

„Papierowe” bogactwo sekurytyzacji

Aneta Waszkiewicz

Wstęp

Sekurytyzacja należy do grupy tych zjawisk, które na rynku finansowym funkcjonują stosunkowo od niedawna. Po raz pierwszy pojawiła się w latach 70. XX w. i właściwie od początku uznano ją za przełom w finansach publicznych oraz okrzyknięto krokiem milowym w dziejach finansowania. Stworzyła nowe możliwości rozwoju bankom i innym instytucjom finansowym przede wszystkim w zakresie wykorzystania tzw. martwych aktywów, ale również w dziedzinie zarządzania ryzykiem czy usług pośrednictwa i doradztwa finansowego.

Celem artykułu jest przegląd podstawowych grup instrumentów finansowych emitowanych w ramach procesu sekurytyzacji oraz wskazanie na szerokie możliwości wyboru zarówno z punktu widzenia inicjatora procesu, jak i dla odpowiednich grup inwestorów. Jednocześnie istnienie tak różnorodnych walorów finansowych o odmiennych charakterystykach inwestycyjnych i niejednorodnym poziomie ryzyka świadczy o złożoności sekurytyzacji, co może być odebrane zarówno jako wada, jak i zaleta. Niemniej jednak ciągły rozwój sekurytyzacji, obejmujący coraz to nowsze typy aktywów, wskazuje, że proces ten, wraz z globalizacją i liberalizacją, wpływa na kształt rynków finansowych.

Definicja i podmioty sekurytyzacji

Sekurytyzacja jest to proces polegający na łączeniu jednorodnych, niepłynnych aktywów finansowych, które następnie usunięte z bilansu inicjatora procesu stanowią zabezpieczenie płynnych papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na rynkach kapitałowych.

Przedmiotem rozważań nie będzie jednak cały proces, a jedynie jego produkt finalny, czyli papier wartościowy. Niewątpliwie ze względu na obrót papierami wartościowymi sekurytyzacja w literaturze przedmiotu często jest przedstawiana jako transakcja¹ – czyli umowa kupna–sprzedaży, w tym przypadku instrumentów finansowych takich jak obligacje czy świadectwa udziałowe. Niemniej jednak w szerokim ujęciu należy przyjąć, że sekurytyzacja jest to proces składający się z etapów obejmujących określone transakcje dotyczące odpowiednich instrumentów finansowych.

W sekurytyzacji należy wyróżnić trzy podstawowe podmioty. Są to:

- **Inicjator procesu**². Jest to instytucja finansowa bądź podmiot gospodarczy, działający właściwie w

¹ D. Uyemura: *Zarządzanie ryzykiem finansowym w bankach: teoria i praktyka zarządzania aktywami i pasywami*. Warszawa 1997 Związek Banków Polskich, s. 282.

² Inne nazwy przyjęte w literaturze to kreator lub aranżer, które są również zamiennie stosowane w niniejszym artykule.

każdej branży gospodarki, tj.: rolnictwie, lotnictwie, przemyśle samochodowym, budownictwie, reklamie, przemyśle spożywczym, telekomunikacji itd. Podstawowym zadaniem inicjatora jest wyodrębnienie puli jednorodnych aktywów finansowych, które będą podstawą emisji papierów wartościowych. Wyselekcjonowane w ściśle określony sposób aktywa inicjator sprzedaje spółce utworzonej tylko i wyłącznie do celów sekurytyzacji.

- **Spółka specjalnego przeznaczenia SPV – Special Purpose Vehicle.** Jest to tzw. spółka-sierota (*orphan company*), czyli podmiot prawnie wyodrębniony, niezależny od inicjatora ani żadnego innego uczestnika sekurytyzacji. Konstrukcja ta ma na celu oddzielenie ryzyka związanego z emisją papierów wartościowych od ryzyka powodowanego działalnością inicjatora. Podstawowym zadaniem SPV jest emisja papierów wartościowych na podstawie aktywów wyodrębnionych do sekurytyzacji. Walory finansowe są kierowane do odpowiedniej grupy inwestorów.

- **Inwestorzy.** Są to podmioty gospodarcze, czyli tzw. inwestorzy instytucjonalni, np. fundusze emerytalne, bądź inwestorzy indywidualni.

Oczywiście proces sekurytyzacji jest bardzo złożony i wymaga uczestnictwa wielu innych podmiotów, jak choćby doradcy, powiernika czy agencji ratingowej, a ich współdziałanie regulują odpowiednie umowy.

Aktywa zabezpieczeniem papierów wartościowych

Papiery wartościowe powstałe w wyniku sekurytyzacji są to instrumenty, których zabezpieczeniem właściwie mogą być wszelkie rodzaje aktywów³ przynoszące stały dochód. Wyodrębnione do sekurytyzacji aktywa muszą jednak spełniać pewne warunki. Przede wszystkim powinny charakteryzować się pewnością wpływów w przyszłości oraz ich pełną przewidywalnością. Oczywiście w praktyce często nie jest możliwe wyodrębnienie tak idealnych składników, dlatego też określono ich dodatkowe cechy. Są to:

- a) niski udział nieterminowych płatności,
- b) niski udział nieściągalnych kredytów,
- c) przeciętny okres ważności dłuższy niż 1 rok,
- d) zróżnicowanie dłużników pod względem demograficznym i geograficznym, przy czym dłużnicy występujący jako podmioty gospodarcze powinni charakteryzować się wysoką oceną zdolności kredytowej.

Dywersyfikacja dłużników ma na celu ograniczenie ryzyka niepowodzenia procesu przy braku płynności lub w razie bankructwa jednego z dłużników bądź przy powstaniu roszczeń wzajemnych. Dodatkowo chroni przed znaczącym wpływem czyn-

ników specyficznych na łączne przepływy pieniężne.

Innym ważnym warunkiem jest konieczność stworzenia przez inicjatora procesu sekurytyzacji bazy danych z przeszłości dla wyodrębnionych aktywów. Na tej podstawie można zbudować prognozę przepływów płatności (*cash flow*). Chodzi tu o informacje np. z monitoringu płatności, sezonowości wykorzystania aktywów, cyklu obrotu zapasów.

Praktyka wskazuje jednak na to, że aktywa będące zabezpieczeniem emitowanych papierów wartościowych spełniają tylko niektóre z wyżej wymienionych warunków. Ponadto elastyczność sekurytyzacji pozwala nawet na wyodrębnienie tzw. złych kredytów. Wiąże się to oczywiście ze wzrostem kosztów obsługi, stu-procentowej gwarancji bankowej bądź ubezpieczenia. Niemniej jednak jest to możliwe. Najczęściej do procesu sekurytyzacji wyodrębnia się należności krótko- i długoterminowe, przykładowo:

- kredyty hipoteczne,
- kredyty dla przedsiębiorstw,
- kredyty konsumpcyjne,
- pożyczki na zakup samochodów,
- należności z tytułu opłat czynszowych, linie kredytowe pod zastaw hipoteki,
- należności z kart kredytowych,
- należności handlowe,
- należności z tytułu opieki zdrowotnej,
- należności telekomunikacyjne,
- należności z tytułu franchisingu,
- należności z tytułu leasingu samochodów, samolotów, łodzi, sprzętu komputerowego,
- należności ze sprzedaży gazu i energii elektrycznej,
- należności z tytułu opłat ubezpieczeniowych,
- papiery wartościowe,
- zapasy.

Ciekawostką ostatnich lat jest przekazanie do sekurytyzacji przyszłych wpływów do budżetu państwa. Dokonały tego banki centralne Włoch, Grecji, Finlandii, Austrii i Irlandii⁴. Działania te mają na celu obniżenie deficytu budżetowego, a nawet potrafią deficyt zamienić w nadwyżkę. Dodatkowo takie finansowanie nie jest zaliczane do długu publicznego, mimo że uzyskane środki są wykorzystywane przez sektor publiczny. Rządy mogą wchodzić na rynek sekurytyzacji w sposób bezpośredni, czego przykładem może być sekurytyzacja zaległości firmy ubezpieczeń społecznych we Włoszech, lub pośredni – prywatyzując aktywa państwowe, co miało miejsce we Francji i Wielkiej Brytanii. Jednak tego rodzaju postępowanie władz centralnych, mimo że jest dopuszczalne w świetle regulacji prawnych Unii Europejskiej, wzbudza niepokój wielu grup ekonomistów.

Frank Fabozzi, uznawany za guru sekurytyzacji, stwierdził, że „sekurytyzacja zmieni świat”. Na pewno zmieniła już rynek bankowy i wywiera znaczny wpływ

³ Sekurytyzacja może obejmować również pakiety pasywów – zob. J. Cichorska: *Sekurytyzacja depozytów*. „Bank” nr 4/2000.

⁴ J. Jankowiak: *Koniec sekurytyzacyjnego Eldorado*. „Rzeczpospolita” z 28.03.2002.

na kształt rynków finansowych. Lista aktywów stanowiących zabezpieczenie dla sekurytyzacyjnych papierów wartościowych wciąż się powiększa, a w następstwie tego powstają (lub będą powstawać) nowe rodzaje papierów wartościowych. Stąd też można wnioskować o nieograniczonym rozwoju tak powstałych papierów wartościowych, na co zresztą wskazuje dotychczasowy dynamiczny rozwój sekurytyzacji.

Rozwój sekurytyzacyjnych papierów wartościowych

Początków sekurytyzacji można upatrywać już w XVIII w., kiedy za panowania Fryderyka II Hohenzollerna zwanego Wielkim, króla Prus, wyemitowano obligacje na podstawie wiarytelności zabezpieczonych hipotecznie. Mimo to za prekursora sekurytyzacji uznaje się nie Europę, lecz Stany Zjednoczone. Już w XIX w. banki amerykańskie stosowały zasady współczesnej sekurytyzacji, sprzedając portfele pożyczek innym bankom. Wynikało to z geograficznego podziału systemu bankowego na stanowy i federalny. Operacje takie miały na celu dywersyfikację portfela pożyczek lub lepsze dostosowanie pomiędzy popytem na lokalne fundusze, a lokalną podażą depozytów.

