesienia hipotek. Przeniesienie hipotek natomiast wymaga dokonania wpisów we właściwych księgach wieczystych. W przypadku sekurytyzacji obejmującej wiele tysięcy wierzytelności, konieczność dokonania tysięcy wpisów w księgach wieczystych niezmiernie utrudnia w praktyce jej przeprowadzenie.

Innym przykładem są wierzytelności zabezpieczone zastawem rejestrowym. Po pierwsze, występuje tu podobny problem, jak w przypadku wierzytelności hipotecznych – przeniesienie zastawu rejestrowego wymaga dokonania wpisu w rejestrze zastawów. Po drugie, ustawa z 6 grudnia 1996 r. o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów w art. 1 ust. 1 nadal zawiera ograniczony krąg podmiotów, których wierzytelności nie mogą być zabezpieczane zastawami rejestrowymi. W szczególności, nie każdy podmiot z siedzibą za granicą może być zastawnikiem z tytułu zastawu rejestrowego. Mogą to być jedynie banki zagraniczne, międzynarodowe organizacje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska (np. EBOR), inny podmiot prowadzący działalność gospodarczą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, posiadacz obligacji wyemitowanych na podstawie ustawy o obligacjach oraz innych papierów dłużnych wyemitowanych na podstawie odpowiednich aktów prawnych

obowiązujących w krajach należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) lub fundusz sekurytyzacyjny w rozumieniu ustawy o funduszach inwestycyjnych. Powyższe przepisy oznaczają, że w przypadku wiarygodności zabezpieczonych zastawem rejestrowym, niemożliwe może być ich przeniesienie na SPV z siedzibą za granicą bez konsekwencji utraty zastawu rejestrowego<sup>6</sup>, gdyż typowa zagraniczna SPV nie należy do żadnej z powyższych kategorii podmiotów<sup>7</sup>.

## Ogólna ocena

Ogólna ocena obecnego stanu prawnego dotyczącego sekurytyzacji jest zdecydowanie negatywna. Przepisy regulujące poszczególne zagadnienia są chaotyczne i sprawiają wrażenie stworzonych przez różne ośrodki decyzyjne, realizujące odmienne cele i nie porozumiewające się ze sobą. Wydaje się, że częściowo są one wynikiem niezrozumienia zagadnień, które regulują, a niekiedy wynikiem zwykłych pomyłek.

Podstawowa wątpliwość dotyczy wprowadzenia do polskiego prawa nowego typu osoby prawnej – funduszu sekurytyzacyjnego. O ile można bronić samego pomysłu, o tyle trudno bronić sposobu, w jaki pomysł ten zrealizowano. Nie ma w zasadzie przeszkód, aby forma prawna funduszu inwestycyjnego, w swej szczególnej odmianie funduszu sekurytyzacyjnego, nie mogła być wykorzystywana do sekurytyzacji. Z drugiej jednak strony, nie ma żadnych powodów, aby forma ta była uprzywilejowana tak dalece, jak to jest obecnie. Obecne przywileje dla funduszy seku-

rytyzacyjnych (głównie podatkowe) są tak daleko idące, w porównaniu na przykład do spółek kapitałowych, że w istocie wymuszają na inicjatorach i inwestorach skorzystanie z tej formy. Można zaryzykować twierdzenie, że bez tych przywilejów żaden przedsiębiorca nie zdecydowałby się na skorzystanie z tej formy prawnej. Większość regulacji dotyczących funduszu sekurytyzacyjnego ma charakter ochronny wobec jego uczestników i stąd jest dość restrykcyjna. Dotyczy to m.in. przepisów regulujących sposób tworzenia funduszu, uzyskiwanie poszczególnych zezwoleń KPWiG, uprawnienia nadzorcze KPWiG wobec funduszu i tworzącego go towarzystwa funduszy inwestycyjnych itd. O ile przepisy te są potrzebne w przypadku typowego funduszu inwestycyjnego, stanowiącego formę zbiorowego inwestowania, o tyle trudno wykazać ich celowość, a niekiedy nawet sensowność, w przypadku transakcji, w której fundusz sekurytyzacyjny oferuje wszystkie certyfikaty inwestycyjne jednemu profesjonalnemu inwestorowi. W przypadku takiej „prywatnej” sekurytyzacji, zbyteczne wydaje się tworzenie tak skomplikowanej prawnie i przez to kosztownej formy, jaką jest fundusz sekurytyzacyjny. Zbyteczne wydaje się również angażowanie KPWiG do nadzoru nad taką transakcją, a to dlatego, że brak jest istotnego interesu publicznego, który miałby być poprzez ten nadzór chroniony. W przypadku takiej transakcji, rozbudowane regulacje dotyczące funduszy inwestycyjnych stają się uciążliwością, która w istocie niczemu nie służy. Dla zrealizowania takiej „prywatnej” transakcji korzystniejsze byłoby skorzystanie ze zwykłej spółki kapitałowej, co jednak w wielu przypadkach będzie niemożliwe, a to z powodu braku równie ko-



