

Marcin Liberadzki

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

PROPOZYCJA UJĘCIA SEKURTYZACJI SYNTETYCZNEJ NA GRUNCIE PRAWA POLSKIEGO

Streszczenie: Opracowanie dotyczy możliwości zastosowania zaawansowanych struktur sekurytyzacyjnych w Polsce. Różnorodne typy papierów ABS, szczególnie syntetyczne struktury CDO/CLO, zostały omówione, przeanalizowane i porównane. Największe wyzwanie stanowi dopasowanie modelu syntetycznej sekurytyzacji do otoczenia prawno-instytucjonalnego w Polsce. Warto nadmienić, że pomimo rozpowszechnienia struktur CDO na świecie, szczególnie w USA, nie były one w zasadzie praktycznie w ogóle stosowane w Polsce. W opracowaniu sformułowano postulaty i wskazano obszary dotyczące tych rozwiązań prawnych, które należałoby zastosować w przypadku wprowadzania syntetycznych CDO do polskiej praktyki.

Słowa kluczowe: sekurytyzacja syntetyczna, papiery wartościowe, CDO, CLO.

1. Wstęp

Niniejszy artykuł stanowi próbę ujęcia transakcji *synthetic* CDO w ramy polskiego prawa. Istota transakcji sekurytyzacji syntetycznej jest zbadana. Literatura na temat ekonomicznych aspektów CDO jest powszechnie znana, szczególnie ta amerykańska [Choudhry 2004; Lucas i in. 2006]. Zdaniem autora brakuje opracowań proponujących oprzyrządowanie prawne dające możliwości stosowania tego typu transakcji w Polsce. Co prawda istnieje na świecie literatura poruszająca aspekty prawne sekurytyzacji syntetycznej [Das 2000], ale zaproponowane tam rozwiązania jako odnoszące się raczej do specyfiki anglosaskiego systemu prawa, całkowicie odmiennego od naszego, nie znajdują stosowania w otoczeniu instytucjonalno-prawnym w Polsce. Inną sprawą jest, że literatura polska często poprzestaje na opisie modelu amerykańskiego, co bynajmniej nie przydaje jej walorów aplikacyjnych. Na przykład aktywnym bazowym w amerykańskich papierach CMO jest obligacja typu MBS, a przecież żadne z nich nie są stosowane w polskiej praktyce.

W artykule abstrahuję zatem od ekonomicznego funkcjonowania CDO i celowości stosowania tych transakcji oraz ich wpływu na system finansowy, co też jest dobrze opisane [Niedziółka 2009]. Sekurytyzację syntetyczną postrzegam raczej jako zespół umów, częściowo nienazwanych, których tworzenie oparte jest na zasadzie swobody umów, ale także tych nazwanych – w kodeksie cywilnym lub innych ustawach. Pierwsza część opracowania służy uporządkowaniu lub wprowadzeniu terminologii na potrzeby niniejszego artykułu. W dalszej części znajduje się propozycja struktury prawnej tego transakcji *synthetic* CDO.

2. Klasyfikacja papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami

2.1. *Asset – Backed Securities*

Najogólniejszą nazwą stosowaną w przypadku papierów wartościowych emitowanych przez spółkę specjalnego przeznaczenia (SSP) w ramach transakcji sekurytyzacyjnych jest ABS (od *Asset-Backed Securities* – papiery wartościowe zabezpieczone aktywami).

Jeżeli aktywami tymi są kredyty i pożyczki, a ogólniej rzecz biorąc dług, to takie papiery określa się mianem CDO (*Collateralized Debt Obligations*). W ramach CDO można dalej wyróżnić papiery zabezpieczone obligacjami i innymi papierami dłużnymi (głównie przedsiębiorstw, ale także państw) – zwie się je CBO (*Collateralized Bond Obligations*).

Kredyty i pożyczki korporacyjne dają nazwę papierom CLO (*Collateralized Loan Obligations*). Ze względu na zabezpieczenia emisji rozróżnia się *cash* CLO oraz *synthetic* CLO. Zabezpieczeniem emisji *cash* CLO są oczekiwane strumienie gotówki z puli wierzytelności kredytowych. Wierzytelności kredytowe stają się podstawą wypłaty *cash* CLO w drodze sekurytyzacji poprzez prawdziwą sprzedaż (*true sale*) albo na drodze transferu korzyści finansowych wynikających z danej puli wierzytelności (sekurytyzacja przez subpatycypację). Z kolei zabezpieczeniem emisji *synthetic CLOs* jest portfel kredytowych instrumentów pochodnych.

