

Dominika Hadro

FUNKCJA SPV W PROCESIE SEKURYTYZACJI

1. Wstęp

Przedsiębiorcy nieustannie poszukują tańszych źródeł pozyskania kapitału, a występujące w gospodarce polskiej „zatory” płatnicze stwarzają trudności w zarządzaniu należnościami. Przyczynia się do tego to, że na rynku finansowym powstają coraz to nowe metody, pomagające podmiotom lepiej funkcjonować. Jedną z takich metod jest sekurytyzacja aktywów, która często jest stosowana zarówno jako tańsze źródło pozyskania kapitału, jak i jako sposób na usunięcie należności ze struktury bilansu.

Istotą procesu sekurytyzacji jest minimalizacja wpływu ryzyka związanego z działalnością firmy na przekazane do procesu wierzytelności, co można osiągnąć dzięki stworzeniu specjalnego podmiotu (SPV), którego jedynym celem jest tylko uczestnictwo w omawianym procesie.

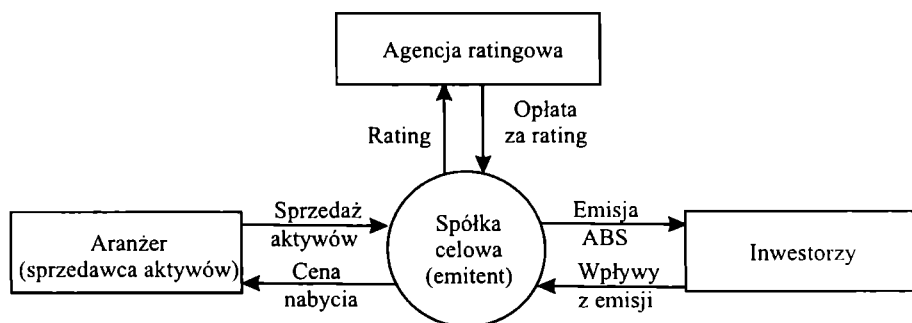
2. Pojęcie sekurytyzacji

W literaturze nie ma jednoznacznej definicji terminu „sekurytyzacja”. Odnosi się on do różnych zjawisk finansowych, w zależności od tego, kto jest autorem publikacji, w którym roku została ona wydana, czy od kontekstu, w jakim została przedstawiona.

W szerszym znaczeniu sekurytyzacja jest sposobem na przekazanie środków pieniężnych podmiotom cechującym się niedoborem tych środków przez jednostki wykazujące nadwyżkę. Podmioty zainteresowane tym procesem dokonują emisji papierów wartościowych o charakterze dłużnym i kierują swoją ofertę bezpośrednio na rynek finansowy.

Istotą procesu sekurytyzacji jest zamiana aktywów w papiery wartościowe. Dokonuje się tego, wybierając i grupując pewne aktywa (strumienie płatności) oraz szacując ich ryzyko systematyczne. Zamiana aktywów w papiery wartościowe następuje najczęściej w wyniku sprzedaży aktywów przez przedsiębiorstwo inicju-

jące, sekurytyzatora (inicjatora, aranżera) specjalnie w tym celu utworzonemu przedsiębiorstwu, zwanemu „spółką celową” lub „spółką specjalnego przeznaczenia” (*special purpose vehicle* – SPV), której zadaniem jest emisja i sprzedaż papierów wartościowych opartych na aktywach (*asset-backed securities* – ABS). Koszty nabycia aktywów przez SPV pokrywane są wpływami z emisji ABS. Papiery te są dokumentem dla nabywców potwierdzającym ich roszczenia do określonych aktywów lub przyszłych strumieni płatności z aktywów. Dzięki temu nie występuje prawo regresu do SPV czy inicjatora sekurytyzacji, lecz do pierwotnych dłużników inicjatora. Zabezpieczeniem przyszłych roszczeń nabywców papierów wartościowych są strumienie płatności z sekurytyzowanych aktywów oraz odpowiednia kombinacja ubezpieczeń spłaty emisji [1]. Typowa struktura procesu sekurytyzacji jest przedstawiona na rys. 1.



