

PATRYCJA BĄK*

Charakterystyka podmiotów uczestniczących w procesie sekurytyzacji aktywów – ich funkcje i powiązania

Słowa kluczowe

Administrator, aranżer, doradca, ryzyko, sekurytyzacja, spółka specjalnego przeznaczenia

Streszczenie

Artykuł przedstawia podmioty uczestniczące w procesie sekurytyzacji aktywów. Charakteryzuje on rolę każdego z nich oraz wzajemne powiązania. Ponadto w publikacji omówiono trzy rodzaje ryzyka towarzyszącego transakcji sekurytyzacji: ryzyko strukturalne, prawne oraz stron trzecich. Wspomniano również o zabezpieczeniach wewnętrznych i zewnętrznych, które stanowią nieodzowny element transakcji sekurytyzacyjnych.

Wprowadzenie

Sekurytyzacja oznacza emisję papierów dłużnych zabezpieczonych aktywami. Stanowi jedną z najnowszych technik finansowania działalności zadłużonych przedsiębiorstw. Sekurytyzacja obejmuje wierzytelności, które zapewniają regularny dopływ kapitału. Mogą to być wierzytelności już istniejące, przykładowo z zaciągniętych kredytów, jak również wierzytelności prognozowane. Sprzedawcą powyższych wierzytelności są przedsiębiorstwa.

Sekurytyzacja jest procesem złożonym wymagającym zaangażowania i współpracy wielu podmiotów. W procesie sekurytyzacji biorą udział takie podmioty jak:

- 1) przedsiębiorstwo potrzebujące środków, czyli inicjator (aranżer, kreator) transakcji,

* Dr, Wydział Górnictwa i Geoinżynierii AGH, Kraków.

Recenzował prof. dr hab. inż. Czesław Cyrnek

- 2) administrator procesu,
- 3) doradca,
- 4) emitent – podmiot specjalnego przeznaczenia,
- 5) partnerzy swapowi,
- 6) agencje ratingowe,
- 7) podmioty udzielające zabezpieczeń,
- 8) powiernik,
- 9) gwarant i dystrybutor emisji,
- 10) inwestorzy.

Nie w każdej transakcji sekurytyzacyjnej występują wszystkie wymienione podmioty. Udział poszczególnych uczestników procesu zależy od konkretnego projektu, który musi być prawidłowo zaplanowany, zorganizowany i zrealizowany.

1. Charakterystyka podmiotów uczestniczących w procesie sekurytyzacji aktywów

Inicjator transakcji musi dokładnie określić cele jakie chciałby osiągnąć (bilansowe, podatkowe, regulacyjne) oraz preferencje potencjalnych inwestorów i wymogi stawiane przez różne instytucje biorące udział w transakcji. Wraz z zespołem doradczym dokonuje on wyboru uczestników transakcji, ustala strukturę procesu sekurytyzacji oraz określa rodzaj jednostki emitującej papiery wartościowe. Inicjator bardzo często występuje także w roli **administratora procesu** sekurytyzacji, czyli podmiotu odpowiedzialnego za administrowanie sekurytyzowanymi aktywami. Prowadzi on wówczas dalsze monitorowanie oraz obsługę spłat zobowiązań swoich dłużników z sekurytyzowanych aktywów, aż do zakończenia procesu. Posiadana przez niego wiedza na temat tych aktywów jest najczęściej podstawą do zlecenia mu wykonania tej funkcji przez spółkę celową, której inicjator transakcji sprzedał własność aktywów lub prawa do pożytków przez nie generowanych.

Niekiedy administratorem procesu sekurytyzacji jest wyspecjalizowany podmiot profesjonalnie świadczący usługi dotyczące administrowania aktywami. Może to być przykładowo bank lub inny podmiot. Takie rozwiązanie przyjmuje się wówczas, gdy inicjator procesu nie ma profesjonalnego przygotowania do wykonywania tej funkcji. Sprowadza się ona do inkasowania należności wynikających z płatności od dłużników, naliczania i inkasowania karnych odsetek w warunkach nieterminowych płatności, alokowania przepływów pieniężnych wygenerowanych przez aktywa bazowe wśród inwestorów, zgodnie ze strukturą terminową wyemitowanych papierów wartościowych.