W przypadku drugiego kryterium uwzględniającego cel przeprowadzenia transakcji sekurytyzacyjnej rozróżnia się *balance sheet* CLO, *arbitrage* CLO oraz *origination* CLO. Trzecie kryterium klasyfikacji *CLO* skupiające się na charakterze struktury kredytowej, chroniącej inwestorów przed ewentualnymi stratami wynikającymi z pogorszenia się jakości wierzytelności kredytowych będących zabezpieczeniem nabytych przez nich transz dłużnych, pozwala na rozróżnienie *cash flow* CLO oraz *market value* CLO.

Balance sheet CLO jest wykorzystywany przez inicjatora procesu sekurytyzacji (*originator*) do kształtowania struktury swojego bilansu lub ryzyka aktywów. Z kolei *arbitrage* CLO nie służy pozyskaniu kapitału, ale raczej stworzeniu szans zarobku dla originatora i asset-managera w wyniku arbitrażu wykorzystującego różnice między ratingami kredytowymi.

Może zdarzyć się i tak, że papiery oparte na różnych kategoriach długu – np. obligacji i kredytów – nazywane są wówczas CBO. Oddzielnej nazwy doczekały się papiery zabezpieczone kredytami hipotecznymi – MBS (*Mortgage Backed Securities*).

2.2. *Covered bonds*

Często do kategorii papierów ABS zalicza się niesłusznie *covered bonds*. Nie ma w mojej ocenie dobrej polskiej nazwy dla *covered bonds*. Tłumaczenie jako „obligacje zabezpieczone” może być mylne, bo nie każda obligacja zabezpieczona, np. hipoteką na nieruchomościach emitenta, może być zaklasyfikowana jako *covered bond*. Tu

sens zabezpieczenia wyraża się w czymś innym: w przeciwieństwie do ABS transfer ryzyka kredytowego do inwestora nie ma miejsca, albowiem pewność spłat wynika nie tylko – a może raczej nie tyle – z jakości aktywów, na jakie opiewają, ile z odpowiedzialności emitentów za spłatę kapitału i odsetek (*dual recourse instruments*).

Covered bonds z reguły są adresowane do innej kategorii inwestorów niż ABS, ponieważ z reguły mają z góry ustalony termin zapadalności, lepsze „umocowanie prawne” oraz cechują się większą płynnością. W przypadku ABS kapitał jest amortyzowany, co więcej – te papiery podlegają ryzyku przedterminowej spłaty (*prepayment risk*) ze względu na wbudowany mechanizm opcji wcześniejszej spłaty typu *call*. *Covered bonds* są emitowane na podstawie szczegółowych unormowań prawnych, np. listów zastawnych w Polsce czy niemieckich Pfandbriefe. Podstawą prawną kreowania ABS są natomiast ogólne zasady Kodeksu cywilnego (w Polsce) – szczególnie zasada swobody umów, o czym będzie mowa dalej, i z czego wynika pewna nieostrość regulacji prowokująca niejasności w przypadku ewentualnych sporów.

Artykuł 22(4) Dyrektywy UCITS¹ zawiera minimalne standardy *covered bonds*. To obligacje, których emitentem jest instytucja kredytowa mająca siedzibę w kraju członkowskim i z mocy prawa jest przedmiotem nadzoru mającego na celu chronić posiadaczy tych papierów dłużnych. Szczególnie sumy pochodzące z emisji przez instytucję kredytową muszą być inwestowane w aktywa stanowiące pokrycie roszczeń obligatariuszy przez cały czas trwania obligacji. W razie upadłości emitenta te aktywa muszą być użyte w pierwszej kolejności na zaspokojenie roszczeń posiadaczy obligacji.

Papiery, które spełniają wymogi art. 22(4), mogą być uważane za bardzo bezpieczne. Stąd fundusze inwestycyjne (przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe w rozumieniu UCITS) mają podniesiony limit inwestycji z 5 do 25% swoich aktywów w *covered bonds* emitenta spełniającego kryteria art. 22(4). Dla firm ubezpieczeniowych limit podniesiono z 5 do 40%².

