

Izabela Kidacka

Uniwersytet Szczeciński

WYZWANIA DLA SEKURYTYZACJI**1. Wstęp**

Potrzeba taniego i długoterminowego kapitału zagranicznego była motorem napędowym sekurytyzacji w wielu krajach. Ponieważ papiery programów sekurytyzacji są rozwiniętymi produktami finansowymi, mało znanymi uczestnikom nowych rynków, istnieje szereg istotnych zagadnień, które powinny być poznane z wyprzedzeniem przez odpowiednie strony transakcji, w celu racjonalnego wykorzystania czasu i przygotowania się na możliwe przeszkody. Poziom zrozumienia i sposób traktowania sekurytyzacji przez instytucje regulacyjne wpływa w istotny sposób na rozwój sekurytyzacji w każdym kraju.

Warunkiem powodzenia sekurytyzacji jest wsparcie przez prawo papierów wartościowych oraz stosowanie jasnych i rzeczowych wzorców pozabilansowych sekurytyzowanych aktywów, szczególnie w przypadku tych pożyczkodawców, którzy stosują sekurytyzację celem zredukowania wymagań rezerwy kapitałowej. Poniżej zamieszczono typowe zagadnienia, z którymi spotykają się uczestnicy transakcji sekurytyzacji na rozwijających się rynkach. Najistotniejsze jest przekonanie o istnieniu odpowiedniej infrastruktury, ułatwiającej funkcjonowanie strategii finansowania. Dotyczy ona zazwyczaj takich zagadnień, jak: struktura spółki specjalnego przeznaczenia, forma papierów wartościowych, limity nałożone na inwestujących w papiery, sposób traktowania klasyfikowanych papierów przez przepisy regulacyjne, sposób traktowania rachunkowości i opodatkowania transakcji.

Ponadto stopień regulacji inicjatorów oraz pośredników finansowych biorących udział w sekurytyzacji wpływa zarówno na jakość kredytu, jak i na motywacje leżące u podstaw tworzenia transakcji. Zagadnienia prawne dotyczące stron transakcji, takie jak lokalne prawo dotyczące bankructwa, transferu sekurytyzowanych aktywów do SPV, zagadnień podatkowych, udziału posiadacza papierów wartościowych w aktywach, prawa ochrony danych i konsumentów, mają poważny wpływ na możliwości każdej sekurytyzacji, szczególnie na nowych rynkach, gdzie lokalne prawo i istota systemu prawnego są mniej zbadane, a precedensy prawne

mogą być ograniczone lub mogą nie mieć zastosowania do sekurytyzacji. Ogólna rzetelność i stabilność lokalnego systemu prawnego może również odgrywać istotną rolę¹. Nawet jeżeli nowe prawo jest tworzone specjalnie pod kątem sekurytyzacji, jego przepisy wymagają przetestowania w normalnych warunkach. Ponadto, w razie problemów gospodarczych, rząd może odmiennie interpretować nowe prawo, wierząc że działa w interesie kraju. Dotyczy to szczególnie krajów z rozwijającymi się rynkami. Ryzyko takie musi być rozważone przez wszystkie strony transakcji, szczególnie zaś przez agencje klasyfikacyjne i inwestorów.

2. Charakterystyka aktywów na nowych rynkach

Zdobycie dokładnych danych dotyczących charakterystyki aktywów lub historycznych danych dotyczących wyników portfela pożyczkodawcy może być problematyczne na rozwijających się rynkach. Poważne obawy może budzić rzetelność lub zgodność danych. Dane historyczne są często ograniczone, a „tradycyjne” aktywa, takie jak pożyczki konsumenckie lub hipoteczne, nie są uporządkowane zgodnie z wymogami statycznej stawki². Ważne jest również, aby dane dotyczące wyników transakcji, przygotowywane na bieżąco przez obsługującego do celów monitoringu, były zgodne z międzynarodowymi standardami raportowania³. Pokrewnym zagadnieniem jest przegląd danych przez niezależną agencję rachunkową i ocena rzetelności zastosowanych standardów rachunkowości.

