

Uwaga! Artykuł został opublikowany w dwóch wersjach językowych – podstawą do cytowań jest wersja angielska

Przemysław Katner

Uniwersytet Szczeciński

ORCID: 0000-0003-4059-5216

przemyslaw.katner@usz.edu.pl

Prosta, przejrzysta i standardowa sekurytyzacja (sekurytyzacja STS) jako szczególny rodzaj sekurytyzacji w rozporządzeniu 2017/2402

STRESZCZENIE

Rynek sekurytyzacji, wart biliony dolarów, uległ załamaniu w czasie kryzysu finansowego z lat 2007–2009 i przez kolejne lata jego rozmiary w Unii Europejskiej utrzymywały się na dość niskim poziomie, m.in. z powodu braku zaufania do sekurytyzacji. Celem niniejszego artykułu jest przybliżenie niemal niedostrzeżonej w polskiej doktrynie prostej, przejrzystej i standardowej sekurytyzacji (sekurytyzacji STS) jako szczególnego rodzaju sekurytyzacji, który niedawno pojawił się w Unii Europejskiej, w tym także w Polsce, stanowiąc sposób na ożywienie działalności sekurytyzacyjnej. W toku rozważań, po krótkim przedstawieniu sekurytyzacji, jej rozwoju i upadku, przeanalizowano rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 z dnia 12 grudnia 2017 r. w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniające dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012 (Dz.Urz. UE L 347/35) i wskazane w nim przesłanki, które muszą zostać spełnione, aby sekurytyzacja mogła być oznaczona jako „STS” lub „prosta, przejrzysta i standardowa”. Skoncentrowano się w szczególności na wymaganiach dotyczących obowiązku dołożenia należytej staranności, przejrzystości, zatrzymania ryzyka, prostoty i standaryzacji. Artykuł kończy się uwagami dotyczącymi skuteczności przyjętych rozwiązań w sferze gospodarczej oraz w zakresie ujednoczenia prawa sekurytyzacyjnego w państwach członkowskich i przywrócenia wiarygodności sekurytyzacji w Unii Europejskiej.

Słowa kluczowe: sekurytyzacja; sekurytyzacja STS; rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402; obowiązek dołożenia należytej staranności

WPROWADZENIE

Niedawno pojawiła się informacja, że PKO Leasing SA, będący własnością dużego polskiego banku PKO BP SA, przeprowadził w 2019 r. największą wówczas na polskim rynku transakcję sekurytyzacji STS (prostej, przejrzystej i standardowej), która objęła sprzedaż portfela wysokiej jakości wierzytelności leasingowych o łącznej wartości 2,5 mld zł¹. Ostatnio dokonano także kilku zmian w prawie polskim i prawie Unii Europejskiej, które są w pewnym stopniu związane z wprowadzeniem sekurytyzacji STS. Z tego powodu powstaje pytanie, czym jest sekurytyzacja STS w prawie polskim (i europejskim). Oprócz sfery praktycznej zagadnienie to jest ciekawe również z tego względu, że problematyka sekurytyzacji STS jak dotąd w zasadzie jest pomijana w polskim piśmiennictwie.

Sama sekurytyzacja jest zjawiskiem stosunkowo nowym. Jej początków można poszukiwać w XVIII w.², ale zazwyczaj przyjmuje się, że współczesna sekurytyzacja została

¹ *Rekordowa transakcja na polskim rynku sekurytyzacji*, www.pkoleasing.pl/aktualnosci/rekordowa-transakcja-na-polskim-ryнку-sekurytyzacji [dostęp: 23.05.2020].

² Zob. R. Frehen, W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst, *Dutch Securities for American Land Speculation in the Late Eighteenth Century*, [w:] *Housing and Mortgage Markets in Historical Perspective the Late Eighteenth Century*, eds. E.N. White, K. Snowden, P. Fishback, Chicago 2014, s. 287 i n.

Uwaga! Artykuł został opublikowany w dwóch wersjach językowych – podstawą do cytowań jest wersja angielska

zapoczątkowana w 1970 r. w Stanach Zjednoczonych³, kiedy rządowa agencja Government National Mortgage Association (GNMA, znana też jako Ginnie Mae) rozpoczęła publiczny obrót papierami wartościowymi zabezpieczonymi na wierzytelnościach hipotecznych (MBS), zwanymi również papierami wartościowymi typu *pass-through* (przekazują bowiem spłatę kapitału i odsetek z tytułu wierzytelności hipotecznych inwestorowi, który „kupi część niepodzielonych zysków z puli kredytów hipotecznych i jest uprawniony do udziału w uzyskiwanych na jej podstawie przychodach ze spłaty odsetek i kapitału”)⁴.

Istnieje wiele definicji sekurytyzacji⁵. Na przykład w ujęciu S.L. Schwarcz jest to:

[...] transakcja finansowa, w której (1) jednostka specjalnego przeznaczenia emituje i zbywa papiery wartościowe inwestorom oraz, bezpośrednio lub pośrednio, wykorzystuje uzyskane stąd wpływy w celu nabycia tytułów (oczekiwań) do otrzymania zapłaty, a (2) płatności otrzymane w związku z tak nabytymi tytułami (oczekiwaniem) stanowią główne źródło wykupienia tych papierów wartościowych⁶.

Węższą definicję prezentuje J.L. Lipson, według którego:

[...] prawdziwa sekurytyzacja jest definiowana jako nabycie przez podmiot specjalnego przeznaczenia praw do otrzymania płatności o charakterze pierwotnym, które (1) izoluje prawnie takie prawa do otrzymania płatności od masy upadłości (lub podobnego stanu niewypłacalności) jednostki inicjującej oraz (2) skutkuje, bezpośrednio lub pośrednio, emisją papierów wartościowych, których wartość jest uzależniona od nabytych w ten sposób praw do otrzymania płatności [co odróżnia ją od innych, w pewnym stopniu podobnych, konstrukcji, takich jak obligacje zabezpieczone długiem (CDO)]⁷.

³ Zob. m.in. J.L. Lipson, *Re: Defining Securitization*, “Southern California Law Review” 2012, vol. 85(5), s. 1247.

⁴ S.L. Schwarcz, *Structured Finance: The New Way to Securitise Assets*, “Cardozo Law Review” 1990, vol. 11, s. 609: „[...] purchases a fractional undivided interest in a pool of mortgage loans, and is entitled to share in the interest income and principal payments generated by the underlying mortgages”. Zob. także: P. Katner, *Umowa sekurytyzacyjna*, [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 9: *Umowy nienazwane*, red. W.J. Katner, Warszawa 2018, s. 798–799.