Rozwój sekurytyzacji nastąpił jednak w kolejnym stuleciu. Przełom lat 60. i 70. w Stanach Zjednoczonych charakteryzował się wysokim przyrostem naturalnym, wzrostem dochodu narodowego na osobę, utrzymującym się niskim poziomem stóp procentowych oraz łagodną polityką fiskalną. Wszystkie te elementy wykreowały tak ogromny popyt na rynku nieruchomości, że dotychczasowe rozwiązania okazały się niewystarczające. O ile w 1950 r. wartość wymagalnych kredytów hipotecznych wynosiła 55 mld USD, o tyle w 1976 r. już 700 mld USD, a na początku lat 80. 1,2 bln USD⁵.

Problemem była wówczas nie tyle cena pozyskania środków, ile w ogóle możliwość ich zdobycia, tym bardziej że od początku lat 60. odnotowywano postępującą, malejącą skłonność do oszczędzania w społeczeństwie amerykańskim.

Odpowiedzią na taką sytuację na rynku był specjalny program finansowania budownictwa mieszkaniowego, na mocy którego powołano rządową agencję – GNMA (*Government National Mortgage Association*), zwaną w skrócie Ginnie Mae. Zadaniem agencji było m.in. wyemitowanie papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych (*Mortgage Backed Securities – MBS*)⁶. Była to pierwsza transakcja sekurytyzacji jako nowej struktury finansowania.

Emisja przeprowadzona przez GNMA dała początek szerokiemu wykorzystaniu kredytów hipotecznych jako zabezpieczenia dla papierów wartościowych i obecnie MBS stanowią około 70% rynku sekurytyzacji w Stanach Zjednoczonych.

Do programu sekurytyzacji obok agencji rządowych przyłączyły się również instytucje prywatne, banki hipoteczne i komercyjne. Na uwagę zasługuje emisja papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami hipotecznymi, którą przeprowadził Bank of America w 1977 r. Była to pierwsza sekurytyzacja z wykorzystaniem konstrukcji *pass-through*. Mimo że emisja okazała się porażką, ujawniła jednak, jak wiele regulacji prawnych, podatkowych i ostrożnościowych na rynku trzeba zmienić, aby sprawnie w przyszłości sprawnie przeprowadzać sekurytyzację.

W 1983 r. kolejna agencja rządowa⁷, Freddie Mac (FHLMC – *Federal Home Loan Mortgage Corporation*) wprowadziła pewną innowację do sekurytyzacji, a mianowicie przeprowadziła pierwszą emisję zabezpieczonych obligacji hipotecznych (*Collateralized Mortgage Obligation – CMO*). Zastosowano tu konstrukcję typu *pay-through*, którą oceniono jako bardziej atrakcyjną z punktu widzenia inwestora w porównaniu z *pay-through*⁸.

Wprowadzenie CMO spowodowało wzrost zainteresowania instytucji finansowych hipotecznymi papierami wartościowymi jako formą refinansowania kredytów hipotecznych. Papiery wartościowe typu CMO są bowiem najbardziej rozwinięte pod względem możliwości inwestycyjnych. Zależnie od wysokości stopy zwrotu bądź ryzyka inwestorzy mogą wybierać spośród kolejnych transz. Konstrukcja typu CMO została zaadaptowana także do innych typów aktywów.

W procesach sekurytyzacji nie ograniczono się tylko do kredytów hipotecznych jako zabezpieczenia emitowanych papierów wartościowych. W marcu 1985 r. First Boston przeprowadził program oparty na należnościach z tytułu płatności leasingowych względem firmy Sperry Corporation. Rozpoczął dynamiczny rozwój emisji papierów wartościowych opartych na różnego rodzaju aktywach, np. pożyczkach samochodowych, należnościach z tytułu kart kredytowych, należnościach z tytułu leasingu itp. W 1995 r. wartość papierów typu ABS (*Asset Backed Securities*) w Stanach Zjednoczonych wynosiła 315,1 mld USD, a 5 lat później była trzykrotnie wyższa⁹.

W latach 90. powstały bardziej złożone konstrukcje sekurytyzacyjne, w których wykorzystano strukturę charakterystyczną dla CMO. Dotyczyły one jednak innych typów wiarytelności kredytowych niż kredyty

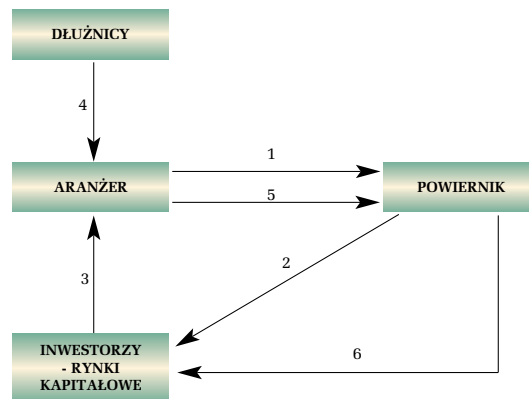
⁵ A. Kosiński: *Sekurytyzacja aktywów na świecie i w Polsce*. Warszawa 1997 Biblioteka Menadżera i Bankowca, s. 24.

⁶ J. Nowakowski, A. Santarek: *Sekurytyzacja na świecie i w Polsce*. Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt naukowy nr 12, Warszawa 2000 Szkoła Główna Handlowa.

⁷ W uściśleniu FHLMC, Freddie Mac podobnie jak agencja FNMA, Fannie Mae, nie są agencjami rządowymi, ale są wspierane finansowo przez rząd Stanów Zjednoczonych.

⁸ A. Kosiński: *Sekurytyzacja na świecie ...*, op.cit., s. 25.

⁹ www.thebondmarket.association

Schemat 1 *Struktura pass-through*

Źródło: opracowanie własne.

hipoteczne. Mowa tu o obligacjach zabezpieczonych papierami wartościowymi *Collateralized Bond Obligations* – CBO – oraz obligacjach zabezpieczonych kredytami – *Collateralized Loan Obligations* – CLO, które łącznie stanowią grupę instrumentów nazwanych papierami wartościowymi opartymi na długu – *Collateralized Debt Obligations*, CDO.

Emisja pierwszych CBO wystartowała w Stanach Zjednoczonych w 1988 r. Instrumenty typu CLO są stosunkowo młode, bowiem pojawiły się na rynku w 1996 r. Obecnie rynek CDO wraz z pochodnymi kredytowymi uznawany jest za najbardziej przyszłościowy pod względem rozwoju i korzyści, jakie może zaoferować inwestorom.

Klasyfikacja papierów wartościowych

Można wyróżnić wiele kryteriów podziału walorów finansowych w ramach sekurytyzacji. Należałoby jednak wyjść od wskazania najbardziej podstawowego rozróżnienia, tj. podziału według typu papieru wartościowego. W sekurytyzacji wykorzystuje się więc następujące instrumenty:

- świadectwa udziałowe lub inaczej certyfikaty udziałowe (ang. *participation certificate* PC),
- obligacje (ang. *bonds, obligations*),
- papiery komercyjne (ang. *commercial papers*),

Certyfikaty udziałowe¹⁰ są to papiery wartościowe, które zapewniają inwestorom prawo do określonych udziałów w wyodrębnionym w ramach sekurytyzacji pakiecie kredytów hipotecznych. Przy emisji świadectw udziałowych stosuje się tylko i wyłącznie konstrukcję *pass-through*. Oznacza to, że aranżer bądź

agent serwisowy¹¹ po uzyskaniu spłaty wierzytelności od dłużników przekazuje je bezpośrednio inwestorom. Ci ostatni w momencie wykupu otrzymują jednocześnie płatności odsetkowe, raty kapitałowe oraz kwoty przedpłat pomniejszone o prowizje dla uczestników procesu.

Obligacje to papiery wartościowe, na mocy których emitent stwierdza, że jest dłużnikiem wobec obligatariusza oraz zobowiązuje się do spłaty kwoty zadłużenia wraz z odsetkami w ściśle określonym terminie¹². Cechą charakterystyczną obligacji powstałych w wyniku sekurytyzacji jest rodzaj zabezpieczenia, którym jest specjalnie wyodrębniony pakiet aktywów, nie zaś cały majątek emitenta.

Komercyjne papiery dłużne (*commercial papers*) charakteryzują się krótkim terminem wykupu do 1 roku, przez co podlegają mniej restrykcyjnym przepisom prawnym niż pozostałe papiery wartościowe. Dzięki temu struktury emisji mogą być bardziej elastyczne. Emisja papierów komercyjnych zazwyczaj ma charakter niepubliczny i przeprowadzana jest w kilku tranzach.

Kolejny podział papierów wartościowych emitowanych w ramach sekurytyzacji można oprzeć na strukturze tego procesu, tj.:

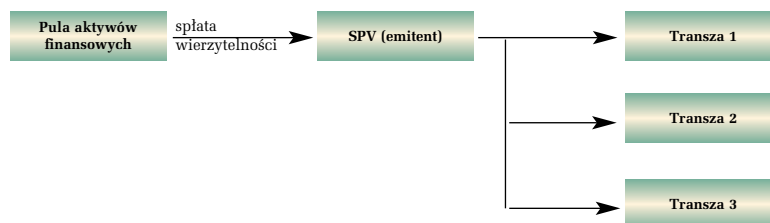
- **instrumenty typu *pass-through***, do których należą certyfikaty udziałowe,
- **instrumenty typu *pass-through***, mające charakter klasycznych papierów dłużnych o ściśle określonych terminach spłaty odsetek i kapitału (obligacje) lub spłaty wartości nominalnej (papiery komercyjne).