Rys. 1. Typowa struktura przy emisji papierów wartościowych opartych na aktywach

Źródło: [4, s. 13].

Uproszczony proces sekurytyzacji składa się z dwóch etapów. Pierwszy etap procesu można podzielić na dwie fazy. Faza pierwsza dotyczy momentu powstania należności. Faza druga polega na selekcjonowaniu i grupowaniu należności przeznaczonych do sekurytyzacji. Etap drugi to stworzenie na potrzeby omawianej struktury spółki specjalnego przeznaczenia. Następnie inicjator sprzedaje wybrane wierzytelności SPV. Spółka celowa, aby zapłacić za wierzytelności, emituje papiery wartościowe oparte na tych wierzytelnościach. Jeśli emisja jest publiczna, niezbędne jest nadanie ratingu walorom finansowym emitowanym w procesie, czego dokonuje agencja ratingowa za odpowiednim wynagrodzeniem. Wyemitowane papiery wartościowe sprzedawane są inwestorom, a ich roszczenia są zaspokajane wpływami z sekurytyzowanych należności.

3. Rodzaje procesów sekurytyzacji

W zależności od formy prawnej spółki specjalnego przeznaczenia (SPV) wyróżnia się dwa rodzaje procesu sekurytyzacji. Najstarszą formą sekurytyzacji jest sekurytyzacja bilansowa (pierwotna, nieustrukturyzowana). W praktyce sekuryty-

zacja bilansowa jest procesem podobnym do zaciągnięcia pożyczki. Umowa zawarta między inicjatorem a SPV jest skonstruowana tak, że SPV nie nabywa wierzytelności, a jedynie związane z nimi ryzyko. Występuje wówczas częściowy regres wobec zarówno inicjatora, jak i SPV, a SPV prawnie jest zależne od inicjatora. Nie jest możliwe oddzielenie upadłości inicjatora od ryzyka ponoszonego przez nabywców papierów. Ten rodzaj procesu sekurytyzacji nazywa się sekurytyzacją przez subpartycypację. J.A. Raczkowska podaje, że w świetle polskiego prawa najwłaściwszą kwalifikacją prawną dla takiej umowy jest umowa kaucji [6].

Drugim rodzajem procesu sekurytyzacji jest sekurytyzacja pozabilansowa (wtórna, ustrukturyzowana, właściwa). Technika ta jest zaliczana do najbardziej znaczących innowacji finansowych XX w. Pionierami w zastosowaniu tego procesu były Stany Zjednoczone, a rynkiem, na którym ta technika pojawiła się po raz pierwszy, był rynek kredytów hipotecznych [1]. Wersja pozabilansowa sekurytyzacji charakteryzuje się tym, że następuje faktyczna transakcja sprzedaży aktywów między inicjatorem sekurytyzacji (sprzedawcą) a SPV (kupującym). Pozwala to na oddzielenie ryzyka kredytowego inicjatora sekurytyzacji od ryzyka inwestycyjnego związanego z emitowaniem ABS (czyli także ryzyka związanego z aktywami je zabezpieczającymi). Aby proces sekurytyzacji był uznany za pozabilansowy, muszą zostać spełnione przynajmniej 2 warunki:

- nabywca aktywów (SPV) nie może mieć roszczenia zwrotnego (regresu) wobec inicjatora sekurytyzacji,
- SPV musi być podmiotem niezależnym od inicjatora, w celu uniknięcia konsekwencji i skutków prawnych w razie bankructwa inicjatora.

Odporność na bankructwo inicjatora (*bankruptcy remoteness*) jest podstawową cechą SPV, na którą zwracają uwagę zarówno agencje ratingowe, jak i inwestorzy, nabywający ABS, emitowane przez tę spółkę [1].

