

Joanna Lizińska

Akademia Ekonomiczna w Poznaniu

RELACJE ARANŻERA I SPÓŁKI CELOWEJ W TRANSAKCJACH SEKURYTYZACJI AKTYWÓW – POSZUKIWANIE GRANIC FIRMY

1. Wstęp

W transakcjach sekurytyzacji celem „prawdziwej sprzedaży” aktywów (*true sale*) przez aranzera do spółki celowej powinno być przeniesienie ryzyka. Jakie są przyczyny i konsekwencje tego, iż aranzier wspiera – gdy zaistnieje taka potrzeba – spółkę celową przez różnorakie formy tzw. regresu nieformalnego (*implicit recourse*)? Czyni to, mimo że zgodnie z prawem aktywa nie są już jego własnością, a SPV jest odrębną jednostką, formalnie więc nie jest do tego zobowiązany. Wręcz przeciwnie, zaprzecza tym samym istocie finansowania pozabilansowego. Skłania to do postawienia pytań o granice firmy. Ponieważ zdarzały się w przeszłości przypadki wsparcia spółek celowych przez aranzera z wykorzystaniem nieformalnych kontraktów, można domniemywać, iż między sponsorem a spółką specjalnego przeznaczenia emitującą ABS (*Assets Backed Securities*) istnieją głębsze, bardziej złożone więzi niż te, które wynikałyby z samych tylko formalnych ustaleń.

Zagadnienia związane z istnieniem kontraktów nieformalnych były niejednokrotnie przedmiotem naukowych dociekań. W literaturze przedmiotu wciąż jednak można zauważyć znaczną lukę w obszarze badań nad przyczynami, znaczeniem oraz krótko- i długoterminowymi konsekwencjami regresu *implicite* dla inicjatorów w transakcjach sekurytyzacji aktywów.

2. Istota firmy – konsekwencje dla obszaru finansów

Świat nauki i zagadnienia praktyczne od zawsze były ze sobą ściśle związane. Co za tym idzie, kwestia definicji – a w tym konkretnym przypadku definicji firmy – nie tylko ma wymiar teoretyczny, ale również przekłada się na zagadnienia związane z praktyką – zarządzanie, wycenę przedsiębiorstwa czy kształtowanie struktury

kapitału. Nie ma, i zapewne nie będzie, jednej, przez wszystkich uznanej definicji firmy i różne będą – idące w ślad za przyjętą definicją – konsekwencje istotne dla obszaru finansów przedsiębiorstw.

W świecie, gdzie jedyną rzeczą stałą są ciągle zmiany, nieustannej ewolucji podlega także firma – jej istota oraz granice. Nie jest przedmiotem tego artykułu prezentacja wszystkich istniejących definicji firmy. Ponieważ sednem opracowania jest analiza relacji między aranżerem a spółką celową w transakcji sekurytyzacji aktywów w kontekście poszukiwania granic firmy, dlatego też uznano za celowe przytoczenie dwóch wybranych definicji.

Przyjęcie założenia, że firma to tylko i wyłącznie związek kontraktów *explicite* (formalnych), będzie oznaczało, iż firma nie może być warta więcej niż suma tworzących ją indywidualnych kontraktów. Możliwe jest również zdefiniowanie firmy jako związku kontraktów nie tylko *explicite*, ale i *implicite* (nieformalnych). Różnica z pozoru mała – konsekwencje jednak ogromne. Oznacza to bowiem, iż firma może być warta mniej lub więcej niż tworzące ją komponenty [Zingales 2000, s. 1629; Baker, Gibbons, Murphy 2002, s. 1]. Ta ostatnia definicja firmy jest szczególnie ciekawa w kontekście nieformalnych zależności między inicjatorem a SPV w procesie sekurytyzacji.

Sekurytyzacja jest jedną z najbardziej popularnych innowacji finansowych ostatnich lat. Przez niektórych przyrównywana jest do alchemii pozwalającej uzyskiwać złoto [Schwarz 1994]. Jest konsekwencją i jednocześnie przejawem zmian zachodzących we współczesnej gospodarce. Transakcja sekurytyzacji jest sposobem na swoistą defragmentację aktywów, pozwalającym aranżerowi na finansowanie swojej działalności. Tak zwana prawdziwa sprzedaż, determinująca w głównej mierze możliwość finansowania pozabilansowego, oddziela ryzyko związane z sekurytyzowanymi aktywami od ryzyka działalności aranżera. A jednak w przeszłości okazywało się, iż w rzeczywistości do transferu ryzyka nie dochodziło, gdyż aranżer i tak czuł się odpowiedzialny za obsługę zobowiązań wynikających z ABS emitowanych przez spółkę celową, wspierając SPV. Tym samym, jak pokazywała praktyka realizowanych transakcji, nie można było mówić o tym, by granice między sponsorem a spółką celową były jasno określone przez relacje formalne, wynikające z kontraktów *explicite*. Zależały bowiem również od zobowiązań nieformalnych.