Struktura zwana ***pass-through*** (przejście bezpośrednio) oceniana jako najprostszy sposób sekurytyzacji aktywów o regularnych strumieniach płatności, bo

¹⁰ Autorka posługuje się nazwą certyfikaty udziałowe, bowiem termin świadectwa udziałowe jest w Polsce kojarzony z programem powszechnej prywatyzacji, co nie ma nic wspólnego z papierami wartościowymi zabezpieczonymi aktywami.

¹¹ Podmiot zajmujący się obsługą emisji, za co pobiera prowizję od inicjatora sekurytyzacji.

¹² R. Radziukiericz: *Słownik terminów używanych w bankowości*. Wydawnictwo Bart, Warszawa 1999.

Schemat 2 *Struktura sekurytyzacji typu pay-through*

wiem wpływy ze spłat dłużników właściwie bezpośrednio trafiają do inwestorów. Druga struktura, tzw. **pay-through** (zarządzanie płatnościami), wymaga restrukturyzacji strumieni płatności, jednak jest bardziej elastyczna niż *pass-through*.

Charakterystyczną cechą konstrukcji typu *pass-through* jest fakt, że nie przewiduje ona powołania spółki celowej¹³. Wyodrębnione do sekurytyzacji aktywa przekazywane są przez aranzera do powiernika [1] (w tym przypadku jest to podmiot, którego forma prawna przypomina fundusz inwestycyjny) (schemat 1). Ten ostatni z kolei emituje świadectwa udziałowe (*Participation Certificates*) [2]. Środki z emisji wpływają bezpośrednio do aranzera [3]. Raty kapitałowe i płatności odsetkowe uzyskane od dłużników [4] aranzier przekazuje powiernikowi [5]. Ten z kolei prowadzi rozliczenia finansowe z nabywcami papierów wartościowych [6].

Większość papierów wartościowych typu *pass-through* opiera się na kredytach hipotecznych udzielonych na 30 lat. Okres spłaty takiego kredytu średnio wynosi jednak 10-12 lat, na co wpływ mają nie tylko zmiany stóp procentowych, ale także częste transakcje kupna-sprzedaży dokonywane przez uczestników amerykańskiego rynku nieruchomości. Termin wykupu danej emisji świadectw udziałowych jest podporządkowany spłatom należności stanowiących pulę aktywów przeznaczonych do sekurytyzacji. Ponadto przy konstrukcji *pass-through* płatność odsetek następuje wraz ze spłatą części zainwestowanego kapitału, jednak stosunek między tymi wielkościami zmienia się wraz z okresem spłat.

Przy zastosowaniu struktury *pass-through* podstawowym problemem jest ryzyko przedwczesnych spłat dokonywanych przez dłużników, np. na skutek obniżenia stóp procentowych. Większość kredytów udzielanych w Stanach Zjednoczonych ma bowiem stałe oprocentowanie. W przypadku obniżenia stopy procentowej znaczna część dłużników szybko spłaca więc wysoko oprocentowany kredyt i zaciąga nowy, nisko oprocentowany. Takie refinansowanie długu stawia inwesto-

rów w niekorzystnej sytuacji. Wcześniejsze wpłaty są bowiem przekazywane inwestorom proporcjonalnie. W związku z tym skraca się przeciętny okres ważności papierów wartościowych i konieczne jest zmodyfikowanie przepływów finansowych planowanych przez inwestorów. Wysoki udział przedwczesnych spłat jest najbardziej niekorzystny dla inwestorów wówczas, gdy odsetki od reinwestycji są nieatrakcyjne właśnie ze względu na obniżoną stopę procentową.

Przy transakcji typu *pay-through* mamy do czynienia z odwrotnym rodzajem ryzyka, a mianowicie z opóźnieniem spłaty wobec sprzedawcy aktywów. Wskutek tego konieczne staje się sięgnięcie do instrumentów zabezpieczenia emisji, a to z kolei znacznie podraża koszt obsługi emisji.

Z badań przeprowadzonych w Stanach Zjednoczonych, dotyczących reakcji dłużników na wahania stóp procentowych, wynika, że w odniesieniu do kredytów samochodowych i konsumpcyjnych udział przedwczesnych spłat w badanym czasie pozostaje niezmienny niezależnie od dynamiki stopy procentowej. Inaczej jest w przypadku kredytów długoterminowych, np. kredytów hipotecznych, na których opiera się emisja np. CMO¹⁴. Zanotowano tu rosnący lub spadający w czasie udział przedwczesnych spłat w zależności od dynamiki stopy procentowej. Przy niskim poziomie oprocentowania kredytu następowała przedterminowa spłata. Konstrukcja *pay-through* ma na celu redukcję tego rodzaju ryzyka, poprzez restrukturyzację strumieni pieniężnych dostosowując je do potrzeb inwestorów.

Cechą charakterystyczną transakcji typu *pay-through* jest więc podział emisji papierów wartościowych na kilka transz. W związku z tym nie następuje tu synchronizacja płatności. Emitent restrukturyzuje terminy płatności wynikające z sekurytyzowanych aktywów oraz ich oprocentowania w taki sposób, by dostosować je do obsługi kolejnej transzy. Mechanizm obsługi kolejnych transz przedstawiają schematy 2 i 3.

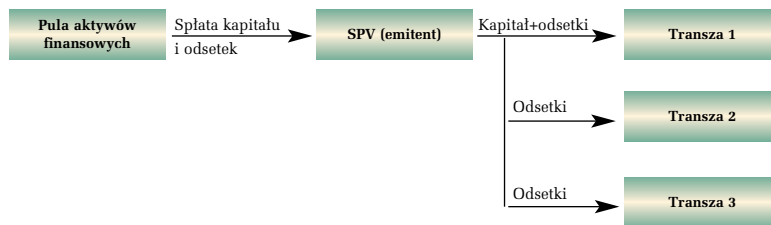
Właściciele wyemitowanych papierów wartościowych w odpowiedniej kolejności otrzymują zwrot za-

¹³ A. Kosiński: *Sekurytyzacja na świecie...* op.cit., s. 59.

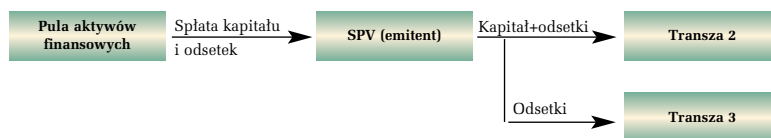
¹⁴ E. Glogowski, M. Munch: *Nowe usługi finansowe*. Warszawa 1994 PWN, s. 275.

Schemat 3 Przepływ kapitału przy konstrukcji *pay-through*

ETAP PIERWSZY



ETAP DRUGI



angażowanego kapitału, odsetki są zaś płacone na bieżąco wszystkim inwestorom, aczkolwiek w różnej wysokości.

Przy emisji składającej się z trzech transz środki pochodzące od dłużników (w ramach spłaty kredytów) w pierwszej kolejności przekazywane są na spłatę odsetek wszystkim właścicielom papierów wartościowych zgodnie ze schematem, a nadwyżka jest wypłacana tylko właścicielom papierów z pierwszej transzy. Po wykupie papierów wartościowych z pierwszej transzy nadwyżka ponad odsetki przekazywana jest inwestorom z drugiej transzy. Powyższe działanie jest kontynuowane aż do wykupu ostatniej transzy.

Struktura *pass-through* uznawana jest za bezpieczniejszą w porównaniu z *pass-through*, w szczególności ze względu na restrukturyzację przepływów finansowych. Jednak bezpieczeństwo zazwyczaj idzie w parze ze wzrostem takich kosztów, jak dodatkowe zabezpieczenia, a często także ze wzrostem kosztów utrzymania spółki celowej. Z kolei tworzenie transz o odmiennych charakterystykach inwestycyjnych umożliwia dostosowanie emisji do potrzeb inwestorów, co jest niewątpliwie ogromną zaletą tej struktury.

Mimo omówionych powyżej podziałów papierów wartościowych emitowanych w ramach sekurytyzacji w literaturze najczęściej spotyka się klasyfikację opartą na rodzaju aktywów bazowych stanowiących zabezpieczenie walorów finansowych. Wyróżnia się dwie podstawowe grupy:

- papiery wartościowe zabezpieczone hipotecznymi wierzytelnościami kredytowymi zwane *Mortgage Backed Securities* - *MBS*,
- papiery wartościowe oparte na wszelkich innych aktywach, określone mianem *Asset Backed Securities* – *ABS*.

Warto rozważyć, czy powyższe grupy należałoby sklasyfikować obok siebie, czy też stosując konstrukcję podrzędności. Instrumenty typu *Mortgage Backed Securities* jest to rodzaj papierów, które powstały w ramach pierwszych transakcji sekurytyzacji w Stanach Zjednoczonych. Przez wiele lat były kopiowane przez inne segmenty rynku papierów wartościowych opartych na aktywach. Obecnie wraz z różnego rodzaju pochodnymi mają największy udział w emisjach opartych na aktywach. Z pewnością należy więc uznać *MBS* za oddzielną grupę instrumentów wykorzystywanych w sekurytyzacji.

