

Ponowne narodziny sekurytyzacji?

Aneta Waszkiewicz

Sekurytyzacja – to trudne słowo, niemniej jednak od lat 70. ubiegłego stulecia z powodzeniem przyjęło się na rynkach finansowych całego świata.

Trudne, bo w języku polskim stanowi tłumaczenie, czy raczej przełożenie z angielskiego (angl. *securities* – papiery wartościowe) i w żaden logiczny sposób nie wiąże się z polskim rynkiem finansowym. Trudne bo, kryje się za nim literowa szarada (czy też alfabetyczna zupa *alphabet soup*): ABS, MBS, CDO, CLO SCDO, CMO, RMBC, CMBS, ABCP, która bardziej utrudnia inwestorom poruszanie się na rynku niż wspiera decyzje w zakresie zysk/ryzyko.

Trudne i raczej niepożądane w kontekście ostatniego kryzysu finansowego, kiedy to sekurytyzacja była wskazywana jako podstawowa przyczyna załamania na rynkach.

I wreszcie trudne, bo zrozumienie mechanizmu działania, za którym kryje się sekurytyzacja, w szczególności syntetyczna, stanowiło wyzwanie, nie tylko dla inwestorów, ale często dla samych jej twórców, gdyż pierwotna idea sekurytyzacji mocno się zdewaluowała. Proste połączenie rynku kredytowego z rynkiem kapitałowym zostało zmienione na hybrydę angażującą znaczną liczbę podmiotów, łączącą niemal wszystkie segmenty rynku finansowego w tym rynek instrumentów pochodnych, wykorzystującą niemal wszelakiego rodzaju aktywa, a do tego z istotnym przesunięciem w kierunku działalności nieuregulowanej (*shadow banking*).

Trudności można by mnożyć, zatem najprostszym rozwiązaniem na wszelkiego rodzaju problemy (trudności) na rynkach finansowych jest regulacja. I chociaż to nadzór finansowy powinien najbardziej uderzyć się w pierś, gdyż przez lata przymykał oko na niewłaściwy rozwój sekurytyzacji, to w obecnej sytuacji wydaje się odpowiedni czas, żeby podjął się naprawy błędów przeszłości.

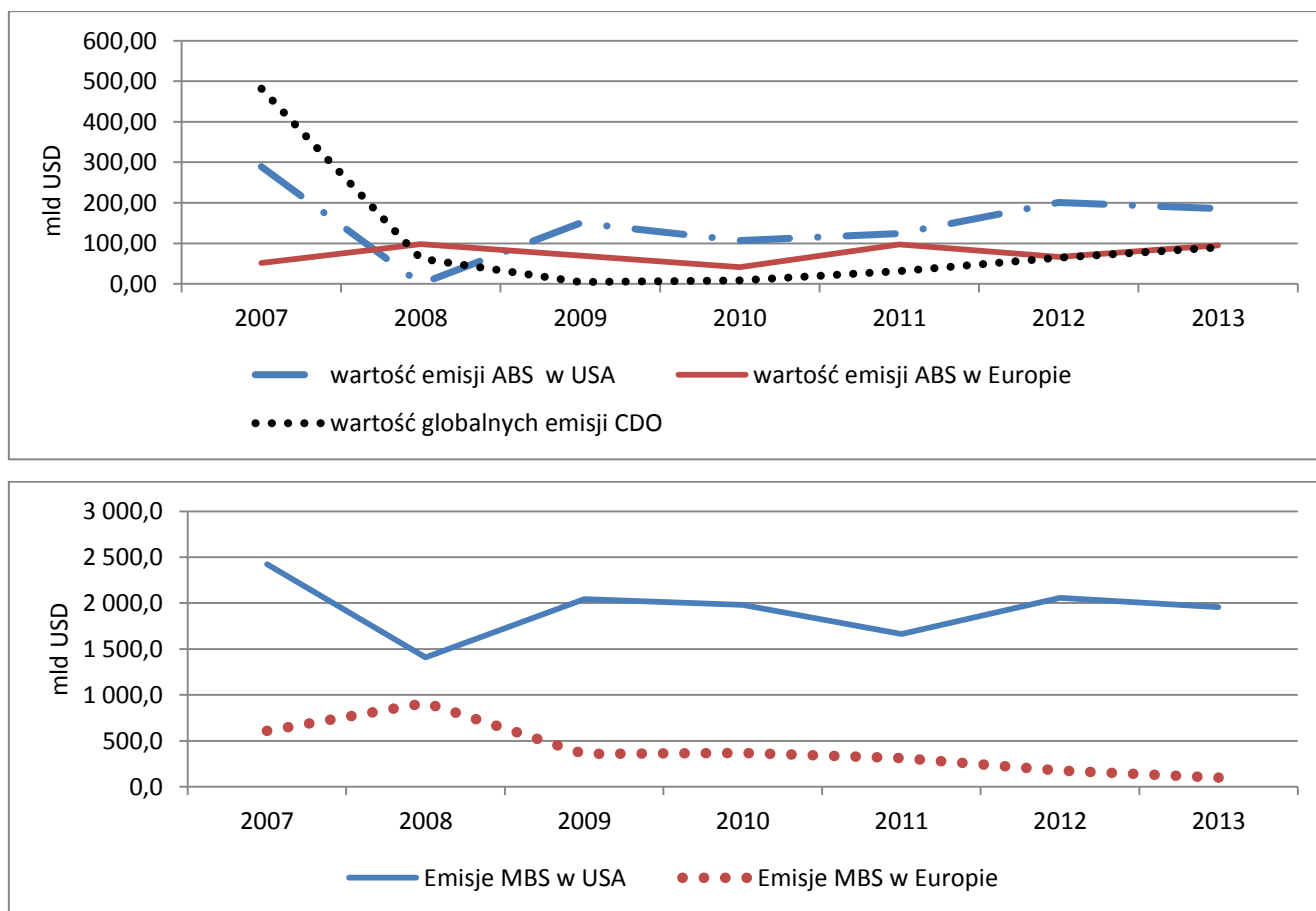
Sekurytyzację postanowiono ściślej uregulować zarówno w USA¹, gdzie się narodziła, ale także poszczególne jurysdykcje zaczynają zacieśniać pętlę wokół sekurytyzacji. Również Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego po raz kolejny zdecydował o ograniczeniu procesu sekurytyzacji nakładając na banki określone rekomendacje Bazylei III.