3. Rola aranżera w transakcji sekurytyzacji

Obecnie można zauważyć ogromną różnorodność transakcji sekurytyzacji. Zasadniczo jednak można wyróżnić pewien ogólny schemat, choć jest on z całą pewnością dużym uproszczeniem rzeczywistości.

Proces sekurytyzacji zasadniczo rozpoczyna analiza wykonalności projektu. Obejmuje ona m.in. identyfikację przez inicjatora pewnej grupy aktywów, które mogłyby stanowić zabezpieczenie w planowanej transakcji. Obecnie bardzo szerokie

jest spektrum aktywów, które sponsorzy przeznaczają do sekurytyzacji. Generalnie aktywa, które mogą być zabezpieczeniem w omawianych transakcjach, powinny spełniać określone wymagania [*Przesłanki i formy...* 2003, s. 39]. Duże znaczenie ma jakość aktywów mających podlegać wydzieleniu z bilansu sponsora w odniesieniu do aktywów nadal w nim pozostających. Nie jest to również obojętne w kontekście relacji inicjator–SPV. Z jednej bowiem strony im wyższą jakość mają sekurytyzowane aktywa, tym większe szanse na korzystniejsze ustrukturyzowanie transakcji, z drugiej jednak strony – wydzielenie tych właśnie aktywów „lepszych” może negatywnie wpłynąć na wartość firmy.

Powołana przez inicjatora spółka specjalnego przeznaczenia (SPV) powinna być spółką „sierocą” (ze względu na brak jej powiązań z innymi podmiotami), swego rodzaju firmą–robotem [Gorton, Souleles 2003, s. 2], która nie podejmuje żadnych ważnych decyzji ekonomicznych, nie ma fizycznej lokalizacji, nie zatrudnia pracowników. W wyniku przekazania jej aktywów przez inicjatora SPV nabywa tytuł prawny do tychże aktywów, co niesie ze sobą różnorodne konsekwencje dla wzajemnych relacji obydwu stron. Przede wszystkim SPV uzyskuje tzw. uodpornienie na bankructwo [Jobst 2005, s. 4]. Ponieważ warunki, jakie musi spełniać transfer sekurytyzowanych aktywów, mają szczególne znaczenie dla określenia relacji spółki celowej i aranzera, zostały one omówione w oddzielnym podpunkcie.

Niezależność aranzera i spółki celowej powoduje, iż zabezpieczeniem emisji ABS stają się aktywa należące do SPV. Tym samym wierzyciele inicjatora nie mogą dochodzić swoich roszczeń z tychże aktywów, ale jednocześnie tylko te aktywa stają się zabezpieczeniem dla inwestorów. Dlatego też tak ogromne znaczenie dla powodzenia programu sekurytyzacji ma ocena emisji przez agencje ratingowe. Inicjator może się również zdecydować na zastosowanie różnego rodzaju wewnętrznych i zewnętrznych mechanizmów wspierających wyemitowane papiery wartościowe, zwiększających prawdopodobieństwo terminowego uiszczenia inwestorom płatności kuponowych oraz kapitałowych [Fabozzi 2001, s. 17].

Ważnym etapem sekurytyzacji jest grupowanie aktywów (*pooling*) oraz podział emisji na transe. Poprzez odpowiednie ukształtowanie tych procesów aranżer w istotny sposób wpływa na ryzyko związane z emitowanymi papierami wartościowymi. W wyniku grupowania aktywów cechy charakterystyczne aktywów stają się mniej istotne, co redukuje zakres informacji, jakimi zainteresowany jest potencjalny inwestor [Elul 2005, s. 18], czyniąc tym samym łatwiejszym proces plasowania emisji ABS na rynku. Podział emisji na transe pomaga ustrukturyzować ryzyko kredytowe, oferując inwestorom zabezpieczenie w postaci istnienia transz podporządkowanych służących wzmocnieniu stabilności przepływów transz uprzywilejowanych.