Z drugiej strony sama nazwa *Asset Backed Securities* wskazuje na papiery wartościowe oparte na aktywach, a kredyty hipoteczne do nich przecież należą. Stąd też można zaryzykować stwierdzenie, iż nazwę *Asset Backed Securities*, mimo że powstała później niż *Mortgage Backed Securities*, należałoby odnosić do wszystkich papierów wartościowych opartych na aktywach wyemitowanych w ramach procesu sekurytyzacji, w tym również do *MBS*. Jednak w literaturze przedmiotu, jak też w publikowanych danych statystycznych powyższe dwie grupy z reguły ujmuje się oddzielnie. Dlatego w niniejszym artykule nazwa *Asset Backed Securities* zostanie odniesiona do papierów sekurytyzacyjnych opartych na aktywach innych niż kredyty hipoteczne. Określenie *Mortgage Backed Securities* obejmie natomiast grupę instrumentów, których zabezpieczeniem są kredyty hipoteczne. Posługiwanie się tutaj terminologią angielską jest właściwie konieczne, bowiem polskie tłumaczenie niektórych terminów ekonomicznych nie oddaje istoty rzeczy. Polskie odpowiedniki należy natomiast traktować jak propozycje.

Charakterystyki poszczególnych instrumentów finansowych

Przedstawiona poniżej charakterystyka poszczególnych grup papierów wartościowych powstałych w procesie sekurytyzacji dotyczy rynku amerykańskiego. Niemniej jednak na innych rynkach finansowych mamy do czynienia z analogicznymi rodzajami instrumentów. Rozbieżności występujące w nazewnictwie bądź niekiedy w cechach określonych walorów spowodowane są funkcjonowaniem różnorodnych systemów prawnych, których regulacje często nie odpowiadają wymogom sekurytyzacji. W kwestii regulacji prawnych często stawiane jest pytanie, co było pierwsze, sekurytyzacja czy zmiany w przepisach. Czy pod wpływem nowego procesu zmieniono unormowania, czy może odwrotnie, przebudowa regulacji prawnych wymusiła narodziny sekurytyzacji? Niemniej jednak podstawą prawidłowego i efektywnego przebiegu procesu sekurytyzacji są jasno określone normy prawne.

Papiery wartościowe oparte na kredytach hipotecznych – *Mortgage Backed Securities (MBS)*

Termin *Mortgage Backed Securities* pojawił się w 1981 r., kiedy agencja Fannie Mae wyemitowała papiery oparte na kredytach hipotecznych. Program osiągnął sukces i tym samym przyczynił się do rozpowszechnienia nazwy, której obecnie używa się w stosunku do wszystkich typów wartościowych papierów hipotecznych.

Emisje MBS, podobnie jak papierów typu ABS, są skierowane głównie do inwestorów instytucjonalnych, czyli towarzystw ubezpieczeniowych, towarzystw emerytalnych, banków komercyjnych czy nawet do fundacji charytatywnych, ale także do prywatnych inwestorów.

Instrumenty finansowe typu MBS można podzielić na dwie inne grupy w zależności od rodzaju nieruchomości obciążonej hipoteką, która stanowi zabezpieczenie spłaty należności. Są to:

– *Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS)* – instrumenty zabezpieczone hipoteką na nieruchomościach przynoszących stały dochód np. hotelach, centrach handlowych, restauracjach, biurach,

– *Residual Mortgage Backed Securities (RMBS)* – papiery wartościowe oparte na kredytach hipotecznych na nieruchomości, które nie są źródłem dochodów dla właścicieli¹⁵.

Inny podział, który można zastosować przy omawianiu MBS-ów, wiąże się przede wszystkim ze strukturą sekurytyzacji, ale także z rodzajem aktywów stanowiących zabezpieczenie emisji papierów wartościowych. Niemniej jednak należy podkreślić, że podstawą

emisji instrumentów typu MBS zawsze są kredyty hipoteczne. Wyróżnia się:

– **certyfikaty udziałowe** – *Participation Certificates* – PCs - (wskazane powyżej);

– **zabezpieczone obligacje hipoteczne** – *Collateralized Mortgage Obligations* – CMO.

Emitentami certyfikatów udziałowych zabezpieczonych kredytami hipotecznymi są przede wszystkim agencje rządowe i quasi-rządowe, tj. *Government National Mortgage Association* (Ginnie Mae), *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae) oraz *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (Freddie Mac). Papiery te często są określane jako „agencyjne” (*agency mortgage securities*) dla podkreślenia, że dana emisja gwarantowana jest przez agencję rządową. Z kolei tego rodzaju instrumenty emitowane przez prywatne instytucje finansowe, np. banki komercyjne, określane są mianem prywatnych bądź nieagencyjnych papierów wartościowych (*private-label mortgage securities; non agency mortgage securities*).

Papiery wartościowe emitowane przez poszczególne agencje, pomimo że należą do jednej grupy instrumentów finansowych różnią się między sobą zasadniczo. Ginnie Mae prowadzi trzy programy emisji *Mortgage Backed Securities*. Są to:

- GNMA I (Ginnie Mae I). Jest to typowy program oparty na strukturze *pass-through*, gdzie kapitał i odsetki otrzymywane od kredytobiorców są bezpośrednio przekazywane inwestorom. Papiery wartościowe wyemitowane w ramach tego programu są zabezpieczone pożyczkami o stałym oprocentowaniu, do których należą pożyczki hipoteczne na nieruchomościach jednorodzinnych¹⁶, wielorodzinnych oraz pożyczki na budowę domu.

- GNMA II (Ginnie Mae II). W ramach tego programu emitowane są papiery wartościowe oparte na pożyczkach o zmiennym oprocentowaniu. Ginnie Mae uczestniczy wówczas w sekurytyzacji jako agent płatniczy (*paying agent*), zaś emisja przeprowadzana jest przez jednego emitenta lub kilku.

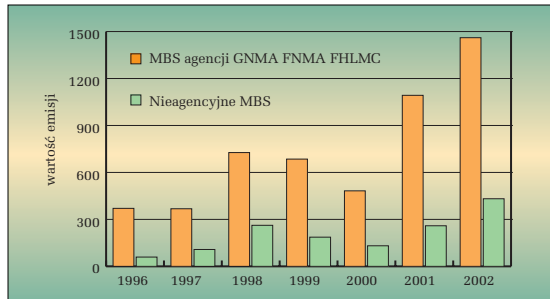
- GNMA Platinum. Program ten pozwala inwestorom na „połączenie sił”. W razie posiadania kilku certyfikatów Ginnie Mae I lub Ginnie Mae II każdy z inwestorów może je zdeponować u emitenta nowych papierów wartościowych, którym jest Ginnie Mae Platinum Trust. Pakiet zgromadzonych MBS stanowiących zabezpieczenie nowej emisji nie może mieć wartości niższej niż 10 mln USD. Prawidłowy przebieg emisji Platynowych Certyfikatów (*Platinum Certificates*) gwarantowany jest przez agencję Ginnie Mae.

Wszystkie instrumenty emitowane przez Ginnie Mae uznawane są, podobnie jak skarbowe papiery wartościowe, jako wolne od ryzyka kredytowego.

¹⁵ S. Gutkova: *Sekurytyzacja należności kredytowych*. Warszawa 2002 Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, s. 57.

¹⁶ W Stanach Zjednoczonych oznacza to nieruchomość, w której mieszka od jednej do czterech rodzin.

Wykres 1 *Emisja agencyjnych i nieagencyjnych papierów wartościowych typu MBS (Mortgage Backed Securities) w latach 1996-2002 (mld USD)*



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych z *www.bondmarket association*

- Fannie Mae FNMA prowadzi cztery programy emisji MBS. W ramach trzech z nich następuje emisja papierów wartościowych zabezpieczonych funduszami hipotecznymi, w których gromadzone są pożyczki hipoteczne o stałym oprocentowaniu i stałych miesięcznych płatnościach. Czwarty program dotyczy emisji tzw. ARMs (*Adjustable Rate Mortgages Pass-through Securities*), które Fannie Mae wprowadziła na rynek finansowy jako pierwsza w 1984 r. Są one zabezpieczone pożyczkami hipotecznymi o zmiennym oprocentowaniu indeksowane według indeksu rocznych skarbowych papierów wartościowych.

- Freddie Mac FHLC emituje papiery wartościowe według dwóch programów. Pierwszy z nich – Program Gotówkowy (*Cash Program*) – polega na zakupie pożyczek hipotecznych od pierwotnych wierzycieli i ulokowaniu ich w funduszu Freddie Mac. Na podstawie tak zgromadzonych aktywów następuje emisja certyfikatów (*Cash Participation Certificate*) w drodze przetargu bądź subskrypcji. Drugi program (*Guarantor/Swap Program*) umożliwia pierwotnym wierzycielom zamianę pożyczek hipotecznych na certyfikaty funduszu Freddie Mac. Program ten stworzono, by wspomóc upadające kasy oszczędnościowo-pożyczkowe. Pozyskane w ten sposób świadectwa udziałowe kasy mogą uznać za inwestycję własną bądź zabezpieczenie zaciąganych kredytów długo- i krótkoterminowych albo sprzedać papiery na wtórnym rynku.

W ramach obu programów emitowane są certyfikaty udziałowe 15-letnie albo 30-letnie.

W 1990 r. Freddie Mac wprowadził nowy rodzaj instrumentów, tzw. złote świadectwa udziałowe (Gold PC). Mają one lepsze gwarancje dotyczące terminów płatności zarówno kapitału, jak i odsetek aniżeli pozostałe instrumenty tej agencji. Z pewnością wiąże się to z faktem, iż Freddie Mac zakłada, że w przyszłości będzie emitować jedynie złote świadectwa udziałowe. Inwestorzy, którzy posiadają instrumenty typu *Cash Program* lub *Guarant/Swap* program, za odpowiednią opłatą mogą zamienić je na *Gold* PCs.

W odróżnieniu od świadectw udziałowych oferowanych przez agencje, prywatne papiery wartościowe nie mają gwarancji rządowych. Mechanizm zakupu pożyczek hipotecznych i tworzenia funduszy hipotecznych emitujących papiery wartościowe zabezpieczone tymi pożyczkami jest jednak identyczny w ramach agencji. Do największych emitentów prywatnych świadectw udziałowych zaliczają się: Citicorp/Citibank Housing, Chase Mortgage Finance, GE Capital Mortgage oraz Prudential Home.