Pośrednicy powinni dysponować odpowiednio dużymi stawkami aktywów, aby sekurytyzacja była warta rozważenia i osiągnęła efekt ekonomiczny. Ponadto duże stawki aktywów przekładają się na potencjalnie duże emisje, które zwiększają płynność rynku. Homogeniczne portfele aktywów gwarantowane standardowymi kontraktami pożyczkowymi są łatwiejsze do analizy wyników płatności. Standardowe charakterystyki aktywów promują również płynność rynku. Aktywa posiadające przewidywalne i stałe strumienie dochodów są lepszymi kandydatami do sekurytyzacji. Dlatego aktywa, których oprocentowanie i zapadalność zależą od wskaźników ekonomicznych, takich jak np. wskaźnik cen konsumenckich czy wzrost płac, mogą być trudne do sekurytyzacji. Niepewność wyników pożyczki powoduje żądanie wyższych zwrotów na papierach ze strony inwestorów oraz wyższych poziomów wzmocnienia.

¹ W Polsce stworzono podobne rozwiązanie na mocy nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r.

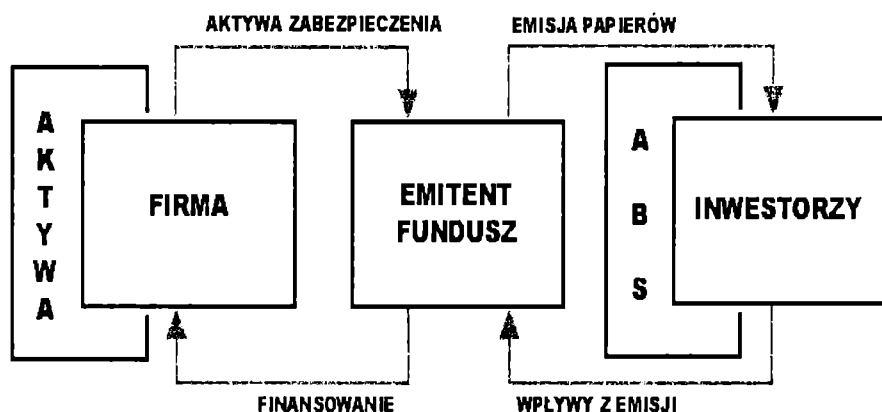
² Historyczne wyniki są uporządkowane zgodnie z zasadami statycznej stawki, gdy wyniki każdej pożyczki są przedstawione oddzielnie (zwykle na bazie rocznej lub kwartalnej). Umożliwia to śledzenie odpowiednich trendów i porównanie w różnych okresach. Pozwala to uniknąć zniekształceń danych spowodowanych zmianami w składzie i rozmiarze ogólnego portfela. Zmiany te mogą przysłać rzeczywiste wyniki, jeżeli raporty dotyczą połączonej, dynamicznej stawki.

³ Moody's Structured Finance Report. (2002). Update to Approach to European Post-Issuance Monitoring and Reporting. Moody's Investor's Services.

Historyczne wyniki aktywów są ważnym wskaźnikiem ich zachowania się w przyszłości, pod warunkiem że charakterystyki pożyczkobiorców lub aktywów nie ulegają poważnym zmianom. Jeśli historyczne dane nie sięgają odpowiednio daleko wstecz lub nie obejmują żadnego cyklu koniunkturalnego, ich przydatność może być również ograniczona.