Powołanie spółki specjalnego przeznaczenia oraz transfer aktywów do SPV w ramach tzw. prawdziwej sprzedaży powinny gwarantować odrębność obydwu podmiotów i brak regresu. A jednak, jak wynika z obserwacji rynku, sponsora i spółkę

celową niejednokrotnie łączyły inne, nieformalne więzi, określane również mianem kontraktów *implicite*. Tym samym analiza relacji aranżer – SPV nie może się kończyć na przyjrzeniu się jedynie formalnym więziom tych stron.

4. Co oznacza „prawdziwa sprzedaż”?

Istotnym etapem sekurytyzacji jest oddzielenie części aktywów od firmy – sponsora i przekazanie ich spółce celowej poprzez „prawdziwą sprzedaż”. W konsekwencji sekurytyzowane prawa własności lub prawa do czerpania korzyści z wyodrębnionych aktywów stają się własnością SPV. Ma to ogromne znaczenie w przypadku zagrożenia sponsora bankrutem.

Nawet jeżeli nie pojawią się problemy z wypłacalnością aranżera, to sam brak regresu jego wierzycieli wobec wydzielonych i sekurytyzowanych aktywów lub praw wynikających z tych aktywów wpływa korzystnie na postrzeganie ryzyka przez inwestorów nabywających ABS. Transfer ryzyka do SPV i inwestorów oraz właściwa jego alokacja ułatwiają monitoring [Fama 1990, s. 90] i wycenę [Iacobucci, Winter 2005, s. 166].

Konsekwencją transferu aktywów do SPV zgodnie z wymogami „prawdziwej sprzedaży” jest finansowanie ustrukturyzowane, pozwalające na pozabilansowe traktowanie wydzielonych aktywów. Analiza konsekwencji sekurytyzacji i spojrzenie na wzajemne relacje aranżer–SPV powinny uwzględniać ten właśnie podstawowy element transakcji sekurytyzacji. W tym też kontekście sekurytyzacja, będąc w pewnym sensie odpowiedzią na niedoskonałości rynku, może się przyczynić chociażby do złagodzenia asymetrii informacji między zarządzającymi a właścicielami, problemu niedoinwestowania czy substytucji aktywów. Sekurytyzacja w pewnych warunkach wpływa korzystnie na płynność sponsora, ułatwiając zarządzanie aktywami i pasywami.

5. Pytanie o niezależność spółki celowej

Spółka specjalnego przeznaczenia powinna być prawnie odrębną jednostką, niepodlegającą żadnym znaczącym decyzjom, a postępującą jedynie według wyznaczonych jej z góry, w momencie powoływania, reguł [Gorton, Souleles 2003, s. 9].

Aranżer, definiując konstrukcję transakcji sekurytyzacji, winien dążyć do zapewnienia spółce celowej maksymalnej ochrony przed swoim ewentualnym bankrutem. Dlatego też SPV nie może podejmować żadnych działań poza tymi, które wynikają z transakcji sekurytyzacji. Jej działalność powinna się ograniczać do nabywania aktywów mających stanowić zabezpieczenie emisji, utrzymywania ich w swoim bilansie oraz emisji papierów wartościowych [Gudkova 2002, s. 30].

Źródła niezależności spółki celowej tkwią w „prawdziwej sprzedaży” aktywów, wyłączającej jakiegokolwiek prawa regresu sponsora do przekazanych aktywów. Płat-

ności odsetkowe i kuponowe wynikające z nabycia ABS przez określonych inwestorów mogą być wówczas zaspokajane z przepływów otrzymywanych przez SPV w związku z tytułem własności względem posiadanych aktywów. Pewność wypłat mogą jedynie zwiększyć dodatkowe zabezpieczenia wbudowane w strukturę sekurytyzacji. Tym samym – formalnie rzecz ujmując – aranżer nie powinien w jakikolwiek sposób wspierać spółki celowej, ponieważ przejawy kontroli sprawowanej przez sponsora nad sekurytyzowanymi aktywami świadczą *de facto* o braku „prawdziwej sprzedaży” [Iacobucci, Winter 2005, s. 161]. Można więc mówić o bezzasadności pozabilansowego traktowania tychże aktywów, przez co powinny one zostać z powrotem wykazane w bilansie aranżera.

Obecność zapisów o regresie w transakcji sekurytyzacji przekreśla możliwość traktowania jej jako ustrukturyzowanej. Znacznie częściej jednak można mówić o istnieniu we wzajemnych relacjach regresu nieformalnego (*implicite*).