3. Struktury CDO

3.1. Podział na transze

Istotą struktur CDO jest transzowanie, czyli dzielenie emitowanych przez SPV papierów na określone transze. Papiery w obrębie każdej transzy są jednorodne, natomiast transze różnią się między sobą kolejnością spłaty kapitału, co implikuje ich różne średnie okresy zapadalności, ryzyko kredytowe, stopy procentowej i płynności. Typowy podział przedstawia się następująco:

¹ Dyrektywa Rady z 10 listopada 1992 r. Coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to direct life assurance and amending Directives 79/267/EEC and 90/619/EEC (third life assurance Directive) (92/96/EEC).

² Dyrektywa Rady z 18 lipca 1992 r. Coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to direct insurance other than life assurance and amending Directives 73/239/EEC and 88/357/EEC (third non-life insurance Directive) (92/49/EEC).

- transza nadrzędna (*senior tranche*), najczęściej o najwyższym ratingu (np. AAA). Na przykład obligacje tej transzy mają stopę odsetek Euribor + 50 bp, inwestor pokrywa straty na portfelu referencyjnym dopiero, jeśli przekroczą one 25% nominalu portfela bazowego;
- transza podporządkowana (*mezzanine tranche*), o niższym ratingu (np. BBB), dla porównania: emitent płaci odsetki na podstawie stopy Euribor + 300 bp, inwestor pokrywa straty od 5 do 25% portfela bazowego;
- transza pierwszej straty (*equity tranche*), bez ratingu, najbardziej ryzykowna i rentowna. Niech stopa odsetek wynosi Euribor + 20%, ale w ciężar kapitału tej transzy odpisuje się pierwsze 5% strat na portfelu referencyjnym. Z kolei nabywcy transzy *equity* mogą dążyć do osiągnięcia dochodu stanowiącego różnicę pomiędzy dochodem uzyskanym z wierzytelności kredytowych po wystąpieniu zdarzenia *default* (*the after-default yield*) a kosztem finansowania wierzytelności kredytowych związanym z emisją długu.

W wyniku takiego zabiegu rating kredytowy niektórych transz może być wyższy niż zabezpieczenia (*collateral*), co pomaga inicjatorowi zmniejszyć koszt pozyskiwania długu. Ale również stanowi pokusę dla inicjatora do osiągnięcia zarobku w operacjach arbitrażowych. Potencjalny do osiągnięcia spread stanowi „arbitraż” leżący u podstaw *arbitrage CLOs*.

3.2. *Partially funded / unfunded synthetic CDO*

W przypadku struktury CDO w pełni finansowanej (*funded*) spółka specjalnego przeznaczenia sprzedaje zabezpieczenie w transakcji CDS (*Credit Default Swap*) z inicjatorem sekurytyzacji. W zamian otrzymuje okresowe płatności zwane premią. W związku z zawartymi CDS spółka emituje noty typu CLN (skrypt dłużny indeksowany do zdarzeń kredytowych – *Credit Linked Note*), które inwestorzy nabywają za gotówkę. CLN stanowi kombinację papieru wartościowego o stałej wypłacie i zawartego w nim kredytowego instrumentu pochodnego. CLN pozwala bankowi na replikację ryzyka kredytowego zawartego w obligacji lub kredycie, bez potrzeby nabywania któregokolwiek z tych aktywów. CLN można określić jako dłużny papier wartościowy, z którego płatności zależą od aktywa referencyjnego, nabywany przez podmiot określany jako inwestor. Emitent dłużnego papieru wartościowego to podmiot sprzedający ryzyko (kupujący zabezpieczenie), jako inwestora określa się podmiot kupujący ryzyko (sprzedający zabezpieczenie). Emitent za otrzymaną gotówkę nabywa bezpieczne dłużne papiery wartościowe, najczęściej rządowe, z tytułu których otrzymuje stałe płatności. Te papiery służą jako zabezpieczenie (*collateral*).