Podmiotem najbardziej aktywnym wśród wszystkich uczestników transakcji sekurytyzacyjnej jest **doradca**. Pełni on w tym procesie kluczową rolę, gdyż do jego zadań należy zaplanowanie, organizacja i utworzenie całej struktury sekurytyzacyjnej. Funkcję tę spełnia zazwyczaj wyspecjalizowana duża kancelaria prawnicza albo bank inwestycyjny. Doradca jest podmiotem dającym rękojmię należytego prowadzenia spraw przez jednostkę specjalnego przeznaczenia (*Special Purpose Vehicle*). Może on sam utworzyć ten podmiot,

aby zapewnić pełną niezależność *Special Purpose Vehicle* od inicjatora transakcji. Możliwe jest również rozwiązanie, w którym doradca byłby nabywcą udziałów lub akcji *Special Purpose Vehicle* utworzonego przez inicjatora. Umowa o doradztwo jest wówczas połączona z umową sprzedaży akcji czy udziałów spółki specjalnego przeznaczenia. Doradca musi jednak nabyć te akcje jeszcze przed zawarciem umowy sprzedaży aktywów albo umowy kaucji pomiędzy inicjatorem a *Special Purpose Vehicle*. Może on odegrać szczególną rolę w emisji papierów wartościowych przez *Special Purpose Vehicle*. Umowa o doradztwo może bowiem przewidywać pełnienie przez doradcę funkcji subemitenta usługowego. W takiej sytuacji nabywa on całość emitowanych papierów wartościowych od emitenta w celu dalszego zbycia ich inwestorom. Emitent uzyskuje wówczas środki finansowe pochodzące z całej emisji od ręki, a doradca zbywa zakupione papiery w najbardziej dogodnym, z punktu widzenia sytuacji rynkowej, momencie. Możliwe jest również przyjęcie takiego rozwiązania, że doradca staje się subemitentem inwestycyjnym. Nabywa on wówczas na własny rachunek całość lub część walorów danej emisji, na które nie złożono zapisów w okresie subskrypcji (Raczkowska 2001).

Kolejnym podmiotem zaangażowanym w proces sekurytyzacji jest **emitent**, czyli podmiot specjalnego przeznaczenia. Jest to zazwyczaj spółka celowa (*Special Purpose Vehicle* – SPV, *Special Purpose Company* – SPC, *Special Purpose Entity* – SPE) utworzona przez inicjatora lub doradcę specjalnie i wyłącznie na potrzeby sekurytyzacji. Rola *Special Purpose Vehicle* sprowadza się do dwóch głównych czynności:

- określonego w dokumentacji emisyjnej, zbadanego pakietu aktywów bazowych od kreatora procesu, które będą stanowić zabezpieczenie papierów dłużnych,
- papierów wartościowych opartych na sekurytyzowanych aktywach, które posłużą jako zabezpieczenie ich obsługi i wykupu od inwestorów.

Zakres działalności spółki celowej powinien być ściśle ograniczony, aby zapobiec powstawaniu roszczeń wobec niej ze strony osób innych niż nabywcy wyemitowanych papierów. Umowne zawężenie obszaru działalności, w którą może się angażować *Special Purpose Vehicle*, osiągnąć jest poprzez zawarcie standardowych klauzul kontraktowych w dokumentacji emisyjnej przeznaczonej dla inwestorów, jak i w samym statucie spółki. Zakazują one podmiotowi specjalnego przeznaczenia prowadzenia innych rodzajów działalności niż nabycie, posiadanie czy finansowanie aktywów poprzez emisję papierów wartościowych bazujących na nich. Nie może on zatem angażować się w inne działania o wysokim ryzyku, jak zawieranie umów niezwiązanych z transakcją (Sierpińska 2005).