4. Spółka specjalnego przeznaczenia (SPV)

Istotą procesu sekurytyzacji jest oddzielenie ryzyka emitowanych papierów wartościowych (ABS) od ryzyka niewypłacalności inicjatora procesu. W tym celu tworzona jest spółka specjalnego przeznaczenia (*special purpose vehicle* – SPV), zwana również spółką celową, która, jak to zostało wspomniane już wcześniej, przejmuje wierzytelności inicjatora, usuwając je w ten sposób z jego bilansu [7]. Dzięki temu możliwe jest usunięcie ryzyka niewypłacalności aranżera procesu, jednak w tym celu SPV musi być niezależne od sprzedawcy wierzytelności w taki sposób, że bankructwo tego ostatniego nie wpłynie negatywnie na jej funkcjonowanie. W przeciwnym razie inwestor nabywający papiery emitowane przez SPV ponosiłby podwójne ryzyko kredytowe: niewypłacalności dłużników przeniesionych wierzytelności oraz upadłości pierwotnego wierzyciela (zbywcy tych wierzytelności) [2].

Przy tworzeniu SPV należy pamiętać, że jej działalność powinna być ograniczona do trzech podstawowych czynności [4]:

- nabycia wierzytelności przeznaczonych do procesu sekurytyzacji,
- utrzymania ich w swoim bilansie,
- emisji papierów wartościowych na nich bazujących.

W tym celu działalność, w jaką angażuje się SPV, polega zazwyczaj na zawarciu klauzul kontraktowych w dokumentacji dotyczącej papierów wartościowych, emitowanych przez SPV. Jeżeli SPV postępuje niezgodnie z zobowiązaniami, odpowiada odszkodowawczo w stosunku do inwestorów. Ważne jest, aby odpowiednio został sformułowany statut, akt założycielski albo umowa spółki, jednak możliwość zmiany ich postanowień może prowadzić do tego, że ograniczenia wprowadzone jedynie tą drogą będą nieskuteczne w praktyce.

Spółka specjalnego przeznaczenia musi być również niezależna finansowo od inicjatora, czyli nie może być pośrednio lub bezpośrednio kredytowana przez inicjatora. Niespełnienie tego wymogu mogłoby spowodować wrócenie ryzyka sekurytyzowanych wierzytelności do inicjatora, czemu ma zapobiec stworzenie SPV [6]. Dodatkowo wszystkie podmioty, wobec których SPV ma zobowiązania, powinny podpisać deklarację, że ich roszczenia są podporządkowane w stosunku do roszczeń inwestorów. SPV powinna się charakteryzować brakiem powiązań z innymi podmiotami, gdyż to pozwala na uniknięcie odpowiedzialności za zobowiązania powstałe w wyniku działalności innej jednostki, dlatego często w literaturze jest nazywana „spółką sierocą” (*orphan company*).

4.1. Forma prawna SPV

Forma prawna SPV nie jest jednoznaczna. W zależności od państwa, w którym proces sekurytyzacji ma miejsce, problem ten jest inaczej rozwiązany. Na przykład w Niemczech przyjmuje się formę spółki lub fundacji, we Francji zaś ustawodawstwo stworzyło szczególny rodzaj podmiotu tylko na potrzeby sekurytyzacji. W Wielkiej Brytanii przyjęto w większości wypadków formę trustu o celach prywatnych (powiernicze zarządzanie majątkiem w interesie określonej osoby, większej liczby osób czy też instytucji, na podstawie odpowiedniego dokumentu; podstawa prawna tego dokumentu odpowiada wymogom aktu fundacyjnego) [6].

Do określenia formy prawnej SPV niezbędna jest analiza przedmiotu jego działalności. Przedmiotem tej działalności jest kupowanie lub zabezpieczanie (umowa kaucji) puli wierzytelności od inicjatora procesu sekurytyzacji, następnie emisja papierów wartościowych pod te wierzytelności, spłata wyemitowanych papierów oraz zawieranie i wykonywanie umów związanych z emisją. Głównym zadaniem działania SPV nie jest uzyskanie zysku, jednak cel ten jest możliwy do osiągnięcia.