⁵ W polskim piśmiennictwie zob. m.in. J. Zombirt, *Sekurytyzacja – technika zarządzania ryzykiem kredytowym*, „Prawo Bankowe” 2003, nr 3, s. 29–30; Ł. Reksa, *Sekurytyzacja w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym. Wyniki ankiety badawczej*, Warszawa 2007, s. 5–6; idem, *Sekurytyzacja wierzytelności na rynkach międzynarodowych*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 2, s. 60; J. Grodzicki, R.W. Kaszubski, *Sekurytyzacja – aspekty prawne*, „Glosa” 1999, nr 8, s. 4; B. Smolarek, *Sekurytyzacyjna umowa subpartycypacyjna*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 8, s. 49; M. Bączyk, *Bankowa umowa sekurytyzacyjna*, [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 9: *Prawo zobowiązań – umowy nienazwane*, red. W.J. Katner, Warszawa 2015, s. 748–749; P. Katner, *Securitization as an economic-legal construction available under Polish law*, [w:] *Právo, obchod, ekonomika V*, red. J. Suchoža, J. Husár, R. Hučková, Košice 2015, s. 214; idem, *Sekurytyzacja aktywów spółki handlowej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2016, nr 11, s. 12–13; uchwała SN z dnia 7 października 2009 r., III CZP 65/09, OSNC 2010, nr 4, poz. 51; uchwała SN z dnia 29 listopada 2007 r., III CZP 101/07, OSNC 2008, nr 11, poz. 129.

⁶ S.L. Schwarcz, *What is securitization? And for what purpose?*, “Southern California Law Review” 2012, vol. 85, s. 1298: „[...] a financial transaction in which (1) a special purpose entity issues securities to investors and, directly or indirectly, uses the proceeds to purchase rights to, or expectations of, payment, and (2) collections on the rights or expectations so purchased constitute the primary source of repayment of those securities”.

⁷ J.L. Lipson, *op. cit.*, s. 1233: „[...] true securitization is defined as a purchase of primary payment rights by a special purpose entity that (1) legally isolates such payment rights from a bankruptcy (or similar insolvency) estate of the originator, and (2) results, directly or indirectly, in the issuance of securities whose value is determined by the payment rights so purchased”.

Uwaga! Artykuł został opublikowany w dwóch wersjach językowych – podstawą do cytowań jest wersja angielska

Autor analizuje także kilka innych – różnych – prawniczych i pozaprawnych definicji sekurytyzacji występujących w USA⁸. Natomiast w jednej z publikacji Biura Analiz Parlamentu Europejskiego (EPRS) stwierdzono, że:

[...] sekurytyzacja jest techniką finansowania, dzięki której jednorodne aktywa generujące dochód – które same w sobie mogą być trudne w zbyciu – są gromadzone i sprzedawane specjalnie utworzonej osobie trzeciej, która wykorzystuje je jako zabezpieczenie w celu emisji papierów wartościowych i ich sprzedaży na rynkach finansowych⁹.

ROZWÓJ SEKURYTYZACJI, JEJ UPADEK I POTRZEBA OŻYWIENIA

Oprócz Ginnie Mae konstrukcja sekurytyzacji była początkowo wykorzystywana także przez Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) i Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)¹⁰, a następnie przez inne podmioty. Z czasem, w połowie lat 80. XX w., sekurytyzacja pojawiła się w Europie Zachodniej, a później rozprzestrzeniła się niemal na całym świecie¹¹. Na początku jedynymi sekurytyzowanymi aktywami były wierzytelności hipoteczne wynikające z udzielenia kredytów mieszkaniowych. Później jednak przedmiotem sekurytyzacji stało się wiele innych rodzajów aktywów, takich jak pule komercyjnych kredytów hipotecznych, wierzytelności handlowych, pożyczek samochodowych, należności z tytułu kart kredytowych, a nawet honorariów muzycznych¹².

Rozwój sekurytyzacji wynikał z różnorodności realizowanych przez nią funkcji. Obejmują one m.in. pozyskiwanie i dywersyfikację źródeł finansowania dla prowadzonej działalności, dywersyfikację i przenoszenie ryzyka kredytowego, uwalnianie kapitału regulacyjnego lub ekonomicznego (wewnętrzne), poprawę wskaźników zwrotu z aktywów i zwrotu z kapitału oraz zwiększenie możliwości inwestycyjnych¹³. Zgodnie ze wskazaniem Parlamentu Europejskiego i Rady Unii Europejskiej „sekurytyzacja obejmuje transakcje, które umożliwiają kredytodawcy lub wierzycielowi – zazwyczaj instytucji kredytowej lub przedsiębiorstwu – refinansowanie pakietu pożyczek, ekspozycji lub należności, takich jak pożyczki na nieruchomości mieszkalne, kredyty na zakup samochodu lub umowy leasingu samochodów, kredyty konsumenckie, karty kredytowe lub należności z tytułu dostaw i usług, poprzez przekształcenie ich w zbywalne papiery wartościowe”¹⁴. „Sekurytyzacje stanowią ważny

⁸ *Ibidem*, s. 1256 i n.

⁹ A. Delivorias, *Understanding Securitisation: Background – benefits – risks*, 2016, [www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2015/569017/EPRS_IDA\(2015\)569017_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2015/569017/EPRS_IDA(2015)569017_EN.pdf) [dostęp: 23.05.2020]: „[...] securitisation is a financing technique by which homogeneous income-generating assets – which on their own may be difficult to trade – are pooled and sold to a specially created third party, which uses them as collateral to issue securities and sell them in financial markets”.

¹⁰ Zob. m.in. S.Y. Deku, A. Kara, *Securitization: Past, Present and Future*, New York 2017, s. 59.

¹¹ Zob. m.in. B. Salter, C. Utz, *The Australian securitization market in 2000*, “International Financial Law Review” 2001, vol. 20(1), s. 45; E. Mancuso, *Peru introduces securitization option*, “International Financial Law Review” 1997, vol. 16(10), s. 59–60; P. Katner, *Securitization as an economic-legal construction...*, s. 212–218.

¹² S.L. Schwarcz, B. Markell, L.L. Broome, *Securitization, Structured Finance and Capital Markets*, London 2004, s. 3.

¹³ Zob. m.in. A. Stopyra, [w:] *Prawo bankowe*, red. H. Gronkiewicz-Waltz, Warszawa 2013, s. 310. Co do korzyści, które można osiągnąć dzięki sekurytyzacji, zob. P. Katner, *Securitization as an economic-legal construction...*, s. 218.