3. Charakterystyka potencjalnych uczestników sekurytyzacji

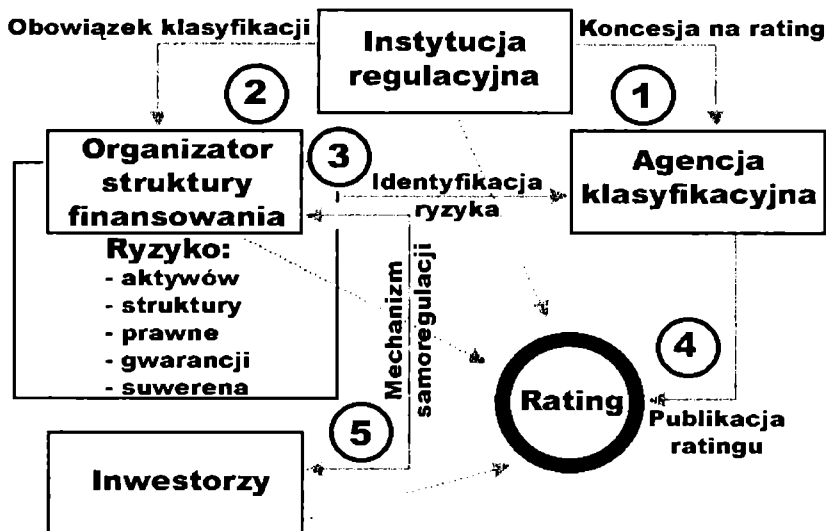
Stabilność i możliwości sekurytyzacji zależą w znacznym stopniu od poziomu rozwoju lokalnych rynków finansowych. Ważnym czynnikiem jest dostępność i jakość instrumentów redukcji ryzyka, takich jak transakcje swap walut i stóp procentowych. Równie ważna jest ogólna dojrzałość i stopień rozwinięcia lokalnych rynków papierów wartościowych, w tym rynków papierów dłużnych (ABS).



Rys. 1. Struktura sekurytyzacji

Źródło: opracowanie własne.

Często zdarza się, że inicjatorzy lub obsługujący transakcje na nowych rynkach nie są sklasyfikowani, co budzi wątpliwości, czy kondycja finansowa tych instytucji pozwoli na obsługę bazowych aktywów do chwili zapadalności papierów dłużnych (ABS). Uzyskanie klasyfikacji przez transakcję może wymagać wcześniejszego dokonania oceny wartości kredytowej przez pośrednika obsługującego aktywa. W przypadku gdy ocena kredytowa wypada w klasie spekulacyjnej, konieczny będzie awaryjny obsługujący z odpowiednią oceną wartości kredytowej.



Rys. 2. Rola klasyfikacji kredytowej

Źródło: opracowanie własne

3.1. Sekurytyzacja z punktu widzenia suwerena

- Szybkie finansowanie aktywów, których upłynnienie tradycyjnymi metodami zajmuje znacznie więcej czasu.
- Ograniczenie ryzyka przepływów pieniężnych aktywów poddanych sekurytyzacji – istotne dla stabilności systemu finansowego państwa.
- Możliwość redukcji poziomu zadłużenia finansów publicznych przez upłynnienie części zadłużenia.
- Poprawa przejrzystości działań administracji w zakresie zarządzania majątkiem Skarbu Państwa w wyniku obligatoryjnego uzyskania oceny ratingowej i aktualizacji wartości aktywów do wartości rynkowej.
- Możliwość promowania i kształtowania aktywności gospodarczej, tworzenia nowych miejsc pracy oraz rozwoju infrastruktury w wyniku systemowego wsparcia programów sekurytyzacji określonych aktywów.

3.2. Sekurytyzacja z punktu widzenia instytucji regulacyjnych

- Zmniejszenie zagrożenia instytucji finansowych ryzykiem koncentracji sektorowej i branżowej.
- Poprawa przejrzystości rynkowej na poziomie instytucji finansowych oraz powstanie konkurencji w zakresie zarządzania aktywami.