Spółka celowa jest więc z jednej strony odpowiedzialna za nabycie aktywów będących przedmiotem transakcji od inicjatora procesu, z drugiej zaś za wykonanie zobowiązań na rzecz końcowych inwestorów – nabywców instrumentów sekurytyzacyjnych. Przeniesienie aktywów bazowych na podmiot SPV powoduje wyłączenie lub ograniczenie ryzyka upadłości pierwotnego wierzyciela – kreatora procesu. Podstawową zasadą obowiązującą przy tworzeniu podmiotu specjalnego przeznaczenia jest więc eliminacja okoliczności mogących wpłynąć na upadłość emitenta. Stąd *Special Purpose Vehicle* nie może być własnością podmiotu posiadającego wierzytelności, ani nie może być bezpośrednio czy pośrednio przez

niego kredytowana. W przeciwnym przypadku inwestor kupujący papiery wartościowe emitowane przez spółkę celową poniósłby podwójne ryzyko – niewypłacalności dłużników, od których odzyskuje się gotówkę oraz bankructwa podmiotu pierwotnego wierzyciela, który sprzedał te wierzytelności spółce specjalnego przeznaczenia. Ryzyko emitowanych przez SPV papierów ogranicza się jedynie do ryzyka nabywanych należności, jeśli te stanowią ich zabezpieczenie. Ograniczenie ryzyka papierów dłużnych następuje również poprzez dobór formy prawnej spółki specjalnego przeznaczenia. W warunkach polskich powinna to być spółka kapitałowa, spółka akcyjna lub spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Zobowiązania spółki muszą być oddzielone od zobowiązań wspólników, dlatego *Special Purpose Vehicle* nie może mieć formy spółki cywilnej, jawnej lub komandytowej. W różnych państwach dobór formy prawnej spółki celowej rozwiązano inaczej i zależy on od rodzaju emitowanych papierów dłużnych (Sierpińska 2005). Emitowane papiery dłużne narażone są na rynku finansowym na ryzyko stopy procentowej oraz ryzyko kursów walutowych. Spółka celowa może jednak przenieść to ryzyko na stronę trzecią poprzez zawarcie **umowy swapowej** precyzującej warunki wymiany przyszłych płatności według wcześniej określonych zasad. *Special Purpose Vehicle* decyduje się zazwyczaj na zastosowanie swapu stopy procentowej i swapu walutowego. Umowy swapowe zawiera się z partnerem posiadającym stosunkowo wysoką wiarygodność kredytową, aby nie obniżyć ratingu transakcji sekurytyzacyjnej.

Jak podkreślono wcześniej *Special Purpose Vehicle* jest powoływana tylko do emitowania i obsługi emisji papierów wartościowych opartych na wybranej grupie aktywów. Ewentualni inwestorzy muszą więc być pewni, że zakupione przez nich walory sekurytyzacyjne obciążone są niskim ryzykiem niewykupienia ich. W celu uwiarygodnienia procesu sekurytyzacji wyspecjalizowane **agencje ratingowe** przyznają rating wyemitowanym papierom wartościowym. W przypadku plasowania emisji na światowych rynkach finansowych, niezbędne jest uzyskanie ratingu od uznanej międzynarodowej agencji przyznającej takie oceny. Rating w procesach sekurytyzacji nadawany jest tylko na żądanie poszczególnym emisjom dłużnych papierów wartościowych, nie otrzymuje go natomiast emitent. Instrumenty finansowe tego samego emitenta mogą otrzymać, w zależności od ich charakterystyk inwestycyjnych, różne oceny. Aby móc poprawnie ocenić ryzyko emisji papierów sekurytyzacyjnych agencje ratingowe muszą mieć wgląd w bieżącą dokumentację ocenianej emisji i wiedzieć o wszelkich znaczących wydarzeniach mających z nią związek. Agencje ratingowe nadając ocenę papierom emitowanym w procesie sekurytyzacji aktywów, pełnią na rynku finansowym wiele ważnych i niezbędnych dla jego prawidłowego i efektywnego działania funkcji, m.in. są źródłem wiarygodnych informacji i danych dotyczących ryzyka kredytowego danej emisji, ułatwiają inwestorom konstrukcję optymalnego portfela, sprzyjają płynności rynków finansowych, umożliwiają porównanie emisji w skali światowej, niezależnie od przynależności długu do branży lub kraju (Dziawgo 1998).