- **Zabezpieczone obligacje hipoteczne** – *Collateralized Mortgage Obligations* (CMO), określane również jako REMICs (*Real Estate Mortgage Investments Conduits*)¹⁷, są najczęściej wykorzystywanym instrumentem przede wszystkim ze względu na różnorodność zastosowania konstrukcji restrukturyzacji przepływów finansowych. Budowa sekurytyzacji oparta na transzach uprzywilejowanych i wspierających (struktura *pay-through*) umożliwia inwestorom wybranie najbardziej odpowiedniej inwestycji. Inwestorzy instytucjonalni, np. fundusze emerytalne czy inwestycyjne, ze względu na ustawy nakaz kupują papiery wartościowe z transz uprzywilejowanych, które charakteryzują się niższą stopą zwrotu niż transze wspierające, ale też są obciążone mniejszym ryzykiem. Papiery typu CMO dodatkowo są doskonałym instrumentem zabezpieczającym przed ryzykiem stopy procentowej. Przy zmianie stóp procentowych obligacje zabezpieczone hipotecznie, w przeciwieństwie do zwykłych papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu, zachowują się tak, jak gdyby cechowały się ujemnym okresem zapadalności.

W konstrukcji emisji CMO możliwe są różnego rodzaju struktury transz uprzywilejowanych i podporządkowanych, które zostały przedstawione poniżej.

Transze zaspokajanie według kolejności – *Sequential Pay; Clean Pay; Current Pay; Plain Vanilla Tranches*

W tej strukturze roszczenia inwestorów są zaspokajane według kolejności transz. Spółka celowa po otrzymaniu środków pieniężnych pochodzących z bazowych kredytów hipotecznych przekazuje płatności odsetkowe posiadaczom papierów wartościowych każdej z transz. Ratę kapitałową otrzymują tylko inwestorzy pierwszej transzy. Gdy spółka specjalnego przeznaczenia (*Special Purpose Vehicle* – SPV) dokona wykupu pierwszej transzy, raty kapitałowe są przekazywane do kolejnej. Średni okres wykupu pierwszej transzy przy 30-letnich bazowych kredytach hipotecznych wynosi od 1 roku do 3 lat, drugiej transzy od 4 do 7 lat, trzeciej zaś od 8 do 12 lat. Inne struktury stosowane w ramach *Collateralized Mortgage Obligations* to PACs i TACs.

¹⁷ *An Investors Guide to pass-through and Collateralized Mortgage Securities*. The Bond Market Association, New York 2000, s. 5.

Transze o planowanej amortyzacji - Planned Amortization Class (PAC)

Konstrukcja ta opiera się na wskaźniku przedwczesnych spłat dotyczących wyodrębnionych do sekurytyzacji kredytów hipotecznych. Składa się z tzw. transzy uprzywilejowanej oraz transz wspierających. Posiadacze papierów wartościowych z pierwszej, tj. uprzywilejowanej, transzy mają zapewnione spłaty rat kapitałowych i odsetek według ustalonego planu amortyzacyjnego (PAC „*schedule*”). Jest on tworzony na podstawie rozbudowanych scenariuszy przedpłat (*the PAC „band*”), w określonym czasie (*the PAC „window*”) przy założeniu, że wskaźnik przedpłat nie zmienia się w stosunku do zaplanowanego. Przy zmianach wskaźnika (wzrost wskaźnika oznacza wzrost przedpłat, natomiast spadek wskaźnika mówi o braku spłat bazowych kredytów) obsługa transzy uprzywilejowanej jest wspierana emisją dodatkowych transz, z których przychody są przekazywane na zaspokojenie roszczeń pierwszej transzy PAC. Emisje PAC są numerowane: PAC I, PAC II itd. Papiery typu PAC ze względu na niskie ryzyko oferują niższą stopę zwrotu niż inne CMO.

Transze o ustalonym okresie amortyzacji – Target Amortization Class (TAC)

Struktura TAC, podobnie jak PAC, jest oparta na planie amortyzacyjnym, z tą różnicą, że określa się tu jedną stopę wcześniejszej spłaty, a nie jak w przypadku PAC zakres stóp. Oznacza to, że w przypadku zmian wskaźnika przedpłat (wskaźnik maleje) okres zakładanego zwrotu z inwestycji może się wydłużyć.

Transze wspierające – Companion or Support Tranches (SUP)

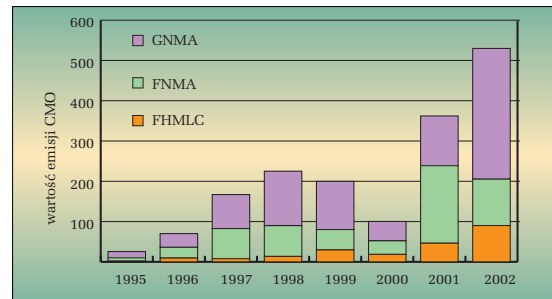
Transze te wykorzystuje się prawie w każdej konstrukcji PAC i TAC. Służą zapewnieniu stabilności przepływów pieniężnych w przypadku przedwczesnych spłat lub ich braku w odniesieniu do bazowych kredytów hipotecznych. W razie wystąpienia nadwyżki wynikającej z przyspieszenia spłat są one umarżane w pierwszej kolejności, chroniąc w ten sposób PAC i TAC. W przypadku niedoboru środków pieniężnych pochodzących z puli kredytów obsługa transz wspierających jest rozłożona w czasie.

Inwestując w tego rodzaju papiery nabywcy mogą liczyć na znacznie wyższą stopę zwrotu niż w przypadku „czystych” CMO, bowiem instrumenty te są znacznie bardziej narażone na ryzyko rynkowe.

Transze Z – Z-Tranches or Accrual Bonds

Nabywcy instrumentów należących do transzy Z nie otrzymują płatności, dopóki nie zostaną zaspokojone roszczenia inwestorów z innych transz. Płatności odsetkowe kumulowane są przez określony czas, powiększając wartość nominalną obligacji. Po upływie tego okresu inwestorzy zaczynają otrzymywać płatności

Wykres 2 Wartość emisji agencyjnych papierów wartościowych typu CMO na rynku amerykańskim w latach 1995-2002 (mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych statystycznych z *www.bondmarket association*

odsetkowe wraz z ratą kapitałową. Zapadalność „transzy Z” wynosi około 14-20 lat, stąd stanowią one zabezpieczenie CMO o najdłuższym terminie zapadalności.

Transze o zmiennej stopie indeksowanej – floating rates or „floaters”

Oprocentowanie tego rodzaju transz ściśle wiąże się z indeksami stóp procentowych, takimi jak: LIBOR, CMT czy COFI w określonych przedziałach. Kupony odsetkowe określane jako „*cap*” dają możliwie najwyższe oprocentowanie, a jako „*floor*” – najniższe możliwe oprocentowanie. Wyróżnia się tu transze odwrotnie proporcjonalne do indeksu (*inverse floating rate tranches*), czyli wartość kuponu wzrasta, gdy poziom stóp procentowych maleje. W ramach tych transz często stosuje się strukturę PAC lub TAC. Inwestorzy nabywają tego rodzaju papiery, by zabezpieczyć się przed ryzykiem stopy procentowej.

Warto podkreślić, że konstrukcje CMO zostały zaadaptowane do sekurytyzacji aktywów finansowych innych niż kredyty hipoteczne.

Na koniec powyższej klasyfikacji papierów wartościowych opartych na kredytach hipotecznych należy wymienić tzw. **transze rezydualne** (*residuals tranches*), które są obsługiwane ze środków pozostałych po zaspokojeniu roszczeń inwestorów pozostałych transz. Mogą być emitowane w ramach transz o indeksowanej stopie zmiennej lub przy wykorzystaniu innych instrumentów opisanych powyżej. Najczęściej są nabywane ze względu na przywileje podatkowe, które oferują niektóre kraje.

Kolejna grupa instrumentów opartych na kredytach hipotecznych to następujące papiery wartościowe:

- **Stripped Mortgage Backed Securities (SMBS)**

Po raz pierwszy zostały wyemitowane w 1986 r. przez agencję rządową Fannie Mae. Jako jeden z głównych czynników, które wpłynęły na rozwój tych instrumentów, podaje się wzrost zainteresowania ze strony inwestorów uzyskaniem przez nich większej ilości in-

formacji o papierach wartościowych emitowanych w ramach sekurytyzacji.

Emitując SMBS można zastosować strukturę *pass-through*, gdzie inwestor otrzymuje raty kapitałowe wraz z odsetkami w różnych proporcjach. Inną możliwością to zastosowanie SMBS w jednej z transz CMO. Wówczas wyróżnia się dwie grupy instrumentów tj.: papiery kapitałowe *Principal Only* – PO oraz papiery odsetkowe *Interest Only* – IO.

• Papiery kapitałowe – *Principal Only* (PO)

Na podstawie tych papierów inwestor otrzymuje prawo do pierwotnego kapitału. Instrumenty te są sprzedawane z dużym dyskontem. Inwestorzy otrzymują wartość ustaloną przy zawieraniu transakcji oraz raty kapitałowe wynikające z przedwczesnej spłaty kredytów bazowych. Im wyższe są strumienie pieniężne wynikające z przedpłat, tym krótszy jest okres zapadalności PO i tym szybciej zwracana jest wartość nominalna.

Nie bez znaczenia są tu zmiany stóp procentowych. Jeżeli stopa procentowa rośnie, maleją wielkości przedpłat, a to powoduje, że wartość rynkowa PO spada. Spadek stóp procentowych powoduje natomiast wzrost wartości PO. Papiery kapitałowe są zatem bardzo wrażliwe na zmiany stóp procentowych oraz wielkości przedwczesnych spłat kapitałów bazowych.