Problemem jest określenie, czy tak zdefiniowany przedmiot działalności SPV spełnia warunki prowadzenia przez SPV działalności gospodarczej. Przyjmuje się,

iz działalność gospodarcza zmierza do osiągnięcia określonego celu, a więc podlega określonym regułom ekonomicznym. Jednak w statucie podmiotu jest określone, czy podmiot w swojej działalności zakłada zysk, czy tylko pokrycie kosztów własnymi dochodami. Takie rozumienie działalności gospodarczej pozwala przyjąć, że SPV jest podmiotem prowadzącym taką działalność. Formy prawne, jakie SPV może przyjąć, to spółka z ograniczoną odpowiedzialnością i spółka akcyjna. Należy podkreślić, że spółka akcyjna nie musi koniecznie prowadzić działalności gospodarczej. Jest to jednak wymóg konieczny po to, by SPV mogła być emitentem obligacji [10].

Jeżeli natomiast założy się, że SPV nie prowadzi działalności gospodarczej, jako formę prawną możliwą do przyjęcia przez SPV należy rozważyć fundację. Fundatorem takiej fundacji mógłby być inicjator procesu sekurytyzacji. Ważne byłoby wówczas odpowiednie sformułowanie statutu fundacji po to, by uniemożliwić jakiegokolwiek dalszy wpływ fundatora na działanie fundacji. Inwestorzy, nabywający emitowane przez SPV papiery wartościowe, byłiby beneficjentami fundacji.

W polskim prawie przepisy na temat procesu sekurytyzacji są zawarte w ustawach o funduszach inwestycyjnych oraz prawie bankowym. Inicjator procesu (bank) może skorzystać z dwóch form prawnych SPV: funduszu sekurytyzacyjnego, który jest odmianą funduszu inwestycyjnego, oraz spółki kapitałowej. Prawo przewiduje jednak znaczne różnice w realizacji procesu w zależności od formy prawnej SPV. Inicjator procesu ma więcej korzyści, jeżeli formą SPV jest fundusz sekurytyzacyjny. W takiej sytuacji jest możliwe przeprowadzenie obu odmian procesu (dla spółki kapitałowej nie jest możliwe zawarcie umowy o subpartycypację). Dodatkowo kosztem uzyskania przychodu dla banku jest strata powstała w związku ze zbyciem wierzytelności z tytułu kredytów tylko i wyłącznie funduszowi sekurytyzacyjnemu. Ustawodawca zróżnicował również uprawnienia w zależności od formy prawnej SPV co do ujawnienia tajemnicy bankowej [11].

4.2. Umowy zawierane pomiędzy inicjatorem a SPV

Jak już wcześniej zostało wspomniane, istnieją w praktyce dwa rodzaje procesu sekurytyzacji. Zasadniczą różnicą między modelami jest rodzaj umowy zawieranej między inicjatorem procesu a SPV. W sekurytyzacji pozabilansowej mamy do czynienia z umową sprzedaży wierzytelności, a umowa zawierana w sekurytyzacji bilansowej jest umową kaucji, dzięki czemu sekurytyzowane wierzytelności zostają zabezpieczone.

Sprzedając wierzytelności, inicjator zawiera z SPV umowę sprzedaży, która (ze względu na rozporządzanie prawami o bardzo dużej wartości) powinna być sporządzona, co najmniej w formie pisemnej.

Przelew wierzytelności uregulowany w art. 509 i nast. k.c., przy braku postanowień przeciwnych, może przyjąć za swój przedmiot każdy rodzaj aktywów.