Nadanie oceny ratingowej walorom finansowym emitowanym w trakcie procesu sekurytyzacji wymaga dokładnego i szczegółowego badania obszarów, które potencjalnie mogą być źródłem zakłóceń. Są to: działalność aranzjera transakcji, jakość aktywów mających

stanowić zabezpieczenie papierów, określenie rodzajów i poziomu wymaganego wsparcia kredytowego oraz przeprowadzenie analizy prawnej i strukturalnej całej transakcji („Nadawanie ratingu w programach sekurytyzacji”, Materiały Środkowoeuropejskiego Centrum Ratingu i Analiz, Rynek Terminowy nr 14 (4/01)).

2. Rodzaje ryzyka transakcji sekurytyzacji.

Analiza prawna i strukturalna przeprowadzana jest na etapie końcowym przyznania oceny ratingowej. W jej ramach badane są trzy typy ryzyka transakcji (Kosiński 1997):

- **ryzyko strukturalne** – ocenia się tu konstrukcję transakcji, a także wszystkie typy i poziomy zabezpieczeń ustanowionych dla konkretnej transakcji sekurytyzacyjnej oraz kolejność ich uruchamiania,
- **ryzyko prawne** – w ocenie tego ryzyka określa się prawdopodobieństwo niewypłacalności któregośkolwiek z podmiotów uczestniczących w transakcji. Ustala się także poziom ochrony interesów inwestorów, rozumiany jako zapewnienie pierwszeństwa zaspokojenia roszczeń przed innymi wierzycielami, jeżeli doszłoby do niewypłacalności lub bankructwa którejkolwiek ze stron transakcji,
- **ryzyko stron trzecich** – ustala się dokładną rolę w programie sekurytyzacji poszczególnych podmiotów uczestniczących w tym programie i bada się je pod kątem warunków ich funkcjonowania oraz wiarygodności kredytowej. Czynniki te mogą bowiem istotnie wpływać na ryzyko całej transakcji. Wszystkie agencje ratingowe wymagają, aby podmioty uczestniczące w transakcji posiadały wiarygodność gwarantującą jej powodzenie. Podmioty udzielające zewnętrznych zabezpieczeń kredytowych muszą posiadać rating co najmniej na poziomie ratingu emisji. W literaturze podkreśla się, że papiery wartościowe oparte na aktywach są na tyle bezpieczne, na ile bezpieczne jest najsłabsze ogniwo całej struktury sekurytyzacyjnej. Zgodnie z teorią najsłabszego ogniwa uzyskany rating emisji nie może być wyższy niż rating najsłabszego ogniwa procesu sekurytyzacji.

Uzyskanie ratingu inwestycyjnego może mieć kluczowy wpływ na sukces uplasowania emisji na rynku finansowym. Rating długu odgrywa bowiem decydującą rolę w procesie wyceny emitowanych papierów wartościowych. Im wyższa jest ocena instrumentów finansowych tym niższe są koszty pozyskania tą drogą kapitałów.

Głównym zabezpieczeniem wyemitowanych w transakcji sekurytyzacyjnej papierów wartościowych są przyszłe strumienie gotówki generowane przez aktywa, na których papiery te bazują. W większości przypadków jest to niewystarczające dla skutecznego uplasowania walorów na rynku. Potrzebne są **dotatkowe zabezpieczenia**. Stąd w ramach procesu sekurytyzacji zawierane są umowy mające na celu ograniczenie ryzyka i polepszenie jakości aktywów bazowych. Aktywa te są bowiem narażone na ryzyko kredytowe polegające na zaniechaniu przez dłużnika spłat całości lub części długu, ryzyko płynności wynikające z opóźnień wpłat przez dłużników oraz ryzyko reinwestycji kwot odzyskanych od dłuż-

ników. Wpływy należności od dłużników nie pokrywają się z czasem wypłat odsetek lub okresem wykupu papierów od inwestorów. W tym czasie środki pieniężne są inwestowane. Spadek rynkowych stóp procentowych stwarza zagrożenie uzyskania niższych dochodów finansowych z reinwestowanych środków, a tym samym braku lub niewystarczającej ilości funduszy niezbędnych do zaspokojenia roszczeń inwestorów (Kosiński 1997). W praktyce istnieje szerokie spektrum dodatkowych zabezpieczeń poprawiających jakość sekurytyzowanych aktywów. Mogą to być zabezpieczenia wewnętrzne i zewnętrzne.