¹⁴ Motyw 1 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 z dnia 12 grudnia 2017 r. w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych

Uwaga! Artykuł został opublikowany w dwóch wersjach językowych – podstawą do cytowań jest wersja angielska

element składowy dobrze funkcjonujących rynków finansowych w zakresie, w jakim przyczyniają się one do dywersyfikacji źródeł finansowania oraz dywersyfikacji ryzyka instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (zwanymi dalej »instytucjami«) oraz do uwolnienia kapitału regulacyjnego, który można następnie realokować na wspieranie dalszej działalności kredytowej, w szczególności finansowania gospodarki realnej. Ponadto sekurytyzacje zapewniają instytucjom i innym uczestnikom rynku dodatkowe możliwości inwestycyjne, umożliwiając w ten sposób dywersyfikację portfela oraz ułatwiając przepływ finansowania do przedsiębiorstw i osób fizycznych [...]»¹⁵.

Przed kryzysem finansowym z lat 2007–2009 rynek sekurytyzacji rozwijał się szybko i był szacowany na setki miliardów, a nawet biliony dolarów¹⁶. Kryzys doprowadził jednak do załamania w tej mierze w skali światowej¹⁷ i przez kilka lat wartość aktywów sekurytyzowanych w Unii Europejskiej pozostawała na niskim poziomie. Powodów takiej sytuacji doszukiwano się m.in.: w powstałej na skutek kryzysu złej opinii wśród inwestorów dotyczącej całego rynku sekurytyzacji; w otoczeniu makroekonomicznym, które rozwinęło się od czasu kryzysu finansowego; w zaostrzeniu metodologii i polityk ratingowych głównych agencji ratingowych, wpływającym na klasę aktywów sekurytyzacyjnych i stanowiącym następstwo negatywnych doświadczeń związanych z ratingami sekurytyzacji w latach kryzysu; w zmianie bazy inwestorów i braku płynności rynku wtórnego; w jednolitym podejściu istniejących przepisów do różnych sekurytyzacji (niezależnie od sposobu ich przeprowadzania, zabezpieczenia i stopnia złożoności) i w potencjalnej niepewności co do przepisów wśród emitentów i inwestorów, stanowiącej następstwo licznych inicjatyw regulacyjnych, zarówno na poziomie UE, jak i na poziomie globalnym¹⁸. W tym samym czasie amerykański rynek sekurytyzacji rósł znacznie szybciej, i to pomimo faktu, że amerykańskie instrumenty sekurytyzacyjne w latach kryzysu osiągnęły znacznie wyższe wskaźniki niewykonania zobowiązań niż te pochodzące z UE¹⁹.

W celu zmiany sytuacji, a także z uwagi na znaczenie solidnie ustrukturyzowanej sekurytyzacji dla rynku²⁰ oraz prace Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego (BCBS)

i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniające dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012 (Dz.Urz. UE L 347/35), dalej: rozporządzenie 2017/2402.

¹⁵ Motyw 1 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2401 z dnia 12 grudnia 2017 r. zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 575/2013 w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (Dz.Urz. UE L 347/1), dalej: rozporządzenie 2017/2401.

¹⁶ S.L. Schwarcz, B. Markell i L.L. Broome (*op. cit.*, s. 1) wskazują, że w 2004 r. rynek sekurytyzacji wynosił 6 bln USD. Według M. Cheng, D.S. Dhaliwala i M. Neamtiu (*Asset Securitization, Securitization Recourse, and Information Uncertainty*, "The Accounting Review" 2011, vol. 86(2), DOI: <https://doi.org/10.2308/accr.00000020>, s. 541 i n.) w 2007 r. wynosił on około 8,9 bln USD.

¹⁷ Zob. m.in. Association for Financial Markets in Europe, *AFME/ESF Securitisation Data Report Q4:2009*, www.sifma.org/wp-content/uploads/2017/05/afme-esf-securitisation-data-report-2009-q4.pdf [dostęp: 23.05.2020], s. 21.

¹⁸ Zob. European Banking Authority, *EBA report on qualifying securitisations*, 2014, www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+qualifying+securitisation.pdf [dostęp: 23.05.2020], s. 7, 24 i n.; A. Delivorias, *op. cit.*, s. 17; P. Katner, *Umowa...*, s. 814.

¹⁹ Zob. uzasadnienie wniosku z dnia 30 maja 2015 r. dotyczącego rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie ustanowienia wspólnych zasad dotyczących sekurytyzacji, utworzenia europejskich ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji oraz zmiany dyrektyw 2009/65/WE, 2009/138/WE, 2011/61/UE i rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012, COM/2015/0472 final – 2015/0226 (COD).

²⁰ Zob. motyw 4 rozporządzenia 2017/2402.

Uwaga! Artykuł został opublikowany w dwóch wersjach językowych – podstawą do cytowań jest wersja angielska

i Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO), Unia Europejska początkowo wdrożyła ramy prawne służące przeciwdziałaniu ryzykom nieodłącznie związanym z sekurytyzacją, a następnie rozpoczęła prace nad zasadami dostosowanymi do lepszego odróżnienia prostych, przejrzystych i standardowych (STS) produktów od złożonych, nieprzejrzystych i ryzykownych. W rezultacie 30 września 2015 r. Komisja Europejska przedstawiła wniosek dotyczący rozporządzenia ustanawiającego ogólne ramy dla sekurytyzacji oraz tworzącego europejskie ramy dla prostej, przejrzystej i standardowej sekurytyzacji (sekurytyzacji STS)²¹. Rozporządzenie 2017/2402 zostało przyjęte 12 grudnia 2017 r., weszło w życie 18 stycznia 2018 r. i jest stosowane od 1 stycznia 2019 r. Jednocześnie przyjęto rozporządzenie 2017/2401, zmieniające wcześniej obowiązujące rozwiązania w odniesieniu do zasad dotyczących sekurytyzacji. Po nich wydawane były kolejne akty prawne związane z sekurytyzacją STS²².

SEKURYTYZACJA STS W ROZPORZĄDZENIU 2017/2402

Sekurytyzacja STS jest szczególnym rodzajem sekurytyzacji. Ta ostatnia została zdefiniowana w art. 2 ust. 1 rozporządzenia 2017/2402, na jego potrzeby, jako transakcja „lub program, w wyniku których ryzyko kredytowe związane z ekspozycją lub pulą ekspozycji ulega podziałowi na transe charakteryzujące się wszystkimi następującymi cechami:

- a) płatności w ramach transakcji lub programu zależą od dochodów z tytułu ekspozycji lub puli ekspozycji;
- b) hierarchia transz określa rozkład strat w czasie trwania transakcji lub programu;
- c) transakcja lub program nie tworzy ekspozycji, które posiadają wszystkie cechy wymienione w art. 147 ust. 8 rozporządzenia (UE) nr 575/2013²³.