• Papiery odsetkowe – *Interest Only* (IO)

Papiery typu IO nie mają wartości nominalnej. Inwestorzy otrzymują tylko płatności odsetkowe obliczane na podstawie wielkości umownej (*notional principal amount*), która służy do kalkulacji ceny danego papieru. Źródłem ryzyka takich papierów jest wzrost przedwczesnych spłat kredytów bazowych, bowiem zmniejsza się wówczas podstawa naliczania kuponów. *Interest Only* są najchętniej kupowane wówczas, gdy przewiduje się wzrost stóp procentowych. Zmniejsza się wówczas ilość strumieni pieniężnych wynikających z przedpłat, a wartość rynkowa IO rośnie. *Interest Only* często są emitowane dla wspomagania innych konstrukcji CMO.

Kolejny instrument finansowy w ramach grupy walorów typu MBS powstał za sprawą *Resolution Trust Corporation* – RTC. W latach 1991-1992 firma opracowała konstrukcję, w wyniku której emitowane są papiery komercyjne oparte na kredytach hipotecznych udzielonych na zakup nieruchomości przynoszących stały dochód, np. hoteli, centrów handlowych, hurtowni.

• Papiery komercyjne oparte na kredytach hipotecznych – *Commercial Mortgage Backed Securities* (CMBS)

Pojęciowo są one zbliżone do typowych MBS, ale w praktyce oba instrumenty zasadniczo się różnią. W strukturze MBS inwestor ma udział w puli kredytów przeznaczonych do sekurytyzacji, natomiast CMBS

skonstruowane są na podstawie transz, podobnie jak CMO. Kolejną różnicą to liczba kredytów w pakiecie, na podstawie którego dokonuje się emisji. W transakcji MBS są to tysiące małych pożyczek, natomiast w CMBS są ich setki. W rezultacie aktywa w MBS są bardziej zdywersyfikowane, co niewątpliwie jest zaletą tej struktury.

Sposób zabezpieczenia płynności w konstrukcjach CMBS spotyka się ze znaczną krytyką, bowiem instrumenty te nie umożliwiają regresu w stosunku do dłużników, którzy nie spłacili kredytów bazowych. W przypadku braku spłat inwestorzy będą zatem obsługiwani ze środków pochodzących od podmiotów trzecich. Jeżeli nie ma tu zastosowania regresu w stosunku do dłużników, powstaje więc pytanie o jakość kredytową CMBS. Stosuje się tu dwa wskaźniki. Pierwszy jest to wskaźnik obsługi długu (*Debt Service Coverage Ratio* – DSCR), drugi to wskaźnik wartości pożyczki (*Loan to Value* – LTV). Wskaźnik DSCR opiera się na obsłudze długu (pożyczki hipotecznej) w danym momencie i na przychodach netto, dlatego jest bardziej wiarygodny niż LTV. Ten ostatni jest z kolei definiowany jako stosunek wielkości pożyczki hipotecznej do wartości domu, który stanowi jej zabezpieczenie. DSCR mierzony jest w stosunku do całej puli aktywów i jeżeli jego procentowa wartość przekracza 10%, oznacza to, że pożyczki są narażone na ryzyko kredytowe. Bezpieczny poziom tego wskaźnika to 5% i mniej. Dla takiej wartości LTV powinien mieć 65%, a im wyższy jest ten wskaźnik, tym gorzej dla inwestorów.

Należy jednak podkreślić, że rynek CBMS ciągle jest jeszcze w fazie rozwoju.

• Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami – *Asset Backed Securities* (ABS)

Papiery wartościowe typu ABS są tworzone na podstawie różnego rodzaju wierzytelności kredytowych poza hipotecznymi, np. z tytułu zakupu samochodu, kredytów studenckich, kredytów zaciąganych przy użyciu karty kredytowej. Jako ciekawostkę można tu przytoczyć sekurytyzację należności z tantiem za sprzedane płyty brytyjskiego piosenkarza Dawida Bowie, a także planowaną w Stanach Zjednoczonych sekurytyzację wpływów ze sprzedaży książek Steinbecka.

Emisje ABS zazwyczaj dokonywane są na publicznym rynku kapitałowym i skierowane są do wytrawnych inwestorów instytucjonalnych, takich jak banki, kasy oszczędnościowo-pożyczkowe, towarzystwa ubezpieczeniowe, towarzystwa emerytalne, fundusze rynku pieniężnego. Ostatnio jednak obserwuje się coraz większe zainteresowanie ze strony nabywców indywidualnych. Z kolei emitentami papierów wartościowych typu ABS są głównie:

- banki,
- instytucje finansowe,
- spółki finansowania zbytu samochodów, np.

Valley National Financial Corporation,

– zależne spółki lokacyjne producentów samochodowych, takie jak Ford Motor Credit Company, Chrysler Auto Receivables Company,

- lokacyjne spółki producentów komputerów,
- fundusze sektora hipotecznego¹⁸.

Na amerykańskim rynku istnieje obecnie wiele rodzajów papierów wartościowych typu Asset Backed Securities. Można je klasyfikować według różnych kryteriów. Najważniejszy, przynajmniej z punktu widzenia inwestorów, jest jednak podział na dwie podstawowe struktury:

- papiery wartościowe oparte na zamortyzowanych pożyczkach (*amortizing loan*),
- papiery wartościowe oparte na kredytach nieuwzględniających amortyzacji (*non-amortizing loan*).

Pierwsza grupa dotyczy kredytów, które mają ustaloną kwotę oraz schemat spłaty, dzięki czemu papiery wartościowe mogą generować w określonych odstępach czasu strumienie pieniężne zawierające jednocześnie ratę kapitału i odsetki. Ryzyko wcześniejszych spłat w konstrukcjach amortyzacyjnych najczęściej jest niwelowane poprzez zastosowanie struktury *pass-through*. Jako przykład w ten sposób sekurytyzowanych aktywów można podać kredyty samochodowe, kredyty mieszkaniowe (ale nie hipoteczne) i kredyty studenckie.

Do drugiej grupy, nieuwzględniającej amortyzacji, zalicza się m.in. kredyty konsumenckie, należności z kart kredytowych, czyli wierzytelności krótkookresowe. Dłużnicy nie mają określonego schematu spłaty, a jedynie ograniczenie terminowe, po którego upływie zostają naliczane odsetki karne. W emisji tego rodzaju papierów można zastosować strukturę tzw. **amortyzacji kontrolowanej** (*controlled amortization structure*)¹⁹. Dochodzi tu do podziału okresu wykupu wyemitowanych papierów na dwa etapy. W pierwszym, dłuższym okresie inwestorzy otrzymują przez pewien czas tylko płatności odsetkowe. Następnie papiery są amortyzowane we wcześniej określonej kolejności, czyli następuje zwrot zainwestowanego kapitału w ratach, przy czym spłata nominału na ogół nie przekracza 1 roku.

Inną strukturą, która może być wykorzystana zarówno w konstrukcji nieuwzględniającej amortyzacji, jak i przy amortyzacji kontrolowanej, jest tzw. *bullet structure*. Jej cechą charakterystyczną jest jednorazowa spłata kapitału nabywcom papierów wartościowych, przy czym okres zapadalności podzielony jest tu na dwa etapy – obrotowy (*revolving*) i kumulacyjny (*accumulation*). W pierwszym płatności dokonywane przez podmioty, które zaciągnęły kredyty bazowe, są przeznaczane na zakup dodatkowych aktywów; w drugim zaś takie płatności grupowane są na oddzielnym rachunku, a następnie po osiągnięciu odpowiedniej war-

tości przekazywane inwestorom. Najbardziej powszechną strukturą typu *bullet* jest *soft bullet*, w której dotrzymanie terminu płatności kapitału nie jest zagwarantowane. Stąd też okres kumulacyjny często jest przedłużany od roku do trzech lat. Przeciwnością tej struktury jest *hard bullet structure*. W tym przypadku spłata kapitału następuje w ściśle określonym terminie. Strukturę tę stosuje się jednak rzadko ze względu na to, że inwestorzy nie chcą płacić dodatkowo (w formie niższego zysku) za gwarancję dotrzymania ściśle określonego terminu.

Papiery wartościowe typu *Asset Backed Securities* (ABS) można podzielić na kilka rodzajów w zależności od typu pożyczek, którymi są zabezpieczone. Wy różnia się²⁰:

- papiery wartościowe oparte na kredytach pod zastaw nieruchomości – *Home Equity Loan Asset Backed Securities* (HEL) oraz obejmujące linie kredytowe na zakup mieszkań – *Home Equity Lines of Credit* (HELOC);

- papiery zabezpieczone należnościami z kart kredytowych – *Credit Card Asset Backed Securities* (CC); wśród nich najbardziej popularne są CARDS (*Certificate of Amortizing Revolving Debt*);

- papiery zabezpieczone pożyczkami przeznaczonymi na finansowanie zakupu samochodów: *Automobile Loan Asset Backed Securities* (AL), do tej grupy należą tzw. CARS (*Certificate for Automobile Receivable*), emitowane na podstawie pożyczek na zakup samochodów osobowych i dostawczych;

- papiery wartościowe oparte na należnościach z tytułu leasingu – *Equipment Leases*, do najpopularniejszych z nich zalicza się *Auto Lease Securities* (ALS) związane z leasingiem samochodów;

- papiery wartościowe zabezpieczone pożyczkami dla studentów – *Student Loans* (SL);

- papiery wartościowe oparte na pożyczkach na budownictwo mieszkaniowe – *Manufactured Housing*.