rzystnych zasad opodatkowania, jak w przypadku transakcji z wykorzystaniem funduszu.

Powyższe wady przepisów prawnych mają i będą miały decydujący wpływ na rozwój sekurytyzacji w Polsce. Obecnie polskie banki są zainteresowane sekurytyzacją dotyczącą tzw. NPL (ang. *Non-Performing Loans*), czyli wierzytelności, w przypadku których dłużnicy naruszyli swoje zobowiązania z umów kredytu, spełniających kryteria z art. 326 ustawy o funduszach inwestycyjnych. Zastosowanie art. 326 ustawy o funduszach inwestycyjnych pozwala bowiem na nie stosowanie art. 92c Prawa bankowego i uniknięcie związanych z nim problemów. Można jednak wątpić, czy transakcje tego typu są w istocie sekurytyzacjami. Banki-inicjatorzy są nimi zainteresowane głównie w celu wykorzystania preferencji podatkowej, wynikającej z art. 15 ust. 1h pkt 2 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych. Powodem ich dokonywania nie jest natomiast chęć pozyskiwania kapitału na dalsze inwestycje, jak w klasycznej sekurytyzacji. Ma to zapewne związek z generalną nadpłynnością sektora bankowego w Polsce, jaka istnieje obecnie. Emitowane przez fundusze sekurytyzacyjne certyfikaty inwestycyjne są oferowane zamkniętemu kręgowi inwestorów i nie jest im przyznawany żaden rating. W istocie więc transakcje te bardziej przypominają faktoring z udziałem firm windykacyjnych, niż sekurytyzację. Można oczekiwać, że po sprzedaniu portfeli NPL przez banki, liczba dokonywanych przez nie sekurytyzacji znacznie spadnie. Sekurytyzacje dotyczące „zdrowych” aktywów bankowych będą już bowiem objęte zakresem przepisu art. 92c Prawa bankowego, z wszystkimi wynikającymi stąd

wątpliwościami i ryzykami prawnymi. Ryzyka te przełożą się rzecz jasna na ewentualny rating emitowanych papierów wartościowych i ich oprocentowanie. Mówiąc wprost – będą one obniżać rating i podrażać koszt finansowania użytkowanego poprzez sekurytyzację.

Bez względu zatem na przyszły kształt szczególnych regulacji dotyczących sekurytyzacji, szybka interwencja ustawodawcy i zmiana wadliwych przepisów jest konieczna.

## Przypisy

<sup>1</sup> Istnieją oczywiście inne wymogi dotyczące sekurytyzowanych aktywów, jak na przykład ich stosunkowo duża liczba i rozproszenie (w szczególności dotyczy to wierzytelności – pożądane jest istnienie dużej liczby takich wierzytelności w stosunku do dużej liczby dłużników), co ogranicza ryzyko inwestycyjne z nimi związane. Kwestie te pomijam w tym opracowaniu, gdyż nie mają one charakteru *stricte* prawnego lub są zbyt szczegółowe dla celów niniejszego opracowania. Odnośnie *off-balance sheet treatment*, zob. m.in. B. Bloomingdale, K. Hawken, „Accounting Changes Shape Securitisation”, *The International Comparative Legal Guide to: Securitisation 2005*, New York, London, San Francisco, s. 1-13, gdzie przedstawiono główne problemy związane z tym zagadnieniem.