Art. 2 rozporządzenia 2017/2402 zawiera również definicje wszystkich innych kluczowych pojęć dla sekurytyzacji (i sekurytyzacji STS), takich jak: sekurytyzacja tradycyjna i syntetyczna, resekurytyzacja, jednostka inicjująca, pierwotny kredytodawca, jednostka specjalnego przeznaczenia do celów sekurytyzacji (SSPE), jednostka sponsorująca, inwestor (instytucjonalny), jednostka obsługująca, program emisji papierów dłużnych przedsiębiorstw zabezpieczonych aktywami (program ABCP), transakcja na papierach dłużnych przedsiębiorstw zabezpieczonych aktywami (transakcja ABCP) itd.

²¹ Uzasadnienie wniosku z dnia 30 maja 2015 r. dotyczącego rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady.

²² Na przykład rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2019/1851 z dnia 28 maja 2019 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących jednorodności ekspozycji bazowych w ramach sekurytyzacji (Dz.Urz. UE L 285/1).

²³ Definicja jest dość podobna do pierwotnie znajdującej się w art. 4 ust. 1 pkt 61 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz.Urz. UE L 176/1). Wskazany art. 147 ust. 8 tego rozporządzenia stanowi obecnie, że w ramach kategorii ekspozycji wobec przedsiębiorstw (jedna z kategorii ekspozycji wyróżnionych w art. 147 ust. 2 rozporządzenia) „instytucje identyfikują osobno jako ekspozycje związane z kredytowaniem specjalistycznym ekspozycje, które mają następujące cechy: a) jest to ekspozycja wobec podmiotu, który został stworzony specjalnie w celu finansowania aktywów rzeczowych lub operowania nimi, lub jest to ekspozycja porównywalna pod względem ekonomicznym; b) ustalenia umowne dają kredytodawcy znaczny stopień kontroli nad aktywami oraz dochodem przez nie generowanym; c) głównym źródłem spłaty zobowiązań jest dochód generowany przez aktywa objęte finansowaniem, nie zaś niezależna zdolność generowania dochodów szerszego przedsiębiorstwa”.

Uwaga! Artykuł został opublikowany w dwóch wersjach językowych – podstawą do cytowań jest wersja angielska

Jako szczególny rodzaj sekurytyzacji, uregulowany w rozdziale 4 rozporządzenia 2017/2402, sekurytyzacja STS musi być zgodna z ogólnymi ramami przyjętymi w rozporządzeniu względem sekurytyzacji (chyba że przepisy szczególne dotyczące sekurytyzacji STS przewidują dalej idące postanowienia). Ramy te obejmują wymagania dołożenia należytej staranności oraz zatrzymania ryzyka i przejrzystości w odniesieniu do podmiotów zaangażowanych w sekurytyzację, a także przewidują szczególne kryteria udzielania kredytów, zakaz resekurytyzacji, ograniczenia dotyczące sprzedaży pozycji sekurytyzacyjnych klientom detalicznym oraz wymagania dotyczące SSPE.

W tym zakresie sprzedawca pozycji sekurytyzacyjnej może sprzedać taką pozycję klientowi detalicznemu tylko wtedy, gdy spełnione są wszystkie szczegółowe warunki wskazane w art. 3 rozporządzenia 2017/2402. Następnie SSPE są ograniczone co do krajów, w których można je założyć (przepisy normujące sekurytyzację STS przewidują dalsze ograniczenie). Co do zasady jednostki inicjujące, sponsorujące oraz pierwotni kredytodawcy powinni stosować do sekurytyzowanych ekspozycji te same należyte i ściśle zdefiniowane kryteria udzielania kredytu, jakie stosują do ekspozycji niesekurytyzowanych (art. 9 rozporządzenia 2017/2402).

Wymaganie dołożenia należytej staranności jest skierowane do inwestorów instytucjonalnych innych niż jednostka inicjująca, jednostka sponsorująca lub pierwotny kredytodawca, którzy są zobowiązani do weryfikacji różnych informacji związanych z sekurytyzacją i do podjęcia kroków w celu zapewnienia, że właściwie oceniają ryzyko wynikające z sekurytyzacji, co ma przynieść korzyść inwestorom końcowym. W tym celu mogą korzystać z informacji przedstawionych przez podmioty dokonujące sekurytyzacji, w szczególności – w przypadku sekurytyzacji STS – wskazanych w zgłoszeniu STS oraz ujawnionych w związku z nim, które powinny zapewnić inwestorom wszystkie istotne wiadomości na temat sposobu, w jaki kryteria STS są spełnione. Nie powinni jednak polegać wyłącznie i automatycznie na takim zgłoszeniu i takich informacjach²⁴.

Ponieważ spełnienie kryterium dotyczącego dołożenia należytej staranności wymaga dostępu do informacji o danym instrumencie sekurytyzacyjnym, jednostka inicjująca, jednostka sponsorująca i SSPE powinny udostępnić – z reguły za pośrednictwem repozytorium sekurytyzacji – przynajmniej określone informacje i dokumenty posiadaczom pozycji sekurytyzacyjnej, właściwym organom²⁵ oraz, na żądanie, potencjalnym inwestorom (wymaganie przejrzystości). Takie repozytoria są osobami prawnymi rejestrowanymi i nadzorowanymi przez Europejski Urząd Nadzoru (Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, ESMA), działającymi na warunkach określonych w rozporządzeniu 2017/2402, które gromadzą i przechowują na szczeblu centralnym dane dotyczące sekurytyzacji²⁶. Ich głównym celem jest zapewnienie inwestorom jednego i nadzorowanego źródła danych niezbędnych do tego, by mogli przeprowadzić analizę *due diligence*.

Wreszcie wymaganie dotyczące zatrzymania ryzyka ma na celu zapewnienie zgodności interesów jednostek inicjujących, jednostek sponsorujących, pierwotnych kredytodawców

²⁴ Zob. motyw 9 i art. 5 rozporządzenia 2017/2402.

²⁵ Zgodnie z art. 3d ust. 1 ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (t.j. Dz.U. 2020, poz. 180 ze zm.) w Polsce takim organem jest Komisja Nadzoru Finansowego.

²⁶ Zob. motywy 11–13 oraz art. 7 i 10–17 rozporządzenia 2017/2402.

Uwaga! Artykuł został opublikowany w dwóch wersjach językowych – podstawą do cytowań jest wersja angielska

i inwestorów. Aby to osiągnąć, jednostka inicjująca, jednostka sponsorująca lub pierwotny kredytodawca musi na bieżąco utrzymywać istotny udział gospodarczy netto (zdefiniowany w art. 6 ust. 3 rozporządzenia 2017/2402) w sekurytyzacji w wysokości nie mniejszej niż 5%, aby zachować istotną ekspozycję ekonomiczną netto z tytułu odnośnych ryzyk bazowych (z pewnymi wyjątkami). Istotnego udziału gospodarczego netto nie dzieli się między poszczególne rodzaje podmiotów zobowiązanych do jego zatrzymania i nie podlega on żadnemu ograniczeniu ryzyka kredytowego lub zabezpieczeniu. Jednostkom inicjującym nie wolno także dokonywać wyboru aktywów, które mają zostać przeniesione do SSPE z założeniem, by straty na aktywach przekazanych SSPE były wyższe niż straty poniesione w takim samym okresie z tytułu porównywalnych aktywów utrzymywanych w bilansie jednostki inicjującej²⁷.