Skrypt dłużny indeksowany do zdarzeń kredytowych płaci kupon, którego wysokość uzależniona jest od ratingu kredytowego emitenta (w bardzo małym stopniu) i (w przeważającej mierze) dłużnika z aktywa referencyjnego. Kupon ten to zatem nic innego, jak premia za przejęcie ryzyka kredytowego i można ją porównać do premii płaconej przez kupującego zabezpieczenie w kredytowym kontrakcie zamiany. W przypadku zajścia zdarzenia kredytowego związanego z aktywem referencyj-

nym, kwota nominalu wypłacana inwestorowi w terminie wykupu skryptu jest pomniejszana odpowiednio o stratę na tymże aktywie referencyjnym. W ten sposób wszelkie straty powstałe w wyniku niewywiązywania się dłużnika z instrumentu bazowego ze swych zobowiązań obciążają inwestora. Emitent zatem pozbył się ryzyka związanego z dłużnikiem. CLN można porównać do transakcji CDS zabezpieczonej przez sprzedawcę zabezpieczenia kaucją (*collateral*) o wartości równej maksymalnej przewidywalnej stracie.

W transakcjach sekurytyzacji częściowo finansowanej (*partially funded*) inwestorzy nie płacą całej ceny na początku, co oznacza, że bank inicjator ponosi ryzyko nieotrzymania kompensacji od inwestora w przypadku wystąpienia defaultu. W praktyce niezabezpieczona jest tylko transza supersenior, dalsze w kolejności zaspokajania wierzycieli transze są zabezpieczone (stąd określenie „częściowa”).

4. Możliwość kreacji papierów ABS na gruncie prawa polskiego

4.1. Pojęcie papieru wartościowego

Polskie prawo nie zawiera definicji papieru wartościowego. Celowo pomijam w tym miejscu art. 3 pkt 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi [Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. ...] – dalej: ObrInstFin.U, w którym rozumienie pojęcia papieru wartościowego jest stosowane na potrzeby tej ustawy („ilekroć w ustawie jest mowa o papierach wartościowych – rozumie się przez to ...”). Uważam zresztą, że taka definicja wcale nie musi być w prawie zawarta – ściśle określenie cech papieru wartościowego mogłoby wręcz zahamować tworzenie nowych typów papierów wartościowych w odpowiedzi na potrzeby obrotu. Niemniej jednak można pokusić się o wymienienie cech, które musi dokument posiadać, aby być czymś więcej niż tylko dowodem przeniesienia praw. Papier wartościowy bowiem to taki dokument, który jest nosicielem inkorporowanego w nim prawa (a więc wartości, jakie dane prawo reprezentuje) [Radwański, Panowicz-Lipska 2001, s. 284]. Ktoś, kto nie ma tego dokumentu, nie może powoływać się na prawa w nim wyrażone. A więc do wykonywania prawa lub rozporządzania prawem konieczne i wystarczające jest posiadanie dokumentu. Obrazowo można powiedzieć, że w przypadku papieru wartościowego to „prawo podąża za dokumentem”, w innym wypadku obowiązywałaby zasada odwrotna: „dokument podąża za prawem” wówczas, gdy sam w sobie nie ucieleśnia prawa, stanowiąc tylko ułatwienie wykazania, że istnieje prawo podmiotowe [Radwański, Panowicz-Lipska 2001, s. 284].

4.2. Zasada *numerus clausus* papierów wartościowych

Stoję na stanowisku, że problem dopuszczalności emisji nietypowych dłużnych papierów wartościowych można rozstrzygać wyłącznie na gruncie art. 353 (1) Kodeksu cywilnego (dalej: KC). W granicach swobody umów oraz art. przepisów 921(6)-921(14) KC ogólnie normujących papiery wartościowe dopuszczalne jest zatem

wystawianie nieznanym ustawie papierów wartościowych, imiennych, na okaziciela czy na zlecenie [Gniewek 2006, s. 1387]. W przeciwnym razie przepisy te nie miałyby racji bytu wobec szczegółowych unormowań papierów wartościowych³. Zasada swobody umów pozwala tworzyć nowe i modyfikować istniejące treści stosunków zobowiązaniowych, które mogą zostać przyobleczone w papier wartościowy wyłącznie na zasadach wspomnianych już art. 921(6)-921(14) KC, z poszanowaniem kryteriów UCITS.