<sup>2</sup> Art. 92a ust. 1 Prawa bankowego stanowi: „Bank może zawrzeć z towarzystwem funduszy inwestycyjnych tworzącym fundusz sekurytyzacyjny albo z funduszem sekurytyzacyjnym:

- 1) umowę przelewu wierzytelności,
- 2) umowę o subpartycypację”; natomiast art. 92a ust. 3 Prawa bankowego stanowi: „Bank może także przenieść jednolite rodzajowo wierzytelności na, niebędącą towarzystwem funduszy inwestycyjnych tworzącym fundusz sekurytyzacyjny albo funduszem sekurytyzacyjnym, spółkę kapitałową (podmiot emisyjny) w celu emisji przez ten podmiot papierów wartościowych, których zabezpieczenie stanowią sekurytyzowane wierzytelności”. Użycie słowa „przenieść” w art. 92a ust. 3 sugeruje, że w przypadku spółki możliwy jest tylko przelew, bo tylko w ten sposób bank może definitywnie „przenieść” na spółkę sekurytyzowane wierzytelności. Ponieważ subpartycypacja nie prowadzi do przeniesienia wierzytelności na SPV i nie została wyraźnie dopuszczona w przypadku spółki kapitałowej – brak wyraźnego wskazania subpartycypacji w art. 92a ust. 3, z jednoczesnym wyraźnym wskazaniem subpartycypacji w art. 92a ust. 1 – wydaje się ona wyłączona w przypadku tej formy SPV.

<sup>3</sup> Art. 104 ust. 2 Prawa bankowego: „Obowiązek, o którym mowa w ust. 1 [tj. obowiązek zachowania tajemnicy bankowej – przyp. A. W.], nie dotyczy przypadków, w których (...):

5) udzielenie informacji objętych tajemnicą bankową jest niezbędne do zawarcia i wykonania umów, o których mowa w art. 92a ust. 1, oraz związanych z nimi umów:

- a) o nadanie oceny inwestycyjnej (rating) sekurytyzowanym wierzytelnościom,
- b) ubezpieczenia od ryzyka niewypłacalności dłużników sekurytyzowanych wierzytelności,

6) udzielenie informacji objętych tajemnicą bankową jest niezbędne do zawarcia i wykonania umowy z podmiotem, o którym mowa w art. 92a ust. 3, a podmiot ten zawarł z bankiem, od którego nabył wierzytelności, umowę o obsługę tych sekurytyzowanych wierzytelności”.

<sup>4</sup> Oczywiście z całą świadomością używam sformułowania „błąd ustawodawcy” w potocznym znaczeniu tego sformułowania, abstrahując od dyrektywy interpretacyjnej zakładającej istnienie tzw. racjonalnego ustawodawcy.

<sup>5</sup> Zapewne przepis art. 92c Prawa bankowego stanowi pozostałość po tzw. sekurytyzacyjnym tytule egzekucyjnym, który miał być dla funduszy sekurytyzacyjnych tym samym, czym bankowy tytuł egzekucyjny dla banków. Ograniczenia zawarte w art. 92c były wprowadzone, zapewne aby chronić dłużników banków, którzy mogli się nie zgodzić na przelew wierzytelności na podmiot (fundusz sekurytyzacyjny) uprawniony do korzystania z takiego przywileju. W końcowym etapie prac nad ustawą o funduszach inwestycyjnych zrezygnowano z sekurytyzacyjnego tytułu egzekucyjnego, ale jednocześnie „zapomniano” wykreślić przepisy wprowadzające ograniczenia związane z takim tytułem. Stąd w Prawie bankowym pozostał art. 92c.

<sup>6</sup> Art. 17 ust. 2 ustawy o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów: „W razie przeniesienia wierzytelności zabezpieczonej zastawem rejestrowym na podmiot nieuprawniony do zabezpieczenia wierzytelności zastawem rejestrowym według przepisów niniejszej ustawy, zastaw ten wygasa”.