3. Zabezpieczenia wewnętrzne i zewnętrzne

Zabezpieczenia wewnętrzne tworzone są przez bezpośrednich uczestników programu sekurytyzacji tj. emitenta i sprzedawcę aktywów bazowych. Eliminują one ryzyko niekorzystnego wpływu ewentualnego pogorszenia się zdolności kredytowej dodatkowego partnera na rating całej emisji. Do grupy zabezpieczeń wewnętrznych zalicza się: podporządkowanie transz, nadzabezpieczenie, różnicę w marży, rachunek zabezpieczający, fundusz rezerwowy. W przypadku wykorzystania zabezpieczenia w postaci podporządkowania transz tworzy się taką strukturę transakcji, w której płatności przekazywane inwestorom zależą od tego, jaką transzę emisji objęli. W pierwszej kolejności wykupywane są papiery wartościowe o najwyższym uprzywilejowaniu, a następnie klasy papierów o uprzywilejowaniu niższym. Klasy najmłodsze takiej konstrukcji stanowią tzw. tarczę ochronną dla klas papierów o najniższym ryzyku. Przy tej formie zabezpieczenia transzę obarczoną największym ryzykiem inwestycyjnym obejmuje najczęściej inicjator transakcji sekurytyzacyjnej. Nadzabezpieczenie oznacza przekazanie przez aranzera do aktywów o wartości wyższej od wyemitowanych przez spółkę celową papierów sekurytyzacyjnych. W ten sposób pozyskane kapitały w drodze emisji będą znacznie wyższe niż jest to potrzebne do zaspokojenia roszczeń inwestorów. Te nadwyżkowe środki deponowane są na specjalnym rachunku rezerwowym, stanowiącym źródło pokrycia potencjalnych strat. Niewykorzystana suma zabezpieczenia, pozostała po spłacie zobowiązań papierów wartościowych, najczęściej wykorzystywana jest jako wynagrodzenie dla doradcy organizującego emisję. Pozostałą kwotę po potrąceniu z niej należności za świadczone usługi doradca odprowadza na rachunek inicjatora sekurytyzacji. Ta forma zabezpieczenia jest w praktyce rzadko stosowana. Różnica w marży określana też różnicą stóp procentowych jako forma zabezpieczenia stanowi różnicę między wyższym oprocentowaniem aktywów bazowych a oprocentowaniem wyemitowanych papierów wartościowych. Najczęściej nadwyżkę tą lokuje się na specjalnym rachunku lub przekazuje do funduszy rezerwowych. Jeśli strumienie pieniężne, generowane przez sekurytyzowane aktywa są wyższe od całkowitych kosztów transakcji to wygospodarowana nadwyżka, po potrąceniu należnych opłat jest przelewana na rachunek zabezpieczający, gdzie podlega kumulacji. Wysokość rachunku zabezpieczającego wyznaczana jest w zależności od ratingu jaki chce się uzyskać dla konkretnej emisji. Jest ona korygowana po każdej wypłacie środków przez *Special Purpose Vehicle*.

Część przewyższająca sumę planowanego zabezpieczenia jest przekazywana aranżerowi transakcji (Jaroński 1999). Jako forma zabezpieczenia wewnętrznego transakcji sekurytyzacyjnej może być wykorzystany fundusz rezerwy. Jest on tworzony przez *Special Purpose Vehicle* z części funduszy, które spółka celowa uzyskuje ze sprzedaży papierów wartościowych. Wysokość zatrzymanych środków pieniężnych najczęściej jest określona proporcjonalnie do wartości zobowiązań.