5. Prawne podstawy sekurytyzacji syntetycznej w Polsce

W myśl art. 92d ustawy *Prawo bankowe* [Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r....] (dalej: PrBank) bank może zawrzeć umowę o kredytowy instrument pochodny lub inną umowę niż wymieniona w art. 92a ust. 1 i 3, na podstawie których następuje *przeniesienie całości lub części ryzyka* związanego z wierzytelnościami tego banku. A zatem chodzi tu o inne umowy niż umowę przelewu wierzytelności oraz umowę o subpartycypację, które bank może zawrzeć z towarzystwem funduszy inwestycyjnych tworzącym fundusz sekurytyzacyjny albo z funduszem sekurytyzacyjnym (art. 92a ust. 1 PrBank). W przepisie art. 92a ust. 3 z kolei jest mowa o przeniesieniu 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. Tymczasem istotą sekurytyzacji syntetycznej jest transfer ryzyka bez przenoszenia wierzytelności.

Zauważyć należy ponadto, że art. 92d nie zawiera żadnych ograniczeń podmiotowych co do kręgu nabywców, na rzecz których następuje przeniesienie ryzyka.

W związku z tym element konstrukcyjny transakcji sekurytyzacji syntetycznej stanowić będą umowy nienazwane, skonstruowane na podstawie wspomnianej już wcześniej zasady swobody umów z wykorzystaniem wybranych elementów istniejących typów umów, np. ubezpieczenia czy gwarancji bankowej.

W tym układzie bank przekazuje część ryzyka SSP w drodze:

- a) umowy gwarancji bankowej (art. 80 i n. PrBank),
- b) umowy o swap kredytowy,
- c) umowy o stworzeniu papierów wartościowych typu CDO (na omówionych wcześniej podstawach kodeksowych).

Ad a) Gwarancją bankową jest „jednostronne zobowiązanie banku – gwaranta, że po spełnieniu przez podmiot uprawniony (beneficjenta gwarancji) określonych warunków zapłaty, które mogą być stwierdzone określonymi w tym zapewnieniu dokumentami, jakie beneficjent załączy do sporządzonego we wskazanej formie żądania zapłaty, bank ten wykona świadczenie pieniężne na rzecz beneficjenta gwarancji.” (art. 81 ust.1 PrBank). Obok gwarancji bankowych banki mogą również udzielać poręczeń

³ Zob. ustawy: prawo wekslowe, czekowe, ustawa o obligacjach, ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, prawo bankowe.

(art. 80 ustawy *Prawo bankowe*). Do poręczeń udzielanych przez banki stosuje się przepisy KC, przy czym poręczenie banku jest zawsze zobowiązaniem pieniężnym (art. 84 PrBank). Poręczenie jest umową jednostronnie zobowiązującą, nieodpłatną (zazwyczaj)⁴, cechującą je akcesoryjność (zawisłość) i kauzalny charakter. Podstawową cechą odróżniającą poręczenie od gwarancji bankowej jest jego akcesoryjność. Akcesoryjny charakter zobowiązania poręczyciela wyraża się w tym, że pozostaje ono w stosunku zależności od zobowiązania głównego i zasadniczo dzieli jego losy. Tymczasem gwarancja bankowa ma charakter samodzielny i nieakcesoryjny, co czyni ją zabezpieczeniem silniejszym od poręczenia [Liberadzki, Liberadzki 2004].

Ad b) W przypadku umowy o swap kredytowy typowo chodzi o konstrukcję CDS, rzadziej TRS (swap dochodowy). Są to umowy nienazwane, aczkolwiek prawo ich dotyczące zostało spisane przez ISDA oraz Związek Banków Polskich. Normy te przez fakt ich spisania nie stają się jednak bezwzględnie obowiązujące. Wiążą strony tylko wówczas, gdy się na nie powołają – w całości lub w części.