<sup>7</sup> Warto też wspomnieć przy tej okazji, że ustawa o zastawie rejestrowym i rejestrze zastawów jest jednym z najbardziej jaskrawych przykładów tzw. zaniechania ustawowego. Otóż art. 24 ust. 2 zobowiązuje ministra sprawiedliwości do wydania rozporządzenia regulującego szczegółowe zasady, tryb i koszty przeprowadzenia sprzedaży przedmiotu zastawu w trybie przetargu publicznego prowadzonego przez notariusza lub komornika. Mimo upływu prawie 10 lat od uchwalenia ustawy rozporządzenie to z niewiadomych przyczyn nie zostało wydane.

# Z e s z y t y B R E - C A S E

- 1 Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989-1992
- 2 Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
- 3 Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
- 4 Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
- 5 Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
- 6 Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
- 7 Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
- 8 Gospodarka Polski w latach 1990 – 92. Pomiar a rzeczywistość
- 9 Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
- 10 Wycena ryzyka finansowego
- 11 Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
- 12 Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
- 13 Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce - stan obecny i perspektywy
- 14 Etyka biznesu
- 15 Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
- 16 Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
- 17 Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
- 18 Dług publiczny
- 19 Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
- 20 Obrót wierzytelnościami
- 21 Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
- 22 Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
- 23 Sanacja banków
- 24 Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
- 25 Finansowanie projektów ekologicznych
- 26 Instrumenty dłużne na polskim rynku
- 27 Obligacje gmin
- 28 Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów  
Wydanie specjalne Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
- 29 Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
- 30 Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
- 31 Mieszkalnictwo jako problem lokalny
- 32 Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
- 33 (nie ukazał się)
- 34 Rynek inwestycji energooszczędnych
- 35 Globalizacja rynków finansowych
- 36 Kryzysy na rynkach finansowych – skutki dla gospodarki polskiej
- 37 Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych
- 38 Docelowy model bankowości spółdzielczej
- 39 Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?
- 40 Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim
- 41 Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?

# Z e s z y t y B R E - C A S E

- 42 Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju
- 43 Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka
- 44 Kiedy koniec złotego?
- 45 Fuzje i przejęcia bankowe
- 46 Budżet 2000
- 47 Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach
- 48 Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki
- 49 Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy
- 50 Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki
- 51 Finansowanie budownictwa mieszkaniowego
- 52 Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat
- 53 Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?
- 54 Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej
- 55 Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków
- 56 Czy warto liczyć inflację bazową?
- 57 Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych
- 58 Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę
- 59 Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej
- 59/a Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej
- 60 (nie ukazał się)
- 61 Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji
- 62 Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce
- 63 Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych
- 64 Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych
- 65 Stan finansów publicznych w Polsce – konieczność reformy
- 66 Polska w Unii Europejskiej. Jaki wzrost gospodarczy?
- 67 Wpływ sytuacji gospodarczej Niemiec na polską gospodarkę
- 68 Konkurencyjność reform podatkowych – Polska na tle innych krajów
- 69 Konsekwencje przystąpienia Chin do WTO dla krajów sąsiednich
- 70 Koszty spowolnienia prywatyzacji w Polsce
- 71 Polski sektor bankowy po wejściu Polski do Unii Europejskiej
- 72 Reforma procesu stanowienia prawa
- 73 Elastyczny rynek pracy w Polsce. Jak sprostać temu wyzwaniu?
- 74 Problem inwestycji zagranicznych funduszu emerytalnym
- 75 Funkcjonowanie Unii Gospodarczej i Walutowej
- 76 Konkurencyjność sektora bankowego po wejściu Polski do Unii Europejskiej
- 77 Zmiany w systemie polityki monetarnej na drodze do euro
- 78 Elastyczność krajowego sektora bankowego w finansowaniu MSP
- 79 Czy sektor bankowy w Polsce jest innowacyjny?
- 80 Integracja europejskiego rynku finansowego – Zmiana roli banków krajowych
- 81 Absorpcja funduszy strukturalnych
- 82 Sekurytyzacja aktywów bankowych