Oprócz ogólnych wymagań stawianych sekurytyzacji, sekurytyzacja STS musi również spełniać szczególne kryteria wskazane w rozdziale 4 rozporządzenia 2017/2402. Zgodnie z art. 18 jednostki inicjujące, jednostki sponsorujące oraz SSPE mogą używać w odniesieniu do sekurytyzacji oznaczenia STS lub „prosta, przejrzysta i standardowa”, lub oznaczenia, które odnosi się bezpośrednio lub pośrednio do tych terminów tylko wówczas, gdy: sekurytyzacja spełnia te kryteria, ESMA otrzymała o tym zgłoszenie oraz dana sekurytyzacja jest ujęta w wykazie wszystkich zgłoszonych sekurytyzacji STS prowadzonym przez ESMA. Jednostka inicjująca, jednostka sponsorująca i SSPE uczestniczące w sekurytyzacji uznanej za STS muszą też mieć siedzibę w Unii Europejskiej.

W celu uwzględnienia różnych cech strukturalnych w rozdziale 4 rozporządzenia 2017/2402 zostały wyszczególnione dwa zestawy kryteriów dotyczących sekurytyzacji STS: jeden w art. 19–22, dotyczący sekurytyzacji terminowej/długoterminowej (sekurytyzacja nieobjęta ABCP; sekurytyzacje z wyjątkiem programów ABCP i transakcji ABCP, zgodnie z ich definicją w art. 2 pkt 7 i 8 rozporządzenia 2017/2402), a drugi w art. 23–26, dotyczący sekurytyzacji krótkoterminowej (sekurytyzacja ABCP), obejmującej programy ABCP i transakcje ABCP. Kryteria te są w dużej mierze podobne w odniesieniu do prostego, przejrzystego i standardowego charakteru sekurytyzacji STS, a różnice w przypadku sekurytyzacji ABCP służą odzwierciedleniu specyfiki sekurytyzacji krótkoterminowej. Jednakże sposób unormowania kryteriów sekurytyzacji nieobjętej ABCP koncentruje się na rozróżnieniu między cechami prostoty, przejrzystości i standaryzacji, natomiast kryteriów sekurytyzacji ABCP – na rozróżnieniu kryteriów występujących na poziomie transakcji dotyczących jednostki sponsorującej i programu²⁸.

W odniesieniu do wymagań związanych z prostotą SSPE musi nabyć prawo do ekspozycji bazowych w drodze „prawdziwej” sprzedaży, cesji lub przeniesienia o takim samym skutku prawnym w sposób, który jest możliwy do wyegzekwowania wobec sprzedawcy lub innej osoby trzeciej. Wyklucza to (przynajmniej na razie) sekurytyzację syntetyczną i pozwala na oznaczanie symbolem STS jedynie sekurytyzacji tradycyjnych²⁹. Przeniesienie ekspozy-

²⁷ Zob. motyw 10 i art. 6 rozporządzenia 2017/2402.

²⁸ Zob. European Banking Authority, *Guidelines on STS criteria for ABCP securitisation*, EBA/GL/2018/08, 12.12.2018, <https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/securitisation-and-covered-bonds/guidelines-on-the-sts-criteria-for-abc-and-non-abc-securitisation> [dostęp: 23.05.2020], s. 4.

²⁹ Niemniej art. 45 rozporządzenia 2017/2402 pozostawia możliwość wprowadzenia bilansowej sekurytyzacji syntetycznej STS. Zob. także: European Banking Authority, *EBA report on STS framework for synthetic securit-*

Uwaga! Artykuł został opublikowany w dwóch wersjach językowych – podstawą do cytowań jest wersja angielska

cji bazowych na SSPE (oraz na ich sprzedawcę, jeśli nie jest on pierwotnym kredytodawcą) nie może pozwalać na cofnięcie przeniesienia (*clawback*) w przypadku niewypłacalności sprzedawcy, wskazanym w art. 20 ust. 2 i art. 24 ust. 2 rozporządzenia 2017/2402. Ograniczenie to nie dotyczy przepisów krajowych o niewypłacalności, które „pozwalają likwidatorowi lub sądowi unieważnić sprzedaż ekspozycji bazowych w przypadku przeniesień mających charakter oszustwa, krzywdzącego uprzedzenia w stosunku do wierzycieli lub w przypadku przeniesień mających niewłaściwie faworyzować konkretnych wierzycieli względem innych” (art. 20 ust. 3 i art. 24 ust. 3 rozporządzenia 2017/2402). Ponadto sprzedawca powinien złożyć oświadczenia i zapewnienia, że – według jego najlepszej wiedzy – ekspozycje bazowe objęte sekurytyzacją nie są obciążone lub w inny sposób dotknięte okolicznościami, co do których można przewidzieć, iż negatywnie wpłyną na skuteczność dokonania „prawdziwej” sprzedaży, cesji lub przeniesienia o takim samym skutku prawnym (art. 20 ust. 6 i art. 24 ust. 6 rozporządzenia 2017/2402).

W przypadku sekurytyzacji STS rozporządzenie 2017/2402 określa też szczególne cechy ekspozycji bazowych. Powinny one m.in. spełniać z góry określone, jasne i udokumentowane kryteria kwalifikowalności, które nie pozwalają na aktywne zarządzanie portfelem tych ekspozycji na zasadzie uznaniowej. Ekspozycje bazowe nie mogą obejmować np. niektórych zbywalnych papierów wartościowych oraz jakichkolwiek pozycji sekurytyzacyjnych. Sekurytyzacja (transakcja ABCP) powinna być zabezpieczona pulą ekspozycji bazowych, które są jednorodne pod względem rodzaju aktywów, biorąc pod uwagę specyficzne cechy związane z przepływami pieniężnymi danego rodzaju aktywów, w tym ich charakterystykę umowną, związaną z ryzykiem kredytowym i przedterminowością spłat (art. 20 ust. 7–8 i art. 24 ust. 7 i 15 rozporządzenia 2017/2402). Motyw 27 rozporządzenia 2017/2402 jako przykłady podaje m.in. pule kredytów mieszkaniowych, pule kredytów dla przedsiębiorstw, umowy leasingu i instrumenty kredytowe dla przedsiębiorstw należących do tej samej kategorii, pule pożyczek na zakup samochodu i umów leasingu samochodów, a także pule instrumentów kredytowych dla osób fizycznych przeznaczonych na cele konsumpcyjne osobiste, rodzinne lub na cele konsumpcyjne gospodarstw domowych. Jedna pula ekspozycji bazowych może obejmować tylko jeden rodzaj aktywów. Ekspozycje bazowe muszą zawierać zobowiązania, które są umownie wiążące i możliwe do wyegzekwowania, z prawem dochodzenia roszczeń w pełnym zakresie wobec dłużników oraz – w stosownych przypadkach – gwarantów. Powinny one mieć zdefiniowane strumienie płatności (w przypadku sekurytyzacji nieobjętej ABCP – okresowych), a także mogą generować przychody ze sprzedaży aktywów finansowych lub będących przedmiotem leasingu.