W przypadku zawarcia w umowie podstawowej, z której wynika wierzytelność, klauzuli warunkującej skuteczność od zgody dłużnika, skuteczność dokonanej cesji uzależniona jest od złożenia stosownego oświadczenia przez dłużnika. Dodatkowo skuteczne przeniesienie wierzytelności aktywów jest zależne od treści ustawy, właściwości zobowiązania lub spełnienia określonych w umowie warunków. Wraz z cedowaną wierzytelnością przechodzą na SPV roszczenia o zapłatę kary umownej, odstępnego, roszczenia o zaskarżenie czynności prawnych dłużnika, działań na szkodę wierzycieli, oraz roszczenie o zapłatę odsetek, wymaganych już po dokonaniu przelewu. Na cesjonariusza przechodzą także prawa kształtujące, występujące po stronie wierzycielskiej obok cedowanej wierzytelności. Dotyczy to zwłaszcza prawa odstąpienia od umowy, prawa wypowiedzenia stosunku o charakterze trwałym oraz przysługującego cedentowi prawa wyboru świadczenia w zobowiązaniu przemiennym. Poza przypadkami określonymi w art. 509 k.c., przelew wierzytelności na osobę trzecią nie wymaga ani zgody, ani nawet wiedzy dłużnika, co stanowi największą zaletę cesji. Przede wszystkim wyeliminowana zostaje aktywna rola dłużnika w sekurytyzacji, po drugie obsługa wpływów z należności może być prowadzona przez inicjatora [3].

Do zeszłego roku cesja wierzytelności bankowych była tematem wielu sporów. Przyczyną tego była tajemnica bankowa (art. 104, ust. 1 *Prawa bankowego*), która obejmuje wszystkich pracowników bankowych, a dotyczy wszystkich wiadomości związanych z działalnością banku, w tym również danych osób będących stroną umowy z bankiem (np. kredytobiorców, których wierzytelności mogą zostać przekazane do procesu sekurytyzacji) [5]. Problem ten dotyczył firmy zajmujące się zarządzaniem należnościami, które m.in. nabywają portfele wierzytelności bankowych w drodze cesji oraz zajmują się obsługą windykacyjną wierzytelności instytucji finansowych. Zrozumienie istoty problemu oraz zeszłoroczne zmiany *Prawa bankowego* umożliwiły instytucjom finansowym swobodniejsze działania w sferze zarządzania należnościami, co w przyszłości może przyczynić się również do zastosowania procesu sekurytyzacji jako alternatywy dla sprzedaży portfela wierzytelności [11].

Ze sprzedażą wierzytelności wiąże się również zawarcie umowy o obsłudze sekurytyzowanych wierzytelności. Jest ona podpisywana w celu uniknięcia angażowania SPV w obsługę kupionych wierzytelności, co ma podwyższyć bezpieczeństwo spłaty emitowanych papierów. Stronami umowy są SPV oraz podmiot, który (na mocy umowy) będzie obsługiwał pulę sekurytyzowanych wierzytelności. Podmiotem tym jest zazwyczaj inicjator procesu, mający najszerszą wiedzę dotyczącą wierzytelności oraz utrzymujący ścisłe kontakty z kredytobiorcami.

Umowa o obsługę wierzytelności jest umową o świadczeniu usług, stosuje się więc do niej odpowiednio przepisy dotyczące zlecenia. W umowie zazwyczaj udział biorą trzy podmioty: SPV, inicjator oraz podmiot, który w razie nienależytego wykonania lub niewykonania usługi przez inicjatora lub zagrożenia jego niewypłacalnością przejmuje obowiązki obsługi.

Inicjator, jako podmiot zajmujący się obsługą sekurytyzowanych wierzytelności, zobowiązany jest do następujących czynności:

- przyjmowania środków pieniężnych od dłużników SPV z sekurytyzowanej puli, w imieniu i na rachunek SPV,
- dochodzenia roszczeń związanych z niewywiązywaniem się albo nienależytym wywiązywaniem ze zobowiązań dłużników SPV, w imieniu i na rachunek SPV.

Ze swej strony SPV upoważnia inicjatora do przyjmowania środków pieniężnych od dłużników oraz dochodzenia roszczeń przysługujących SPV w stosunku do nich.