- Dywersyfikacja źródeł kapitału poprzez uzupełnienie krótkoterminowego finansowania bankowego sektorem finansowania średnio- i długoterminowego z wykorzystaniem rynków papierów dłużnych.
- Lepsze wykorzystanie rezerw kapitałowych instytucji finansowych dzięki przeniesieniu części ryzyka finansowania z systemu bankowego na inwestorów rynku papierów dłużnych.

3.3. Sekurytyzacja i motywacje emitenta

Sekurytyzacja aktywów może wynikać z chęci dywersyfikacji finansowania, obniżenia kosztów finansowania lub zarządzania bilansem. Z wyjątkiem sytuacji, w której sekurytyzacja jest jedyną opcją finansowania, emitent musi dokonać pełnej analizy rozkładu czasowego i źródeł zaangażowanych w tę strategię finansowej. Musi ocenić, czy koszty operacji będą uzasadnione przez oszczędności lub korzyści, jakich dostarczy sekurytyzacja. Należy uwzględnić również efekt skali związany z kolejnymi emisjami. Problem kosztów związanych z pierwszą emisją jest szczególnie ważny w sytuacji, gdy finansowanie dotyczy nowych aktywów lub nowych systemów prawnych.

W większości przypadków sekurytyzacja niesie istotne korzyści dla emitentów na nowych rynkach. Mogą one być jednak zredukowane, gdy dostępne są inne, efektywne źródła finansowania. Niektóre banki Europy Centralnej, w tym uniwersalne banki polskie, posiadają silną bazę płynnych aktywów połączoną z atrakcyjnymi stopami finansowania, aktywa te oparte są na depozytach klientów, co redukuje atrakcyjność sekurytyzacji. Nawet w tej sytuacji sekurytyzacja może być dla banków atrakcyjna z powodu uwolnienia kapitału regulacyjnego, połączonego z bardziej efektywnym zarządzaniem aktywami i zobowiązaniami, pozwala również na wykorzystanie kapitału ekonomicznego w innych obszarach biznesu bankowego.

3.4. Sekurytyzacja z punktu widzenia instytucji finansowych poddających sekurytyzacji własne aktywa

- Redukcja poziomu ryzyka związanego z własnymi potrzebami kapitałowymi przez upłynnienie części aktywów.
- Poprawa jakości zarządzania ryzykiem związanym z aktywnością w określone sektory i branże gospodarki.
- Konwersja ryzyka związanego z finansowaniem krótkoterminowym w związku z wykorzystaniem finansowania średnio- i długoterminowego.
- Wprowadzenie lub poprawa standardów zarządzania ryzykiem portfela aktywów dzięki identyfikacji i klasyfikacji ryzyka w procesie nadania ratingu przez agencję klasyfikacyjną.

3.5. Sekurytyzacja z punktu widzenia instytucji finansowych organizujących sekurytyzację dla swoich klientów

- Poszerzenie koncesji rynkowej i podwyższenie konkurencyjności poprzez ofertę nowego, atrakcyjnego cenowo produktu finansowego.
- Możliwość dalszej współpracy z klientem, który przekroczył limity zaangażowania banku w kredytowanie pojedynczego podmiotu gospodarczego.
- Opłaty za obsługę programu sekurytyzacji stanowią źródło dochodów niewymagające powiększania rezerwy kapitałowej.

3.6. Sekurytyzacja z punktu widzenia instytucji pozabankowych

Instytucje pozabankowe nie są ograniczone wymaganiami kapitału regulacyjnego, sekurytyzacja uwalnia kapitał ekonomiczny poprzez transfer ryzyka do posiadaczy papierów dłużnych, często pozwalając korporacjom na obniżenie ogólnych kosztów finansowania długiem. Inicjator nie tylko musi posiadać motywacje do przeprowadzenia sekurytyzacji, lecz musi być do niej przygotowany. Przygotowań wymaga wiele obszarów aktywności inicjatora, takich jak dział gwarancji, obsługi, zarządzania informacją czy dział rachunkowości. Jeśli istniejące dokumenty lub warunki udzielania pożyczek nie są odpowiednie do sekurytyzacji, muszą zostać zmodyfikowane standardy udzielania pożyczek oraz kontrakty pożyczkowe. Należy uściślić procedury obsługi sekurytyzowanych aktywów, szczególnie w przypadku pożyczkodawców zadowolonych z kar płaconych przez nieterminowych pożyczkobiorców. Systemy informacji muszą dostarczać danych o historycznych wynikach i przewidywać przyszłe wyniki aktywów. Systemy obsługi muszą być zdolne do zarządzania programem sekurytyzacji, rozdzielenia aktywów, należności i płatności.