Zarówno umowa gwarancji, jak i umowa kredytowego kontraktu zamiany należą do umów zabezpieczających, których istotą jest przeniesienie ryzyka w zamian za zapłatę. Obie umowy są umowami losowymi i nie można w obu przypadkach mówić o warunkowości świadczenia, ponieważ świadczeniem jest przejęcie ryzyka, gotowość do zapłacenia określonej kwoty, a nie samo zapłacenie [Powierża 2004, s. 41]. Funkcję gwarancyjną pełni również umowa ubezpieczenia. Utożsamianie transakcji zamiany z umową ubezpieczenia nie powinno być jednak pełne. Istnieje wiele podobieństw między tymi umowami [Powierża 2004, s. 41]:

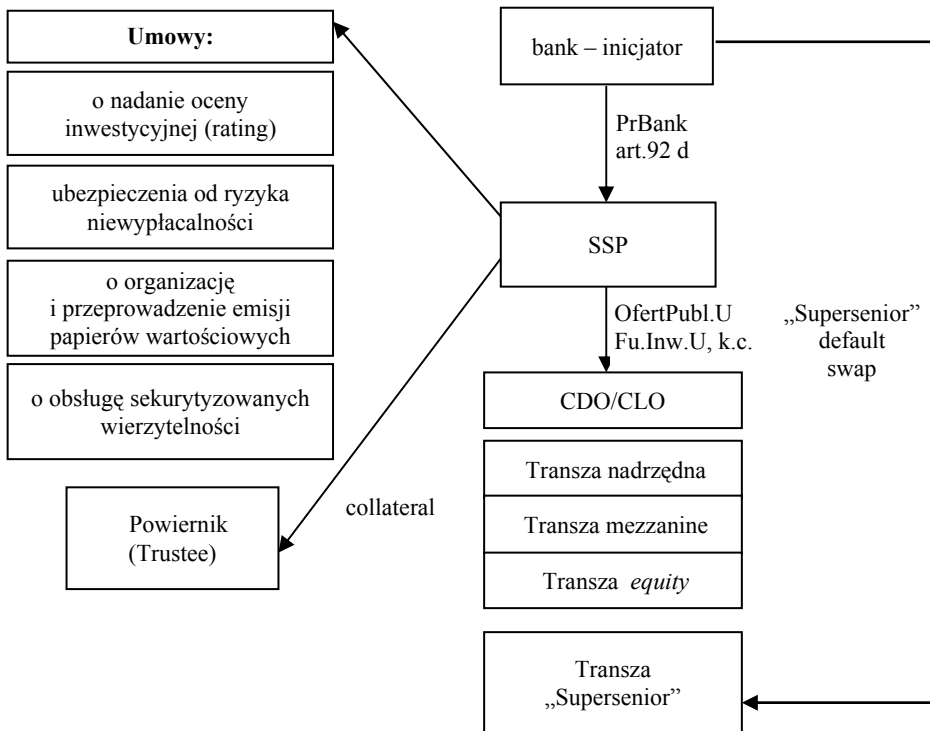
- Ubezpieczyciel zobowiązuje się do świadczenia odszkodowania na wypadek, gdyby wystąpiło zdarzenie kredytowe. Zatem ubezpieczyciel ponosi ryzyko zajścia danego zdarzenia.
- Obie umowy pełnią funkcję gwarancyjną i są umowami losowymi.
- Założeniem obu umów jest zapewnienie kompensacji tych szkód, które nie są pokrywane w trybie ogólnej odpowiedzialności cywilnej.
- Ubezpieczający zobowiązuje się do płacenia odpowiednio skalkulowanej składki, od której uzależniona jest m.in. wysokość uzyskiwanego przez niego odszkodowania [Radwański, Panowicz-Lipska 2001, s. 231].

SSP emituje papiery wartościowe na podstawie ustawy o ofercie publicznej (dalej: *OfertPubl.U*) i *ObrInstFin.U*.

Największą część ryzyka portfela referencyjnego, ale o stosunkowo najmniejszej możliwości realizacji w postaci strat, bank – inicjator przenosi za pomocą Senior CDS. Swap taki zabezpiecza ok. 90% wartości aktywów referencyjnych. Przeniesienie tak dużej części ryzyka portfela nie kosztuje inicjatora jednak dużo, ponieważ prawdopodobieństwo defaultu tej transzy jest bardzo niewielkie – ewentualne straty są absorbowane w pierwszej kolejności przez transze podporządkowane.

Papiery wartościowe emitowane przez SSP mają charakter CDO bądź CLO, w zależności od rodzaju aktywa referencyjnego. Takie papiery wartościowe trudno jest zaklasyfikować jako obligacje – ich spłata nie zależy od jednego emitenta, lecz od

⁴ Banki udzielają poręczeń za wynagrodzeniem.