Sposoby, jakimi inwestorzy w ramach takich nieformalnych kontraktów wspierali spółki celowe, były różne. Odbывало się to poprzez dodanie nowych, wysokiej jakości aktywów do sekurytyzowanej puli, sprzedaż aktywów z dyskontem poniżej wartości nominalnej, zwiększenie dodatkowych zabezpieczeń, skłonienie inwestorów do rezygnacji z możliwości wcześniejszej amortyzacji, nabycie aktywów od SPV po cenie wyższej od ich wartości godziwej czy poprzez obniżenie przez administratora procesu (zazwyczaj aranżera) opłat za swoje usługi [Higgins, Mason 2003, s. 2].

Warto podkreślić, iż zastosowanie regresu *implicite* wynikającego z nieformalnego zobowiązania sponsora oznacza, iż transakcja nie została zaprojektowana w taki sposób, by właściwie zabezpieczać interesy inwestorów, a formalne relacje nie spełniły w zasadzie swojego zadania. Przeniesienie własności i kontroli nad sekurytyzowanymi aktywami było fikcją, podobnie jak związana z nimi domniemana alokacja ryzyka. Tym samym spółka celowa stawiała się w dużym stopniu zależna od inicjatora w zakresie zdolności do regulowania zobowiązań względem inwestorów nabywających papiery wartościowe emitowane przez SPV.

6. Implikacje wynikające z zastosowania regresu *implicite*

W nurcie rozważań nad granicami firmy w kontekście przypadków zastosowania rzeczywistego regresu wobec aktywów posiadanych formalnie przez SPV ciekawe wydają się badania opublikowane w artykule, którego autorami są E.J. Higgins oraz J.R. Mason [Higgins, Mason 2003, s. 6]. Analizie poddano 17 przypadków (z lat 1987-2001) zastosowania regresu *implicite* przez 10 sponsorów będących dużymi bankami.

Autorzy badają, jak wpływa na sytuację sponsora skorzystanie przez niego z regresu *implicite* w przypadku, gdy wsparcie stało się konieczne ze względu na zagrożenie brakiem terminowości obsługi płatności wobec inwestorów posiadających ABS. Jako próbę badawczą wybrano transakcje sekurytyzacji obejmujące wierzytel-

ności z tytułu kredytu związanego z kartami kredytowymi, badając wpływ ogłoszenia realizacji nieformalnego kontraktu na sytuację banków podejmujących transakcje sekurytyzacji.

Krótkookresowa analiza stóp zwrotu firm ogłaszających zastosowanie regresu w sytuacji, gdy nie wynikało to z formalnych obowiązków, niesie ze sobą informację, iż w momencie ogłoszenia tego faktu obserwowano wzrost notowań akcji sponsorów. Poza tym banki cechujące się więcej niż jednokrotnym korzystaniem z nieformalnego regresu odnotowywały większe wzrosty niż za pierwszym razem. Zmiany stóp zwrotu inicjatorów informujących o zastosowaniu nieformalnego regresu porównano z sytuacją innych sponsorów, którzy w badanym okresie również sekurytyzowali kredyty związane z kartami kredytowymi, ale nie stosowali regresu *implicite*. Wysokie stopy zwrotu, zauważalne również dla tych właśnie banków, sugerują, iż rynek przywiązuje też dużą wagę do ogłoszeń o zastosowaniu nieformalnego regresu przez inne banki.

Na potrzeby analizy stóp zwrotu dla dłuższego okresu, dla każdego sponsora podejmującego się realizacji regresu *implicite*, dobrano (opierając się na dwóch metodologiach) odpowiadającą mu firmę, niepodjemującą regresu. Okazało się, że po ogłoszeniu regresu sytuacja banków wprowadzających w życie nieformalne porozumienia relatywnie się poprawiła.

Analiza sytuacji finansowej banków–inicjatorów w okresie dwóch lat przed ogłoszeniem i po ogłoszeniu regresu wykazała, że sytuacja banków podejmujących regres pogarszała się w okresie poprzedzającym regres, a poprawiała w okresie późniejszym.