3.7. Sekurytyzacja z punktu widzenia korporacji

Inicjator korporacyjny może osiągnąć następujące korzyści wynikające z sekurytyzacji:

- Przy systemowym przygotowaniu i dojrzałym rynku sekurytyzacja pozwala na pozyskanie finansowania po niższym koszcie niż kredyt bankowy, emisja obligacji czy udziałów. Wynika to z niższej premii za ryzyko żądanej przez inwestorów w związku z separacją zdolności obsługi zadłużenia przez firmę poszukującą finansowania od prawdopodobieństwa spłat wyemitowanych papierów dłużnych.
- W przypadku korporacji nieposiadających ratingu, które nie są w stanie wejść na rynek z emisją obligacji lub których rating jest zbyt niski, aby uzyskać finansowanie po rozsądnych kosztach, sekurytyzacja może być jedyną drogą wejścia na rynek kapitałowy.

- Firmy prowadzące działalność wymagającą wysokiego poziomu zadłużenia, takie jak działające w sektorze rozwoju infrastruktury, mogą wybrać sekurytyzację jako podstawowy sposób finansowania działalności.
- Obecność techniki sekurytyzacji jest czynnikiem samoregulacyjnym rynku, prowadzącym do obniżenia marży za tradycyjne usługi bankowe.
- Upłynnienie części aktywów firmy daje możliwość zmiany struktury zadłużenia i pozbycia się tradycyjnego kosztowniejszego długu długoterminowego.

3.8. Sekurytyzacja z punktu widzenia inwestorów

Popyt na papiery ze strony inwestorów jest równie ważny, jak motywacje kierujące ich podażą. Popyt na papiery zależy od następujących czynników ryzyka:

- Wyniki aktywów. Brak danych dotyczących historycznych lub bieżących wyników aktywów utrudnia przewidywanie ich zachowania się.
- Wyniki trzeciej strony. Istotne jest zaufanie pokładane w obsługującym aktywa, dostawcach wsparcia kredytu oraz powiernikach trzeciej strony.
- Stabilność waluty. Dla zagranicznych inwestorów nie istnieją (lub są rzadkością) instrumenty swap pozwalające na zamianę lokalnej waluty. Naraża to inwestorów na zmienne kursy wymiany. Ryzykują oni również brakiem możliwości transferu lub wymiany lokalnej waluty na miejscu.
- Schemat spłat. W wielu sekurytyzacjach inwestorzy mogą się spotkać z niepewnym rozkładem czasowym zwrotu kapitału z inwestycji.
- Płynność rynku wtórnego. Wolumen lub poziom transakcji papierów dłużnych wpływa na ich wartość.

Tak postrzegane ryzyko będzie wpływało na wycenę papierów. Wycena jest łatwiejsza, jeżeli dostępne są wzorce, takie jak papiery z podobnymi warunkami spłaty i zapadalnością. Na większości rozwijających się rynków papiery długoterminowe są mało popularne, dlatego najczęściej wycena papierów wspartych hipotekami, czyli tych, od których rozpoczynał się rozwój rynków sekurytyzacji, może być trudna, a inwestorzy wymagają wyższych zysków. Popyt ze strony zagranicznych inwestorów będzie również funkcją konkurencyjności instrumentu. Zjawisko to zaobserwowano na początku lat 90. ubiegłego wieku, kiedy amerykańscy inwestorzy skierowali pieniądze na rozwijające się rynki, gdy amerykańskie stopy procentowe były stosunkowo niskie. Należy również zwrócić uwagę na to, że inwestorzy indywidualni też mają szansę skorzystać z sekurytyzacji, jeżeli zainteresowani są dywersyfikacją swojego portfela poprzez inwestowanie w jednostki uczestnictwa funduszy, dla których sekurytyzacja może być atrakcyjną techniką zarządzania portfelem.