Pożyczek mieszkaniowych udzielają dziś banki lub inne instytucje finansowe w ramach całkowitego kredytu albo linii kredytowej. Przy emisji papierów typu HEL, opartych na kredycie zabezpieczonym zazwyczaj drugą hipoteką na nieruchomości (ale może to być także pierwsza hipoteka), określony jest termin zapadalności. Zazwyczaj wynosi on od 10 do 30 lat, przy czym ustala się tutaj również harmonogram spłat. Dlatego możliwe jest zastosowanie struktury typu *pass-through*. Z kolei HELOC są przeciwieństwem papierów typu HELs, bowiem zabezpieczone są należnościami z linii kredytowej. Struktura sekurytyzacji tego rodzaju aktywów opiera się więc na kilku transzach, w tym przypadku na konstrukcji *sequential-pay* (sekwencyjne płatności).

¹⁸ E. Glogowski, M. Munch: *Nowe usługi ...* op.cit., s. 274.

¹⁹ J. Zombirt: *Sekurytyzacja w świetle bankowych regulacji europejskich*. Warszawa 2002 Oficyna Wydawnicza SGH, s. 44.

²⁰ *An investor's guide to Asset Backed Securities. Investing for attractive yield and high credit quality*. New York, 1998, The Bond Market Association, s. 5.

Tabela 1 *Wielkość rynku papierów wartościowych typu ABS w Stanach Zjednoczonych mierzona wolumenem istniejących instrumentów finansowych w latach 1995-2002 (w mld USD)*

Rok	Wartość całkowita	Pożyczki na zakup samochodów	Karty kredytowe	Pożyczki pod zastaw domu	Budownictwo mieszkaniowe	Pożyczki studenckie	Wierzytelności leasingowe	Inne
1995	315,1	59,5	153,1	33,1	11,2	3,7	10,6	43,9
1996	403,0	71,4	180,7	51,6	14,6	10,1	23,7	50,9
1997	516,8	77,0	214,5	90,2	19,1	18,3	35,2	62,5
1998	683,9	86,9	236,7	124,2	25,0	25,0	41,4	144,7
1999	816,2	114,1	257,9	141,9	33,8	36,4	51,4	180,7
2000	947,3	133,1	306,3	151,5	36,9	41,1	58,8	219,6
2001	1114,1	187,9	361,9	185,1	42,7	60,2	70,2	206,1
2002	1257,5	231	389,4	264,9	44,5	70,4	68,9	206,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie: strona internetowa www.bondmarket.association

Z kredytami mieszkaniowymi nierozzerwalnie wiąże się zjawisko przedterminowych spłat. Badania przeprowadzone przez Prudential Securities²¹ wykazały, że przedterminowe spłaty pożyczek mieszkaniowych następują wolniej w przypadku, gdy są udzielane przez inne instytucje finansowe niż banki. W celu ochrony przed skutkami przedterminowych spłat emitenci stosują cały pakiet zabezpieczeń, w tym m.in. polisę ubezpieczeniową, nadzabezpieczenie czy rachunek rezerwowy.

Równie rozbudowaną pulę zabezpieczeń stosuje się przy Credit Card Assets. Konieczność zastosowania wielu zabezpieczeń wynika z faktu, że należności z kart kredytowych są oprocentowane według zmiennej stopy procentowej. Dlatego stosuje się emisje transz o zmiennej indeksowej stopie procentowej (*floating rates* albo *floaters*) najczęściej związanych z indeksem LIBOR. Są to kredyty, które nie mają określonego schematu spłat, a jedynie ostateczny termin spłaty. Z tego względu w strukturze emisji stosuje się albo amortyzację kontrolowaną, albo *bullet structure*.

Po raz pierwszy papiery wartościowe zabezpieczone należnościami z kart kredytowych Visa i MasterCard zostały wyemitowane w 1987 r. właściwie jednocześnie przez Republic Bank Delaware (filia banku Republic Bank Corporation of Texas) i Bank of America. Rok później nastąpiła emisja CARDS zabezpieczona należnościami z kart kredytowych takich detalistów, jak Sears, Montgomery Ward and J.C. Penny. Obecnie papiery wartościowe zabezpieczone należnościami z kart kredytowych mają największy udział w rynku ABS (26%).

Papiery wartościowe typu AL – *Automobile Loan* – są najprostszą formą instrumentów opartych na aktywach. Ryzyko przedpłat nie jest związane z poziomem stóp procentowych, bowiem producenci samochodów

w ramach akcji promocyjnych często oferują pożyczki oprocentowane poniżej stopy rynkowej. Stąd takie ryzyko właściwie tu nie występuje. Przy emisji AL stosuje się struktury oparte na jednej lub dwóch o transzach PAC. Transze wspierające są kierowane do inwestorów akceptujących wyższy poziom ryzyka, ale jednocześnie oczekujących wyższej stopy zwrotu. Warto jednak podkreślić, że zmienność średniego okresu życia takich transz jest znacznie niższa niż w przypadku obligacji hipotecznych. Jeżeli chodzi o zabezpieczania emisji, to są tu wykorzystane takie instrumenty, jak akredytywa, gwarancja oraz rachunek zabezpieczający.

Oprócz kredytów na zakup samochodów sekurytyzacji podlegają również wierzytelności z ich leasingu. Niemniej jednak można sekurytyzować wszelkie inne należności z leasingu, np. pochodzące z leasingu komputerów, systemów telefonicznych, maszyn i urządzeń itp. Sekurytyzacja aktywów leasingowych zaliczana jest jednak do najbardziej skomplikowanych, bowiem emitowane instrumenty (obligacje bądź certyfikaty udziałowe) mają najczęściej strukturyzowany charakter (*pay-through*) i wyodrębnioną wartość rezydualną (*residual value*). Środki na wykup ABS opartych na należnościach leasingowych pochodzą ze spłat dokonywanych przez leasingobiorców, jednak nie obejmują wartości rezydualnej, czyli kwoty, za jaką ci ostatni nabywają określony przedmiot po zakończeniu leasingu. Ze względu na tak złożoną strukturę sekurytyzacja tego rodzaju wierzytelności wymaga starannego przygotowania, w tym wysokiej dywersyfikacji portfela, unifikacji aktywów, a także wprowadzeniu wielu klauzul zobowiązujących leasingobiorcę do dokonania terminowych wpłat z tytułu leasingu. ABS zabezpieczone należnościami leasingowymi uznaje się więc za mało ryzykowne.

Papiery wartościowe zabezpieczone pożyczkami studenckimi stanowią niecałe 5% rynku ABS. Tego rodzaju kredyty podlegają amortyzacji, są więc spłacane według określonego harmonogramu. Cechą charakterystyczną tego rodzaju należności jest jednak stosunkowo wysoki poziom niespłacalności odsetek przez po-

²¹ Prudential Securities – część jednej z największych firm ubezpieczeniowych w Stanach Zjednoczonych, tj. Prudential Financial. W lipcu 2003 r. Prudential Securities połączyło się z Wachovia Corp., tworząc wspólną firmę pod nazwą Wachovia Securities

życzkobiorców, którymi są studenci. Na szczęście w większości przypadków pożyczki studenckie są objęte programem gwarancji rządowych. Mimo to ryzyko niespłacenia kredytu ponoszą pożyczkodawcy.

Równie niewielki udział w rynku sekurytyzowanych papierów wartościowych stanowią ABS zabezpieczone pożyczkami na budownictwo mieszkaniowe i domy „na kółkach”. Te ostatnie znacznie różnią się od typowych przyczep kempingowych. Są duże, solidnie wykonane, mają kilka pomieszczeń, a ich właściciele organizują się w całe osiedla.

• **Krótkoterminowe papiery komercyjne – Asset Backed Commercial Papres (ABCP)**

ABCP są to krótkoterminowe papiery oparte na różnego rodzaju aktywach począwszy od należności z kart kredytowych, wierzytelności leasingowych, pożyczek samochodowych, a skończywszy na papierach wartościowych. ABCP mogą być emitowane na dwa sposoby. Pierwszy przewiduje powołanie jednostki specjalnego przeznaczenia – *conduit*, która działa na zasadach wyłączności. Dzięki pozyskanym należnościom kredytowym, od więcej niż jednego aranzera (*multiseller program*), dokonuje ona okresowo emisji papierów wartościowych. Drugi sposób zakłada powołanie spółki celowej, która pozyskując wierzytelności od jednego kreatora (*single-seller program*), emituje na ich podstawie ABCP. Pierwszy sposób umożliwia przeprowadzenie sekurytyzacji przez małe i średnie przedsiębiorstwa, które nie są w stanie samodzielnie udźwignąć kosztów tak złożonego procesu.

• **Zabezpieczone dłużne instrumenty finansowe – Collateralized Debt Obligations (CDO)**

Kolejny etap w ewolucji procesu sekurytyzacji rozpoczął się wraz z pojawieniem się zabezpieczonych dłużnych instrumentów finansowych *Collateralized Debt Obligations (CDO)*.

Do grupy papierów wartościowych typu CDO zalicza się:

- obligacje zabezpieczone kredytami: *Collateralized Loan Obligations (CLO)*, gdzie aktywami bazowymi są kredyty udzielane przez banki,
- obligacje zabezpieczone papierami wartościowymi *Collateralized Bond Obligations (CBO)*; najczęściej jako zabezpieczenie stosuje się obligacje, choć bywa, że są one zabezpieczane także kredytami.

Podstawową cechą charakterystyczną obligacji zabezpieczonych jest podział emisji na co najmniej dwie transze, różniące się zapadalnością lub sposobem zaspokajania roszczeń inwestorów. Wykorzystuje się tu strukturę typu *pay-through*, gdzie SPV dokonuje restrukturyzacji przepływów strumieni pieniężnych. W związku z tym instrumenty typu CDO są bardzo dobrze oceniane przez inwestorów ze względu na elastyczność i stopniowanie ryzyka.