¹Stworzono: 41 raportów, 71 opracowań – przygotowanych przez 11 różnych agencji i biur rządowych, tylko ustawa *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (07.2010) wymaga wprowadzenia ponad 250 nowych przepisów, za: *The Securities Industry and Financial Markets Association* (SIFMA).

Pojawia się jednak pytanie jaki jest cel wprowadzanych regulacji w zakresie sekurytyzacji? Czy chodzi o jej znaczące ograniczenie, a tym samym bezpieczeństwo rynku, czy też może wspieranie rozwoju, ale w innym kształcie niż dotychczas?

Wartość emisji amerykańskiego rynku ABS w okresie 2007-2010 zmniejszyła się ponad połowę (z 290 bln USD w 2007 r. do r. 106 bln USD w 2010 r.), europejskie emisje ABS spadły o 20%, zaś globalny rynek CDO właściwie zamarł, gdyż wartość emisji zmniejszyła się w 2010 r. w stosunku do 2007 r. o 98%. Rynek sekurytyzacji hipotecznej, mocno wypaczony przez działania agencji quasi-rządowych jak FNMA, FHLMC, GNMA, szczególnie mocno odczuł załamanie. Wartość amerykańskich emisji MBS, chociaż wspierana przez QE², w 2008 r. wynosiła 1,4 bln USD, zaś w 2013 r. przyjęła wartość 1,9 bln USD. Z kolei wartość europejskich emisji sekurytyzacyjnych instrumentów hipotecznych od 2008 r. stale spada z 910 mld USD do 98 mld w 2013 r. Zatem można stwierdzić, że rynek sekurytyzacji właściwie uregulował się sam, a inicjatorzy jak i inwestorzy są ostrożni i niechętni ryzyku.

Wykres 1. Wartość emisji sekurytyzacyjnych instrumentów na wybranych rynkach



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SIFMA

² QE – *Quantitative easing* – luzowanie ilościowe – rodzaj polityki pieniężnej stosowanej przez Fed od 2008 r.

Raport BearingPoint³ wskazuje, że do podstawowych przyczyn odwrotu z rynku sekurytyzacji należą: niepewność co do sytuacji finansowej pozostałych uczestników rynku, brak zaufania do ocen agencji ratingowych, brak przejrzystości w doborze i ocenie sekurytyzowanych należności, czy wreszcie awersja do ryzyka w okresie kryzysowym.

Pojawia się zatem pytanie czy wprowadzane regulacje zniosą wskazane bariery i czy będą służyły ponownym narodzinom sekurytyzacji, czy też skutecznie zniechęcą aranżerów transakcji?