W celu zapobieżenia tworzeniu modeli *originate to distribute* („udzielasz i uciekasz”)³⁰, w których kredytodawcy udzielają kredytów, stosując nieadekwatne i niewystarczające zasady oceny ryzyka, ponieważ wiedzą z wyprzedzeniem, że powiązane ryzyka są docelowo przenoszone na osoby trzecie, ekspozycje bazowe powinny być w szczególności inicjowane w toku zwykłej działalności jednostki inicjującej lub pierwotnego kredytodawcy zgod-

isation under Article 45 of Regulation (EU) 2017/2402, EBA/OP/2020/07, 6.05.2020, <https://eba.europa.eu/eba-proposes-framework-sts-synthetic-securitisation> [dostęp: 23.05.2020].

³⁰ Zob. m.in. R.J. Rosen, *The impact of the originate-to-distribute model on banks before and during the financial crisis*, 2010, www.kansascityfed.org/publicat/events/research/2011DayAhead/Rosen.pdf [dostęp: 23.05.2020].

Uwaga! Artykuł został opublikowany w dwóch wersjach językowych – podstawą do cytowań jest wersja angielska

nie ze standardami zawierania umów kredytowych, które są nie mniej rygorystyczne niż te, które jednostka inicjująca lub pierwotny kredytodawca stosowali w momencie inicjowania wobec podobnych ekspozycji nieobjętych sekurytyzacją. Jednostka inicjująca lub pierwotny kredytodawca powinni również mieć fachową wiedzę w zakresie inicjowania ekspozycji o charakterze podobnym do ekspozycji sekurytyzowanych. W stosownych przypadkach ocena zdolności kredytowej kredytobiorcy powinna spełniać określone dodatkowe wymagania. Jeżeli ekspozycjami bazowymi są kredyty mieszkaniowe, to pula kredytów nie może obejmować takich, które były oferowane i zostały udzielone w sytuacji, gdy składający wniosek kredytowy lub – w stosownych przypadkach – pośrednicy zostali powiadomieni, że przedstawione przez składającego wniosek informacje mogą nie być weryfikowane przez kredytodawcę. Ekspozycje bazowe po ich wybraniu powinny zostać przeniesione niezwłocznie do SSPE. Nie mogą przy tym obejmować – w momencie dokonywania wyboru – ekspozycji, w przypadku których mamy do czynienia z niewykonaniem zobowiązania lub wobec dłużnika lub gwaranta o obniżonej wiarygodności kredytowej, wskazanego w art. 20 ust. 11 lub art. 24 ust. 9 rozporządzenia 2017/2402. Co do zasady dłużnicy powinni w momencie przeniesienia ekspozycji mieć dokonaną co najmniej jedną płatność. Wreszcie co do zasady spłata na rzecz posiadaczy pozycji sekurytyzacyjnych nie może być skonstruowana w ten sposób, aby zależeć w głównej mierze od sprzedaży aktywów zabezpieczających ekspozycje bazowe³¹.

Sekurytyzacja STS wymaga również szerszego zakresu przejrzystości niż ten przewidziany w ogólnych ramach dla sekurytyzacji. Między innymi jednostka inicjująca i jednostka sponsorująca powinny udostępniać potencjalnym inwestorom przed wyceną dane dotyczące historycznych statycznych i dynamicznych wyników w zakresie niewykonania zobowiązań i strat, takich jak dane dotyczące zaległości kredytowych i niewykonania zobowiązań, w odniesieniu do ekspozycji w znacznym stopniu podobnych do tych będących przedmiotem sekurytyzacji, a także źródła tych danych oraz uzasadnienie twierdzenia o podobieństwie. Dane te powinny obejmować okres co najmniej pięciu lat (w określonych przypadkach – trzech lat)³². W określonym momencie próba ekspozycji bazowych powinna zostać poddana zewnętrznej weryfikacji prowadzonej przez odpowiedni i niezależny podmiot³³.

W odniesieniu do wymagania standaryzacji sekurytyzacja STS zakłada natomiast pewne ujednoczenie praktyk i dokumentacji. W tej mierze należy m.in. odpowiednio ograniczyć ryzyko stopy procentowej i ryzyko walutowe wynikające z sekurytyzacji oraz ujawnić wszelkie środki podjęte w tym celu. Z reguły SSPE nie może zawierać kontraktów pochodnych i powinna zapewniać, że pula ekspozycji bazowych nie obejmuje instrumentów pochodnych. Wszelkie płatności odsetek według stóp referencyjnych w ramach sekurytyzowanych aktywów i zobowiązań muszą opierać się na ogólnie stosowanych rynkowych stopach procentowych lub ogólnie stosowanych stopach sektorowych odzwierciedlających koszt środków pieniężnych. Doręczenie zawiadomienia o wszczęciu egzekucji lub zawiadomienia o przy-

³¹ Zob. art. 20 ust. 13 i art. 24 ust. 11 rozporządzenia 2017/2402. Motyw 29 rozporządzenia wyjaśnia, że „silne uzależnienie spłaty pozycji sekurytyzacyjnych od sprzedaży aktywów zabezpieczających aktywa bazowe prowadzi do słabości, czego dowodem mogą być słabe wyniki części rynku papierów wartościowych zabezpieczonych spłatami komercyjnych kredytów hipotecznych (»CMBS«) odnotowane w trakcie kryzysu finansowego. W związku z tym CMBS nie należy uznawać za sekurytyzację STS”.

³² Zob. art. 22 ust. 1 i art. 24 ust. 14 rozporządzenia 2017/2402.

³³ Zob. art. 22 ust. 2 i art. 26 ust. 1 rozporządzenia 2017/2402. Szerzej na temat wymagania przejrzystości w przypadku sekurytyzacji STS zob. m.in. art. 22 rozporządzenia 2017/2402.