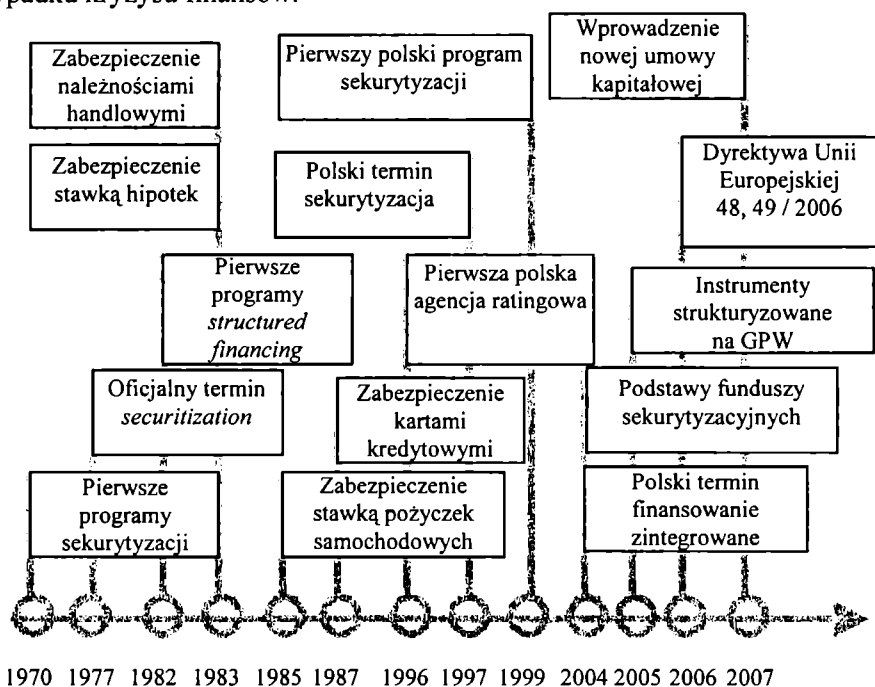
4. Znaczenie profesjonalnej klasyfikacji ryzyka

Pomimo gwarantowanego charakteru transakcji papiery finansowania zintegrowanego nie są pozbawione ryzyka. Środowisko polityczne i ekonomiczne kraju

może mieć wpływ na jakość kredytową papierów. Ponadto brak celowego prawa rządzącego sekurytyzacją powoduje dodatkowe ryzyko i niepewność inwestorów. Inwestorzy muszą zatem otrzymać wystarczający zysk, kompensujący dostrzegane przez nich ryzyko.

Obawy inwestorów nowych rynków związane są z ograniczonym doświadczeniem w zakresie produktów finansowania zintegrowanego, wynikającym z faktu rzadkiego pojawiania się tych instrumentów na rynku. Pomocą mogą być raporty agencji klasyfikacyjnych dotyczące metodologii oceny i badań transakcji finansowania zintegrowanego na innych rynkach. Nieufność inwestorów wynika z wyjątkowej charakterystyki papierów finansowania zintegrowanego, które nie posiadają standardowego profilu obligacji korporacyjnych (ABS), a ich zapadalność i wewnętrzne wzmocnienie zależy poważnie od stopy przedpłat bazowych aktywów.