Rys. 1. Schemat transakcji CDO w warunkach polskich

Źródło: opracowanie własne.

wielu podmiotów, których zobowiązania są w sposób syntetyczny zawarte w portfele referencyjnym, a brak wystąpienia spłaty od jednego podmiotu referencyjnego nie powoduje, że papiery są w stanie default. Jednak w przypadku upadłości SSP inwestorom nie przysługuje prawo do zaspokojenia z przepływów pieniężnych, jakie instrumenty portfela referencyjnego generują. CDOs dają im za to prawo do zaspokojenia z collateral administrowanego przez powiernika (portfel zabezpieczający, który oddawany jest w ręce powiernika) – on jako pierwszy otrzymuje prawa do zaspokojenia z przedmiotu zabezpieczenia. W drugiej kolejności do collateral pretensje mogą zgłaszać posiadacze CDOs.

6. Zakończenie

W Polsce w zasadzie nie wykorzystuje się transakcji *synthetic* CDOs ze względu ich wysoki poziom skomplikowania i związany z tym wymóg odpowiedniego rozwoju rynku finansowego oraz kultury prawnej. Zdaniem autora, jakkolwiek celowość i sens stosowania CDOs budzą kontrowersje, to transakcje te będą w jakimś zakresie stosowane w Polsce w przyszłości. W związku z tym nauka już teraz powinna zapro-

ponować praktykom strukturyzację tych transakcji w warunkach polskich. Do tego potrzebne jest połączenie znajomości sensu ekonomicznego z zastosowaniem prawa cywilnego, elementów prawa administracyjnego (PrBank) oraz finansowego (ObrInstFin.U). Wydaje się, że prawo polskie jest na tyle spójne i zawiera kompleksowe unormowania, że można na podstawie istniejących przepisów taką transakcję zbudować bez konieczności tworzenia nowych ustaw lub zmieniania istniejących.

Literatura

- Choudhry M., *Structured Credit Products. Credit Derivatives & Synthetic Securitization*, John Wiley & Sons, Singapore 2004.
- Cousseran O., Rahmouni I., *The CDO market: functioning and implications in terms of financial stability*, „Financial Stability Review” no 6, June 2005, Banque de France.
- Das S. (ed.), *Credit Derivatives and Credit Linked Notes*, John Wiley & Sons, Singapore 2000.
- Lucas D., Fabozzi F., Goodman L., *Collateralized Debt Obligations: Structures and Analysis*, John Wiley & Sons, Singapore 2006.
- Gniewek E. (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz*, C.H. Beck, Warszawa 2006.
- Liberadzki K., Liberadzki M., *Konstrukcja prawna gwarancji bankowej w obrocie krajowym*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt 49/2004.
- Niedziółka P., *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2009.
- Powierza A., *Transakcja terminowa jako umowa gwarancyjne*, PPH, styczeń 2004.
- Radwański Z., Panowicz-Lipska J., *Zobowiązania – część szczegółowa*, C.H. Beck, Warszawa 2001.
- Tavakoli J.M., *Collateralized Debt Obligations and Structured Finance: New Developments in Cash and Synthetic Securitization*, John Wiley & Sons, 2003.
- Kodeks cywilny.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2010 nr 211, poz. 138.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. *Prawo bankowe*, DzU 2002 nr 72, poz. 665 ze zm.
- Dyrektywa Rady z dnia 10 listopada 1992 r. Coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to direct life assurance and amending Directives 79/267/EEC and 90/619/EEC (third life assurance Directive) (92/96/EEC).
- Dyrektywa Rady z 18 lipca 1992 r. Coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to direct insurance other than life assurance and amending Directives 73/239/EEC and 88/357/EEC (third non-life insurance Directive) (92/49/EEC).

SYNTHETIC SECURITISATION IN POLAND – LEGAL ASPECTS

Summary: This paper elaborates possible application of advanced securitization structures in Poland. Various ABS types, CDOs, CLOs as well as synthetic structures are presented, analyzed and compared. The most challenging task is adjusting the synthetic CDO model to Polish legal and institutional environment. It is very important to mention that despite CDO's wide usage especially in the USA, the synthetic securitization has been almost unknown on the Polish market. The paper points out the areas at which defined legal solutions should be applied while introducing the synthetic CDO structures into Poland.