Pomimo korzystnych zmian w stopach zwrotu po ogłoszeniu przez banki regresu zauważono pewne oznaki „ukarania” przez rynek sponsorów za to, że podejmowane przez nich w przeszłości transakcje sekurytyzacji nie mogły się oprzeć na zaaranżowanych formalnie kontraktach, wymagając wprowadzenia w życie wsparcia w postaci regresu *implicite*. Ciekawa dla przyszłych badań empirycznych byłaby weryfikacja tych wyników z poglądem, iż sponsorzy podejmują się wsparcia teoretycznie niezależnych spółek celowych, ponieważ boją się, iż niepowodzenie programu sekurytyzacji może im utrudnić w przyszłości bezpośredni dostęp do rynku [Gorton, Souleles 2003, s. 4].

7. Zakończenie

Sednem transakcji sekurytyzacji powinien być transfer ryzyka, dzięki któremu możliwe jest osiągnięcie przez aranzera określonych korzyści. Zdarzało się jednak, iż do struktury transakcji włączano w rzeczywistości realizację nieformalnych kontraktów, kontraktów *implicite*.

W toku rozważań nad wzajemnymi relacjami aranzera i spółki celowej w odniesieniu do teorii firmy pojawia się wiele pytań. Znalezienie odpowiedzi na nie wy-

maga dalszych badań naukowych. Nie jest np. jasne, jak może wpływać na wartość firmy transakcja sekurytyzacji, jeżeli weźmie się pod uwagę istnienie kontraktów nieformalnych, ani jak należałoby tę wartość szacować. Ponadto ciekawa wydaje się również analiza warunków, w jakich sponsorowi opłaca się angażować w nieformalne kontrakty. Warto też wiedzieć, dlaczego inicjator decyduje się wesprzeć SPV mimo niebezpieczeństwa wystąpienia w przyszłości pewnych negatywnych konsekwencji. To tylko niektóre z kwestii pojawiających się na styku teorii firmy i finansów w kontekście rozważań nad transakcją sekurytyzacji aktywów. Kwestie te mogą być punktem wyjścia do dalszych eksploracji naukowych.

Literatura

- Baker G., Gibbons R., Murphy K., *Relational Contracts and the Theory of the Firm*, „Quarterly Journal of Economics” 2002, no. 117, s. 1.
- Elul R., *The Economics of Asset Securitization*, „Business Review” (Federal Reserve Bank of Philadelphia) Third Quarter 2005.
- Fabozzi F.J., *Accessing Capital Markets through Securitization*, Frank J. Fabozzi Associates, 2001.
- Fama E.F., *Contract Costs and Financing Decisions*, „Journal of Business” 1990, vol. 63, no. 1.
- Gorton G., Souleles N.S., *Special Purpose Vehicles and Securitization*, May 24, 2003, Working Paper, <http://fic.wharton.upenn.edu>.
- Gudkova S., *Sekurytyzacja należności kredytowych banków*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2002.
- Higgins E.J., Mason J.R., *What is the Value of Recourse to Asset Backed Securities? A Clinical Study of Credit Card Banks*, Federal Reserve Bank of Philadelphia, April 2003, Working Paper no. 03-6.
- Iacobucci E.M., Winter R.A., *Asset Securitization and Asymmetric Information*, „The Journal of Legal Studies” January 2005, vol. 34 (1).
- Jobst A., *Asset Securitisation as a Risk Management and Funding Tool: What Does It Hold In Store For SMEs?*, London School of Economics & Political Science (LSE), Financial Markets Group (FMG) (4/29/2005).
- Pyka I. (red.), *Przesłanki i formy sekurytyzacji aktywów podmiotów gospodarczych*, AE, Katowice 2003.
- Schwarz S.L., *The Alchemy of Asset Securitization*, „Stanford Journal of Law, Business & Finance” Fall 1994, vol. 1, no. 1.
- Zingales L., *In Search of New Foundations*, „The Journal of Finance” August 2000, vol. LV, no. 4.

RELATIONS BETWEEN ORIGINATOR AND SPECIAL PURPOSE VEHICLE IN SECURITIZATION TRANSACTIONS – SEARCHING FOR BOUNDARIES OF THE FIRM

Summary

An analysis of relations between originator and special purpose vehicle in asset securitization should not be focused only on formal contracts established in the structure of transaction.

SPV should be a bankruptcy-remote third-party entity. The key element of the independence of the SPV is “true sale” of assets without any recourse. It also means that the sponsor should not provide any recourse.

Taking such actions, the sponsor realizes his obligations based upon non-formal contracts and confirms that the risk inherent in the securitized assets was not transferred. Then arises a question about the true independence of the SPV, the question about boundaries of the firm.