Oprócz zabezpieczeń wewnętrznych do zabezpieczenia transakcji sekurytyzacyjnych mogą być wykorzystane **zabezpieczenia zewnętrzne**. Są one dostarczane przez podmioty zewnętrzne, które zobowiązują się do postawienia do dyspozycji uczestnika transakcji funduszy niezbędnych do zapewnienia płynności papierów. Spośród licznych zabezpieczeń zewnętrznych najczęściej wykorzystywane są (Sierpińska 2005):

- gwarancje instytucji ubezpieczeniowych,
- poręczenia udzielane przez stronę trzecią lub spółkę matkę dla *Special Purpose Vehicle*,
- akredytywy,
- gotówkowy rachunek zabezpieczający,
- gwarantowane kontrakty inwestycyjne.

Gwarancja wyspecjalizowanej instytucji ubezpieczeniowej to polisa ubezpieczeniowa, sprzedawana przez firmę ubezpieczeniową o odpowiednim ratingu, która gwarantuje pokrycie roszczeń inwestorów czyli terminową wypłatę kapitału oraz należnego oprocentowania w sytuacji niedoboru środków pieniężnych u emitenta.

Poręczenie udzielone przez stronę trzecią lub instytucję – matkę dla *Special Purpose Vehicle* stanowi gwarancję spłaty ewentualnych strat do określonej wysokości, w zamian za odpowiednie wynagrodzenie. Może ono również dotyczyć wypłacenia spółce celowej równowartości nominału oraz odsetek pozycji, którą dłużnik przestał obsługiwać. Umowę o udzielenie tego rodzaju gwarancji zawiera się z niezaangażowaną w program sekurytyzacji stroną trzecią, taką jak np. instytucja ubezpieczeniowa o profilu ogólnym lub inna instytucja finansowa. Może ją również zapewnić uczestnik transakcji, np. inicjator lub administrator.

Akredytywa jest zabezpieczeniem dostarczanym zwykle przez banki, które udzielają gwarancji spłaty całości lub części wartości sekurytyzowanych aktywów. Zobowiązują się one do pokrycia strat bieżących poprzez terminowe wypłaty kuponów oraz nominału dla inwestorów, w zamian za wynagrodzenie, uzależnione od wysokości gwarantowanej sumy kwoty pieniężnej.

Wykorzystując jako zabezpieczenie gotówkowy rachunek zabezpieczający, emitent zaciąga kredyt w banku komercyjnym w wysokości kwoty wymaganego zabezpieczenia i tak pozyskane środki inwestuje w krótkoterminowe papiery komercyjne, które deponuje na specjalnym rachunku. W warunkach niedoboru środków pieniężnych walory te upłynnia na rynku i w ten sposób uzyskuje fundusze na pokrycie strat.

Zabezpieczenie do inwestycji określane też zabezpieczeniem nabywców transzy podporządkowanej jest stosowane wyłącznie w transakcjach, które posiadają konstrukcję podziału emisji walorów sekurytyzacyjnych na transze uprzywilejowane i podporządkowane.

Jest to zabezpieczenie ze strony podmiotu trzeciego do objęcia podporządkowanej transzy papierów o najniższym ratingu wyemitowanych przez *Special Purpose Vehicle*. Zabezpieczeń takich udzielają inwestorzy lub agenci emisji.

Inną formą zabezpieczeń zewnętrznych jest gwarantowany kontrakt inwestycyjny. Jest to umowa zawarta z instytucją finansową, która zobowiązuje się, że powierzone jej środki, pochodzące ze spłaty należności przez dłużników, przyniosą określoną w kontrakcie stopę zwrotu. Poziom oprocentowania jest ustalany w wysokości gwarantującej spółce celowej dochody w wysokości, które pozwolą na wypełnienie zobowiązań wynikających z wyemitowanych instrumentów finansowych (Kosiński 1997).

Każdy z wymienionych sposobów dodatkowego zabezpieczenia transakcji sekurytyzacyjnej ma swoje wady i zalety. Wybór najkorzystniejszej formy zabezpieczenia jest możliwy po uwzględnieniu szczegółów każdej transakcji.