Uwaga! Artykuł został opublikowany w dwóch wersjach językowych – podstawą do cytowań jest wersja angielska

spieszeniu spłaty powinno mieć określone następstwa. W dokumentacji transakcji powinny znajdować się wskazane w rozporządzeniu postanowienia (np. w przypadku, gdy transakcja ABCP jest sekurytyzacją odnawialną, w dokumentacji transakcji określa się czynniki wywołujące zakończenie okresu odnawialności, obejmujące co najmniej dwa wyszczególnione w art. 24 ust. 19 rozporządzenia 2017/2402)³⁴.

Oprócz tego przepisy dotyczące prostej, przejrzystej i standardowej sekurytyzacji ABCP zawierają również pewne wymagania dotyczące jednostki sponsorującej (np. jednostka sponsorująca programu ABCP powinna być instytucją kredytową nadzorowaną na podstawie dyrektywy 2013/36/UE, powinna przeprowadzić własną analizę *due diligence* oraz weryfikować spełnienie wymagań określonych w art. 5 ust. 1 i 3 rozporządzenia 2017/2402) oraz niezbędne do spełnienia na poziomie programu (np. pozostały średni ważony okres trwania ekspozycji bazowych programu ABCP nie może być dłuższy niż dwa lata)³⁵.

Ilość i stopień skomplikowania kryteriów uznania sekurytyzacji za STS mógłby powodować ograniczenie korzystania z tej konstrukcji. Z tego względu rozporządzenie 2017/2402 przewiduje, że jednostka inicjująca, jednostka sponsorująca lub SSPE mogą skorzystać z usług osoby trzeciej upoważnionej przez odpowiednie władze zgodnie z art. 28 rozporządzenia w celu sprawdzenia, czy sekurytyzacja jest zgodna z wymaganiami stawianymi sekurytyzacji STS. Rozwiązanie to ma także za zadanie doprowadzić do zwiększenia zaufania do rynku sekurytyzacji STS. Jednakże korzystanie z takich usług nie wpływa ani na odpowiedzialność jednostki inicjującej, jednostki sponsorującej lub SSPE z tytułu wykonania przez nie obowiązków nałożonych przez rozporządzenie, ani na obowiązek dołożenia należytej staranności przez inwestorów instytucjonalnych.

Wspomniano już, że spełnienie wyżej wymienionych wymagań nie powoduje automatycznie uznania sekurytyzacji za sekurytyzację STS. W tym celu należy zgłosić tę okoliczność do ESMA i sekurytyzacja musi zostać uwzględniona w wykazie wszystkich zgłoszonych sekurytyzacji STS, prowadzonym na rządowej stronie internetowej ESMA. Zgłoszenie powinno zostać dokonane wspólnie przez jednostki inicjujące i jednostki sponsorujące (w przypadku programu ABCP tylko jednostka sponsorująca jest odpowiedzialna za zgłoszenie tego programu oraz – w jego ramach – transakcji ABCP spełniających przesłanki z art. 24 rozporządzenia 2017/2402) i powinno obejmować wyjaśnienie przedstawione przez jednostkę inicjującą i jednostkę sponsorującą, dotyczące sposobu spełnienia każdego z kryteriów STS określonych w art. 20–22 lub art. 24–26 rozporządzenia 2017/2402, w razie potrzeby wraz z dodatkowymi oświadczeniami. Jednostki inicjujące i jednostki sponsorujące powinny także powiadomić właściwe dla siebie organy o dokonaniu zgłoszenia STS i wyznaczyć spośród siebie jedną jednostkę, która będzie pierwszym punktem kontaktowym dla inwestorów i właściwych organów³⁶.

Na koniec należy wspomnieć, że przestrzeganie przez jednostki inicjujące, pierwotnych pożyczkodawców, jednostki sponsorujące i SSPE przepisów dotyczących sekurytyzacji STS podlega nadzorowi właściwych organów wyznaczonych przez państwa członkowskie.

³⁴ Szerzej na temat wymagania standaryzacji zob. m.in. art. 21 i art. 24 ust. 12–13, 16–17, 19–20 rozporządzenia 2017/2402.

³⁵ Szerzej zob. art. 25 i 26 rozporządzenia 2017/2402.

³⁶ Zob. art. 27 rozporządzenia 2017/2402.

Uwaga! Artykuł został opublikowany w dwóch wersjach językowych – podstawą do cytowań jest wersja angielska

Ich naruszenie umyślne lub na skutek zaniedbania przez którykolwiek z tych podmiotów może skutkować nałożeniem odpowiednich sankcji administracyjnych, środków naprawczych, a nawet sankcji karnych.

PODSUMOWANIE

Z poczynionych uwag wynika, że sekurytyzacja STS jest szczególnym rodzajem sekurytyzacji, który oprócz spełnienia kryteriów stawianych przez ogólne ramy dla sekurytyzacji, w szczególności dotyczących przejrzystości, dołożenia należytej staranności i zatrzymania ryzyka, powinien cechować się spełnieniem wymagań dotyczących prostoty konstrukcji, standaryzacji i zwiększonej przejrzystości sekurytyzacji oraz miejscem siedziby określonych uczestniczących w niej podmiotów w Unii Europejskiej. Jego podstawowym celem jest zwiększenie zaufania do sekurytyzacji oraz rozwój europejskiego rynku transakcji sekurytyzacyjnych. Dla zapewnienia jednolitych rozwiązań w państwach członkowskich sekurytyzacja STS została unormowana w rozporządzeniu (rozporządzeniu 2017/2402), a nie w dyrektywie, natomiast tożsamość wykładni i sposobu stosowania przyjętych rozwiązań jest osiągnięta w drodze aktów wykonawczych, wydawanych m.in. przez Komisję UE oraz Europejski Urząd Nadzoru Bankowego. Kształt sekurytyzacji STS nie jest przy tym ostateczny, o czym świadczą prace nad unormowaniem bilansowej sekurytyzacji syntetycznej STS.

Obecnie trudno jest jednoznacznie wskazać, czy cel unormowania sekurytyzacji STS w rozporządzeniu 2017/2402 zostanie osiągnięty. Z jednej strony samo rozporządzenie obowiązuje od niedawna, z drugiej zaś na aktualny obraz sekurytyzacji wpływa negatywnie bieżąca sytuacja ekonomiczna związana z pandemią COVID-19. Obiektywnie można jedynie stwierdzić, że w 2019 r. przeprowadzone sekurytyzacje STS osiągnęły wartość 67,6 mld euro (przy 216,8 mld euro łącznej wartości sekurytyzacji przeprowadzonych w Unii Europejskiej), a liczba zgłoszonych sekurytyzacji STS na koniec pierwszego kwartału 2020 r. wyniosła 248³⁷. Z prawnego punktu widzenia można jednak wskazać, że rozwiązania przyjęte w rozporządzeniu 2017/2402 prowadzą do uporządkowania rynku oraz wyodrębnienia sekurytyzacji STS spośród innych rodzajów sekurytyzacji jako sekurytyzacji wyższej jakości, a w połączeniu z egzekwowaniem przez uprawnione do tego organy obowiązków nałożonych na podmioty uczestniczące w sekurytyzacji powinny one zapewnić zwiększenie bezpieczeństwa obrotu i zachęcić do inwestowania.