Tocząca się ostatnio dyskusja na temat sekurytyzacji, coraz częściej wskazuje na konieczność ponownych narodzin sekurytyzacji. Wynika to zarówno z presji podażowej- banki odcięte od kroplówki banków centralnych będą poszukiwały płynności i dywersyfikacji źródeł finansowania, a także zmuszone do zachowania wymogów kapitałowych będą chciały przesunąć aktywa poza własne bilanse, jak z presji popytowej – inwestorzy poszukują rozsądnych stóp zwrotu przy różnym poziomie ryzyka. Niemniej najbardziej istotnym argumentem za odrodzeniem sekurytyzacji jest pobudzenie gospodarki, za pomocą aktywności kredytowej. Ale żeby przysłowiowy Iksiński chciał wziąć kredyt, banki muszą chcieć go udzielać. I tu rozwiązaniem może okazać się sekurytyzacja, która jednocześnie umożliwia wzrost akcji kredytowej i pozwala na spełnianie wymogów regulacyjnych. Ponadto nowe regulacje powinny skłaniać do wprowadzenia odmiennego niż dotychczas modelu sekurytyzacji tj. sekurytyzacji należności SME, pożyczek konsumenckich przy standaryzacji i przejrzystości kontraktów oraz ograniczeniu możliwości tworzenia transakcji łańcuchowych.

Niemniej jednak odrodzenie sekurytyzacji nie nastąpi przed wprowadzeniem wymogów kapitałowych i dopóki sektor bankowy jest zalewany tanim pieniądzem z banku centralnego.

A jak wygląda proces sekurytyzacji na zielonej wyspie??? Właściwie można stwierdzić, że sekurytyzacji w Polsce nie ma - co czyni nas zieloną wyspą, ale też podejmowane są próby wprowadzenia sekurytyzacji w Polsce. Poziom zaangażowania w tym zakresie wynika z kilku istotnych przyczyn, wśród których uznać należy przede wszystkim potrzebę rynku. Nie od dziś wiadomo, że potrzeba matką wynalazku, a do momentu pojawienia się kryzysu finansowego w Polsce banki nie zgłaszały potrzeby przeprowadzania sekurytyzacji. Dlaczego? Ponieważ sektor bankowy charakteryzował się nadpłynnością, możliwe było pozyskanie finansowania z innych mniej wymagających źródeł, i wreszcie banki nie musiały zarządzać bilansami w celu spełnienia wymagań kapitałowych. W okresie kryzysu, kiedy sekurytyzacja okazała się procesem raczej psującym rynek niż go budującym, zajmowanie się sekurytyzacją byłoby niewłaściwe. Ale w obecnym okresie, kiedy regulatorzy pracują na wieloma zmianami w zakresie funkcjonowania rynku pojawiła się potrzeba (nie tyle odrodzenia) narodzin sekurytyzacji także w Polsce. Według

³ S. Schütt, H. Kollmann, M. von Scheliha, *Asset-backed finance research. Future of securitisation in Europe*, BearingPoint. Management & Technology Consultants, Frankfurt am Main, Germany, 2010.

zespołu ekspertów KNF⁴ jest to możliwe po usunięciu przede wszystkim barier natury prawnej - czyli właściwego umocowania sekurytyzacji w regulacjach począwszy od samej definicji, poprzez formy prawne spółek celowych, a skończywszy na aspektach podatkowych. Braki w tym zakresie wskazywane są niemal we wszystkich aktach prawnych regulujących działanie rynku finansowego. Dla pełnego obrazu, wskazany raport KNF najwłaściwiej byłoby zestawić z potrzebami zgłaszanymi przez banki i inne podmioty rynku finansowego w proces sekurytyzacji. Pojawia się bowiem pytanie, czy w momencie powstania przejrzystych i szczegółowych zapisów prawnych sekurytyzacja rzeczywiście się w Polsce narodzi? Czy posłuży to do wsparciu jej obecnego charakteru czyli sekurytyzacji należności przeterminowanych, czy też przyniesie korzyści na rynku kredytowym? Na razie wiemy tyle, że trwają prace legislacyjne....

Podsumowując należy zauważyć, że dynamika na rynku sekurytyzacji zarówno w USA jak i w Europie jest niska, ale z tendencją wzrostową. Podmioty nadzorujące rynek jak też organizacje międzynarodowe, w tym MFW, wskazują na potrzebę odrodzenia sekurytyzacji, jako transakcji która ma więcej zalet niż wad. Żeby jednak przyniosło to zarówno i rozwój i stabilność trzeba wrócić do korzeni, czyli podstawowych założeń sekurytyzacji z lat 70. XX w., zgodnie z którymi portfel aktywów: powinien być duży i homogeniczny, powinien charakteryzować go niski udział nieterminowych płatności, niski udział nieściągalnych kredytów, niski udział przedterminowych płatności, dywersyfikacja dłużników, powinien zachowywać przeciętny okres ważności dłuższy niż 1 rok i spełniać wysokie standardy jakości kredytowej.

⁴ *Raport z prac Grupy ds. sekurytyzacji wierzytelności bankowych*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, 2013.