W porównaniu z emisją tradycyjnych ABS, której wartość zazwyczaj opiewa na kilkaset milionów dolarów, emisje CDO są znacznie większe, ich wartość często wynosi kilka miliardów dolarów amerykańskich. Podstawową różnicą jest tu jednak pula wierzytelności przeznaczonych do sekurytyzacji. W przypadku papierów wartościowych opartych np. na pożyczkach na zakup samochodu w pakiecie bazowym znajduje się około tysiąca jednostkowych kredytów, zaś w portfelu bazowym CDO wielkość ta waha się od 200 do 300.

Papiery wartościowe typu CDO można podzielić na dwie grupy, stosując jako kryteria motyw inicjatora sekurytyzacji oraz sposób dokonywania spłat. Wyróżnia się więc²²:

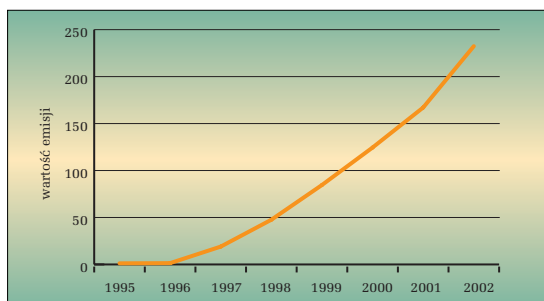
- bilansowe CLOs (*balance sheet*), w tym:
 - gotówkowe CLOs (*cash-flow type*),
 - arbitrażowe CBOs (*arbitrage*) w tym:
 - gotówkowe CBOs (*cash-flow type*),
 - rynkowe CBOs (*market-value type*).

Segment bilansowych CLO jest największy, jeżeli chodzi o wartość transakcji. Motywem inicjatora jest tu najczęściej zmniejszenie sumy bilansowej, ale także zarządzanie kapitałem regulacyjnym. Wierzytelności są pozyskiwane na rynku pierwotnym, ograniczając przy tym ryzyko kredytowe, co stanowi podstawową różnicę w stosunku do arbitrażowych CBO, gdzie aktywa bazowe nie pochodzą z zasobów inicjatora sekurytyzacji. Najczęściej pakiet aktywów bilansowych CLO tworzą kredyty bankowe z wysokim ratingiem, rzadziej obligacje. Inicjatorami sekurytyzacji mającej na celu emisje bilansowych CLO są zazwyczaj banki, bowiem najwięcej zyskują ze względu na normy ostrożnościowe.

Sektor transakcji arbitrażowych jest z kolei największy na rynku CBO/CLO po względem transakcji zakończonych. Tego rodzaju programy polegają na osiągnięciu dochodu w postaci wygenerowanej różnicy między oprocentowaniem aktywów a oprocentowaniem płaconym inwestorom. W ramach arbitrażowych

²² *Global CBO/CLO Criteria*. New York 1999 Standard & Poor's.

Wykres 3 Wartość emisji *Collateralized Debt Obligations (CDO)* w latach 1999-2002 (mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie www.bondmarket.association

Tabela 2 Porównanie instrumentów Collateralized Debt Obligations (CDO)

Rodzaj CDO	Inicjator	Aktywa bazowe	Cel emisji	Papiery wartościowe	Generowanie wypłat	Struktura przepływów pieniężnych
Bilansowe CDO	Banki	Kredyty	Zarządzanie kapitałem regulacyjnym, skrócenie sumy bilansowej	CLO	Gotówkowe CLO	<i>pass-through</i>
Arbitrażowe CDO	Towarzystwa emerytalne, ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne oraz banki	Obligacje i kredyty	Zysk z różnicy oprocentowania aktywów bazowych i emitowanych instrumentów	CLO/CBO	Rynkowe CBO Gotówkowe CBO	• <i>pass-through</i> • <i>pass-through</i>

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Borek: CDO - najbardziej „bankowe” instrumenty sekurytyzacji. „Bank” nr 10/2001.

CBO aranżer poddaje sekurytyzacji wysoko oprocentowane aktywa, a zysk z całej emisji zatrzymuje dla siebie. Do tego rodzaju aktywów należą przede wszystkim obligacje, rzadziej kredyty, które jednak nie pochodzą z zasobów inicjatora, ale są zebrane z różnych mniejszych banków. Do grona emitentów arbitrażowych CBO zalicza się towarzystwa emerytalne, fundusze inwestycyjne oraz banki, natomiast w roli inwestorów najczęściej występują fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, ale nie banki.

Gotówkowe CLO/CBO oparte są na bezpośrednim przekazywaniu płatności z aktywów bazowych, czyli na konstrukcji *pass-through*. Zarządzanie aktywami bazowymi jest właściwie ograniczone do utrzymania jakości kredytowej, a wartość portfela przeznaczonego do zabezpieczenia emisji przyjmuje się w wysokości nominału. Największym ryzykiem przy gotówkowych CLO/CBO w płynnym przepływie gotówki, co wiąże się oczywiście ze strukturą sekurytyzacji, są nieterminowe spłaty kapitału i odsetek przez dłużników aktywów bazowych.

Przeciwieństwem gotówkowych CLO/CBO są rynkowe CBO. Płatności dla inwestorów pochodzą ze sprzedaży aktywów bazowych, co nierozdzielnie wiąże się z ich wartością rynkową. Stąd też konieczne jest, w przeciwieństwie do instrumentów gotówkowych, czynne zarządzanie portfelem aktywów. Kolejną cechą odróżniającą gotówkowe i rynkowe instrumenty jest rodzaj struktury. Ze względu na pochodzenie wypłat stosuje się tylko i wyłącznie konstrukcję *pay-through*.

Wśród instrumentów typu CLO wyróżnia się także syntetyczne CLO (*synthetic CLO*). Charakteryzują się one tym, że nie następuje przeniesienie praw własności od sekurytyzowanych kredytów na SPV. Dochodzi natomiast do transferu ryzyka związanego z wierzytelnościami za pomocą kredytowego kontraktu zmiany.

Podsumowując warto zauważyć, że papiery wartościowe emitowane w ramach procesu sekurytyzacji poddawane są ocenie inwestycyjnej dokonywanej przez wyspecjalizowane agencje ratingowe. Do najbardziej znanych agencji należą Standard and Poors Rating Group (S&P) oraz Moody's Investors Service (Moody's).

W Stanach Zjednoczonych dużą popularnością i zaufaniem cieszą się także Duff and Phelps's Credit Rating Company (Duff and Phelps) i Fitch Investors Service (Fitch)²³.

Rating nadawany przez agencje jest zazwyczaj wyższy niż rating inicjatora. Dzięki temu ten ostatni, mimo że jest mało wiarygodny kredytowo, może zyskać tańszy kapitał niż w przypadku kredytu bankowego czy emisji własnych obligacji.

Niezwykle istotne jest to, że agencja ratingowa w trakcie trwania emisji i spłaty papierów wartościowych może obniżyć lub podwyższyć ocenę w zależności od zmieniających się warunków wewnętrznych bądź zewnętrznych. Aby tego dokonać, musi mieć wgląd do wszelkiej dokumentacji związanej z daną emisją i być informowana na bieżąco o wszelkich zmianach mających wpływ na przebieg emisji. Współpraca między inicjatorem sekurytyzacji a agencją ratingową może odbywać się na podstawie dwóch rodzajów umów. Pierwsza z nich jest tradycyjną umową o świadczeniu usług za wynagrodzeniem i jest najczęściej stosowana ze względu nieskomplikowaną strukturę. Druga jest umową między aranżerem a agencją na rzecz osoby trzeciej. Sprzedaż aktywów finansowych nastąpi więc pod warunkiem skorzystania z usług określonej agencji ratingowej. Strona dodatkowo ustala moment, w którym nastąpi spełnienie ww. warunku. W praktyce najczęściej SPV składa do wskazanej agencji ratingowej oświadczenie o chęci skorzystania z jej usług na podstawie wcześniej zawartej umowy.

Warto podkreślić, że aby sekurytyzacja mogła zakończyć się sukcesem, emitowane w ramach tego procesu papiery powinny mieć rating na poziomie AA.

Zakończenie

Papiery wartościowe emitowane w ramach procesu sekurytyzacji tworzą niezwykle zróżnicowaną mieszankę

²³ Poza Stanami Zjednoczonymi najważniejszymi agencjami ratingowymi są: Canadian Bond Rating Service, Dominion Bond Rating Service [Kanada]; Japan Bond Research Institute, Japan Credit Rating Agency [Japonia]; Agence d'Evaluation Financière – francuska agencja w posiadaniu S&P.

kę, która zaspokoi oczekiwania nawet wybrednych inwestorów. Instrumenty finansowe są odmienne pod względem stopy dochodu, terminu wykupu, a także z punktu widzenia ryzyka. Inwestorzy mogą więc swobodnie kształtować portfele zgodnie ze specyficznymi preferencjami. Aby ograniczyć ryzyko, mogą zdecydować się na papier wartościowy typu pass-through emitowany przez agencje rządowe, którego bezpieczeństwo spłaty jest porównywalne z obligacjami skarbowymi. Oczekując odpowiednio wysokiego dochodu, może też uczestniczyć w transzach podporządkowanych w konstrukcjach typu CMO.

Obecnie rynek papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami wciąż dynamicznie rozwija się, obejmując coraz to nowsze grupy należności. Coraz większe zainteresowanie budzą konstrukcje oparte na pochodnych kredytowych czy też sekurytyzacja katastrof na rynku ubezpieczeń. Należy mieć nadzieję, że w Polsce również nastąpi rozwój sekurytyzacji. Kilka dotychczas przeprowadzonych programów można potraktować jako zapowiedź zmian na polskim rynku finansowym.