BIBLIOGRAFIA

LITERATURA

- Association for Financial Markets in Europe, *AFME/ESF Securitisation Data Report Q4:2009*, www.sifma.org/wp-content/uploads/2017/05/afme-esf-securitisation-data-report-2009-q4.pdf [dostęp: 23.05.2020].
- Association for Financial Markets in Europe, *AFME Securitisation Report Q1:2020*, [www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME%20Q1%202020%20Securitistion%20Report%20\(PDF\)-1.pdf](http://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME%20Q1%202020%20Securitistion%20Report%20(PDF)-1.pdf) [dostęp: 23.05.2020].

³⁷ Association for Financial Markets in Europe, *AFME Securitisation Report Q1:2020*, [www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME%20Q1%202020%20Securitistion%20Report%20\(PDF\)-1.pdf](http://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME%20Q1%202020%20Securitistion%20Report%20(PDF)-1.pdf) [dostęp: 23.05.2020], s. 11, 14.

Uwaga! Artykuł został opublikowany w dwóch wersjach językowych – podstawą do cytowań jest wersja angielska

- Bączyk M., *Bankowa umowa sekurytyzacyjna*, [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 9: *Prawo zobowiązań – umowy nienazwane*, red. W.J. Katner, Warszawa 2015.
- Cheng M., Dhaliwal D.S., Neamtiu M., *Asset Securitization, Securitization Recourse, and Information Uncertainty*, "The Accounting Review" 2011, vol. 86(2), DOI: <https://doi.org/10.2308/accr.00000020>.
- Deku S.Y., Kara A., *Securitization: Past, Present and Future*, New York 2017.
- Delivorias A., *Understanding Securitisation: Background – benefits – risks*, 2016, [www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2015/569017/EPRS_IDA\(2015\)569017_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2015/569017/EPRS_IDA(2015)569017_EN.pdf) [dostęp: 23.05.2020].
- European Banking Authority, *EBA report on qualifying securitisations*, 2014, www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+qualifying+securitisation.pdf [dostęp: 23.05.2020].
- European Banking Authority, *EBA report on STS framework for synthetic securitisation under Article 45 of Regulation (EU) 2017/2402*, EBA/OP/2020/07, 6.05.2020, <https://eba.europa.eu/eba-proposes-framework-sts-synthetic-securitisation> [dostęp: 23.05.2020].
- European Banking Authority, *Guidelines on STS criteria for ABCP securitisation*, EBA/GL/2018/08, 12.12.2018, <https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/securitisation-and-covered-bonds/guidelines-on-the-sts-criteria-for-abcp-and-non-abcp-securitisation> [dostęp: 23.05.2020].
- Frehen R., Goetzmann W.N., Rouwenhorst K.G., *Dutch Securities for American Land Speculation in the Late Eighteenth Century*, [w:] *Housing and Mortgage Markets in Historical Perspective the Late Eighteenth Century*, eds. E.N. White, K. Snowden, P. Fishback, Chicago 2014.
- Grodzicki J., Kaszubski R.W., *Sekurytyzacja – aspekty prawne*, „Glosa” 1999, nr 8.
- Katner P., *Securitization as an economic-legal construction available under Polish law*, [w:] *Právo, obchod, ekonomika V*, red. J. Suchoža, J. Husár, R. Hučková, Košice 2015.
- Katner P., *Sekurytyzacja aktywów spółki handlowej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2016, nr 11.
- Katner P., *Umowa sekurytyzacyjna*, [w:] *System Prawa Prywatnego*, t. 9: *Umowy nienazwane*, red. W.J. Katner, Warszawa 2018.
- Lipson J.L., *Re: Defining Securitization*, "Southern California Law Review" 2012, vol. 85(5).
- Mancuso E., *Peru introduces securitization option*, "International Financial Law Review" 1997, vol. 16(10).
- Rekordowa transakcja na polskim rynku sekurytyzacji*, www.pkoleasing.pl/aktualnosci/rekordowa-transakcja-na-polskim-rynku-sekurytyzacji [dostęp: 23.05.2020].
- Reksa Ł., *Sekurytyzacja w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym. Wyniki ankiety badawczej*, Warszawa 2007.
- Reksa Ł., *Sekurytyzacja wiarytelności na rynkach międzynarodowych*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 2.
- Rosen R.J., *The impact of the originate-to-distribute model on banks before and during the financial crisis*, 2010, www.kansascityfed.org/publicat/events/research/2011DayAhead/Rosen.pdf [dostęp: 23.05.2020].
- Salter B., Utz C., *The Australian securitization market in 2000*, "International Financial Law Review" 2001, vol. 20(1).
- Schwarcz S.L., *Structured Finance: The New Way to Securitise Assets*, "Cardozo Law Review" 1990, vol. 11.
- Schwarcz S.L., *What is securitization? And for what purpose?*, "Southern California Law Review" 2012, vol. 85.
- Schwarcz S.L., Markell B., Broome L.L., *Securitization, Structured Finance and Capital Markets*, London 2004.
- Smolarek B., *Sekurytyzacyjna umowa subpartycypacyjna*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 8.
- Stopyra A., [w:] *Prawo bankowe*, red. H. Gronkiewicz-Waltz, Warszawa 2013.
- Zombirt J., *Sekurytyzacja – technika zarządzania ryzykiem kredytowym*, „Prawo Bankowe” 2003, nr 3.

AKTY PRAWNE

- Rozporządzenie wykonawcze Komisji (UE) 2019/1851 z dnia 28 maja 2019 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących jednorodności ekspozycji bazowych w ramach sekurytyzacji (Dz.Urz. UE L 285/1).
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz.Urz. UE L 176/1).
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2401 z dnia 12 grudnia 2017 r. zmieniające rozporządzenie (UE) nr 575/2013 w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (Dz.Urz. UE L 347/1).
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 z dnia 12 grudnia 2017 r. w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych

Uwaga! Artykuł został opublikowany w dwóch wersjach językowych – podstawą do cytowań jest wersja angielska

i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniające dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012 (Dz.Urz. UE L 347/35).
Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym (t.j. Dz.U. 2020, poz. 180 ze zm.).

ORZECZNICTWO

Uchwała SN z dnia 29 listopada 2007 r., III CZP 101/07, OSNC 2008, nr 11, poz. 129.

Uchwała SN z dnia 7 października 2009 r., III CZP 65/09, OSNC 2010, nr 4, poz. 51.