W transakcji sekurytyzacyjnej wykorzystuje się również **powiernika** pomiędzy administratorem procesu oraz podmiotami dostarczającymi dodatkowych zabezpieczeń a inwestorami. Jego podstawowym zadaniem jest reprezentowanie i ochrona interesów inwestorów. Powiernik interweniuje każdorazowo, gdy ich prawa są naruszane. Zapewnia gwarancje terminowości obsługi roszczeń. Ma on także prawo do uruchamiania zabezpieczeń w celu zaspokojenia roszczeń inwestorów, jeśli dojdzie do zatrzymania lub znaczących opóźnień w obsłudze ich należności, wynikających z nabytych papierów wartościowych opartych na aktywach bazowych (Styn 2000).

Kolejnymi podmiotami zaangażowanymi w transakcji sekurytyzacyjnej są **agent i dystrybutor emisji**. Mają oni przede wszystkim za zadanie takie skonstruowanie emisji, aby była atrakcyjna dla inwestorów, a równocześnie w miarę tania dla emitenta. Agent emisji decyduje czy dokonać emisji prywatnej czy uplasować papiery w emisji publicznej. Gwarant emisji obejmuje pozostały pakiet papierów w sytuacji, gdy nie wszystkie z nich zostały ulokowane na rynku. Rolę gwaranta pełni często agent emisji.

Ostatnim ogniwem transakcji sekurytyzacyjnej są **inwestorzy**. Wśród nabywających papiery zabezpieczone aktywami znajdują się wszystkie grupy inwestorów, zarówno osoby fizyczne jak i banki, fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, firmy ubezpieczeniowe. Różnorodność papierów sekurytyzacyjnych, co do stopy zwrotu, terminu wykupu, poziomu ryzyka czy też konstrukcji strumieni płatności, daje możliwość uplasowania ich wśród zróżnicowanych grup nabywców.

Podsumowanie

W publikacji przedstawiono typowych uczestników transakcji sekurytyzacyjnej w kolejności ich pojawiania się w procesie oraz wykorzystywane przez nich metody działania. Zbiór podmiotów zaangażowanych w procesie sekurytyzacji nie pretenduje do miana skończonego. W miarę rozwoju technik sekurytyzacyjnych do transakcji są włączani nowi uczestnicy. Są oni dobierani dla każdego konkretnego przypadku indywidualnie, przy

uwzględnieniu, między innymi, rodzaju sekurytyzowanych aktywów, posiadanych przez nie charakterystyk, dostępności danych statystycznych dotyczących portfela kredytowego, obowiązujących na danym obszarze unormowań prawnych oraz preferencji potencjalnych inwestorów (Gudkova 2002).

Praca została zrealizowana w ramach umowy statutowej nr 11.11.100.190.

LITERATURA

- Działgo D., 1998 – Credit-rating: ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym. PWN.
- Gudkova S., 2002 – Sekurytyzacja należności kredytowych banków. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa.
- Jarosiński P., 1999 – Sekurytyzacja – nowa forma finansowania firm. „Bankier”.
- Kosiński A., 1997 – Sekurytyzacja aktywów. Zarządzanie i Finanse, Warszawa.
- „Nadawanie ratingu w programach sekurytyzacji”, Materiały Środkowo-Europejskiego Centrum Ratingu i Analiz, Rynek Terminowy nr 14 (4/01).
- Raczkowska I., 2001 – Sekurytyzacja wierzytelności bankowych: podstawowe zagadnienia prawne. K i K, Warszawa.
- Sierpińska M., 2005 – Sekurytyzacja aktywów – możliwości jej zastosowania w górnictwie węgla kamiennego. Wiadomości Górnicze 4.
- Styn I., 2000 – Sekurytyzacja aktywów. Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków.

PATRYCJA BĄK

CHARACTERISTICS OF THE SUBJECTS SECURITIZATION'S PROCESS AND THEIR FUNCTIONS

Key words

Manager, organizer, advisor, risk, securitization, Special Purpose Vehicle

Abstract

The article presents the entities of securitization's process

It describes their roles and relationships. Besides that the three kinds of the risk are presented: structure risk, legal risk and risk of third parties. The internal and external securities are also presented in this article.