Inwestorzy zagraniczni mają z kolei doświadczenie w dziedzinie sekurytyzacji w innych krajach, lecz niewielką wiedzę na temat nowego rynku. Muszą przezwyciężyć szereg obaw co do ryzyka obecnego w nowych krajach. Na przykład transakcje międzynarodowe wymagają szczególnej uwagi dotyczącej potencjalnego pułapu suwerena, który może być zastosowany do klasyfikacji papierów dłużnych. Wynika on z ratingu zobowiązań w obcej walucie oraz możliwości zastosowania przez rząd moratorium na wszystkie długi lub inne płatności w obcej walucie w przypadku kryzysu finansów.



Rys. 3. „Mapa drogowa” rozwoju sekurytyzacji i finansowania zintegrowanego

Źródło: opracowanie własne.

Doświadczenie w zakresie sekurytyzacji jest bardzo istotne dla wszystkich jej uczestników. Inicjatorzy potrzebują wiedzy doświadczonych bankowców, prawników i audytorów, a inwestorzy pewności, którą zapewnia profesjonalizm organizatorów transakcji. Potrzebują oni również doświadczonych i rzetelnych agencji ratingowych, których opinie pomagają oszacować ryzyko przypisane papierom. Ratingi pozwalają takim inwestorom, jak fundusze emerytalne i spółki ubezpieczeniowe, na dokładny i szybki pomiar ryzyka bez angażowania własnych zasobów. W miarę postępującej globalizacji ratingi stają się nawet bardziej istotne, szczególnie dla emitentów poszukujących nowych sposobów pozyskania kapitału na nowych rynkach. Ratingi pozwalają emitentom na poszerzenie bazy pożyczkowej poprzez zapewnienie dostępu do krajowego i międzynarodowego rynku kapitałowego. Często zdarza się, że międzynarodowe rynki kapitałowe są niedostępne bez ratingu uznanej na całym świecie agencji klasyfikacyjnej. Ratingi emitentów w transakcjach sekurytyzacji są obowiązującą normą, a z powodu złożoności strukturalnej papiery dłużne są trudne do marketingu bez ocen klasyfikacyjnych. Wykonanie analizy bazowych aktywów, przepływów gotówki oraz struktury prawnej przez inwestora jest niezwykle trudne, szczególnie jeśli wziąć pod uwagę, że wszystkie informacje potrzebne do oszacowania rzeczywistego ryzyka nie są dostępne dla inwestorów. Dlatego tak istotna jest rola ocen klasyfikacyjnych nadawanych przez agencje ratingowe.

5. Podsumowanie

„Mapa drogowa” rozwoju sekurytyzacji i finansowania zintegrowanego obejmuje kilka szczególnych punktów decydujących o obecnym kształcie tej formy finansowania. Kraje rozwijające się, takie jak Polska, znajdują się na początku swojej drogi. Należy założyć, że wykorzystanie doświadczeń rynków rozwiniętych pozwoli na intensyfikację i przyspieszenie procesów przemian.

Literatura

- Global Credit Analysis*, red. D. Stimpson, IFR Books, London 1995.
- Kidacka I., *Finanse zintegrowane. Sekurytyzacja, struktury finansowe*, Difin, Warszawa 2006.
- Kidacka I., *Finanse zintegrowane. Credit-rating a ryzyko*, Wydawnictwo Naukowe US, Szczecin 2006.
- Mishkin F. S., *Ekonomika pieniądza bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- S&P Information & Media Services, Moody's Investors Services, 2000-2004.
- Tajniki finansów*, LIBER, Warszawa 2000.

CHALLENGES FOR SECURITIZATION

Summary

The securitization financial performance depends on all the participants' professional experience level. The originators require experienced investment bankers, lawyers and auditors, while the investors need the confidence, arising from organizers' professional background. All of them rely on opinions of professional and reliable rating agencies. The organizers require the rating agencies' opinions to estimate the transaction support level, while the investors to calculate the emission risk level, regardless of internal investment standards.