Trzeci podmiot umowy ma analogiczne upoważnienia jak inicjator, pod warunkiem podjęcia obowiązków inicjatora [6].

W sekurytyzacji bilansowej zamiast sprzedaży wierzytelności stosuje się inną formą przeniesienia wierzytelności, tzw. subpartycypację. Pierwotny właściciel praw – inicjator procesu („zbywca” praw) zobowiązuje się do przenoszenia na SPV („nabywcę” praw) wszelkich korzyści z praw będących przedmiotem umowy. W zamian SPV przenosi na inicjatora oznaczone środki pieniężne, które mogą przyjąć formę kaucji lub depozytu. W praktyce SPV deponuje na rachunku „zbywcy” praw określone środki, jednocześnie zawierając umowę, że środki te będą podlegać zwrotowi i zostaną spłacone przez „zbywcę” z chwilą spełnienia świadczenia przez dłużnika w stosunku do sekurytyzowanych wierzytelności (spłaty wierzytelności inicjatorowi). Przelane przez SPV środki są rodzajem kaucji, która zabezpiecza spłatę sekurytyzowanych wierzytelności. Subpartycypacja nie przenosi na SPV żadnych bezpośrednich praw w stosunku do pierwotnych dłużników wierzytelności, ale na SPV efektywnie przenoszą się wszystkie korzyści związane z sekurytyzowanymi wierzytelnościami. Dotyczy to przede wszystkim środków, które są wpłacane przez pierwotnych dłużników z tytułu sekurytyzowanych wierzytelności.

Zastosowanie supartycypacji nie pozwala na oddzielenie ryzyka upadłości inicjatora procesu od SPV, ponieważ sekurytyzowane wierzytelności pozostają cały czas w bilansie aranżera [2].

Przedstawiona konstrukcja procesu oraz założenia dotyczące działalności SPV w praktyce pokazują, że działalność inicjatora nie ma wpływu na finalny produkt transakcji. Obligacje wyemitowane w procesie sekurytyzacji mają wyższy rating niż „tradycyjne” obligacje tego samego podmiotu, czego powodem jest m.in. ograniczenie działalności emitenta, czyli SPV.

Literatura

- [1] Gudkova S., *Sekurytyzacja należności kredytowych banków*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2002.
- [2] Jaroński P., *Nowe zjawisko prawne, finansowe i bankowe*, „Rzeczpospolita” nr 125, 29.05.1998.
- [3] Kodeks Cywilny, Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. z póź. zm.

-
- [4] Kosiński A., *Sekurytyzacja aktywów*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1997.
 - [5] *Prawo bankowe*, Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. z późn.zm.
 - [6] Raczkowska I.A., *Sekurytyzacja wierzytelności bankowych. Podstawowe zagadnienia prawne*, Konieczny i Kruszewski, Warszawa 2001.
 - [7] Rosenthal J.A., Ocampo J.M., *Securitization of Credit. Inside the New Technology of Finance*, McKinsey & Company, Inc., USA 1988.
 - [8] Rzeżuchowska G., *Banki bez tajemnic*, „Gazeta Finansowa” nr 49, 04.12.2004.
 - [9] Styn I., *Co to jest sekurytyzacja aktywów?*, „Rynek Terminowy” nr 14, 4/01.
 - [10] Ustawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1997 r. (DzU 1997 nr 118. poz. 754 z póź. zm.).
 - [11] Wysokiński A., *Niewykorzystana szansa*, „Gazeta Bankowa” nr 29, 18-24 lipca 2005.

THE FUNCTION OF SPV IN THE SECURITISATION PROCESS

Summary

Securitisation has achieved the great success both as an alternative source of capital and as a tool of assets management. One of the reasons is the possibility of adjustment of the process to legislative and market requirements of each country thanks to a construction of the transaction. One element of a construction is SPV, which eliminates the risk of initiator but also participates in other many aspects.

Mgr Dominika Hadro jest doktorantką w Katedrze Finansów na Wydziale Gospodarki Narodowej Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.