

CZASOPISMO KWARTALNE CAŁEGO
PRAWA HANDLOWEGO, UPADŁOŚCIOWEGO
ORAZ RYNKU KAPITAŁOWEGO

NR 2 (8) 2009 str.: 161–218

Andrzej Świdorski

**KRYZYS FINANSOWY 2007–2009 JAKO EFEKT
DYSFUNKCJI LEGISLACYJNYCH W SYSTEMIE PRAWA**

STRESZCZENIE

Celem artykułu jest próba podsumowania obecnej sytuacji na rynkach finansowych, ze szczególnym zwróceniem uwagi na prawne przyczyny kryzysu finansowego. Przedmiotem analizy nie są jednak wyłącznie prawne aspekty, gdyż w przypadku tak złożonego zjawiska, jakim jest kryzys finansowy, konieczne jest uwzględnienie również elementów o charakterze socjologicznym, psychologicznym czy wreszcie aspektów ekonomicznych. Dopiero syntetyczne ujęcie ogółu zagadnień, z uwzględnieniem relacji pomiędzy nimi, pozwoliło wskazać na mechanizmy, które doprowadziły do obecnych zawirowań na rynku finansowym, i sformułować wnioski mogące pomóc w przezwyciężeniu kryzysu.

Głównym powodem obecnego kryzysu nie było załamanie na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Choć czynnik ten przyspieszył wystąpienie innych zdarzeń i okoliczności na rynkach finansowych, był on zaledwie jedną z wielu przyczyn obecnego kryzysu. Za najważniejszy czynnik należy uznać ogólną sytuację panującą na rynkach finansowych sensu largo, w tym szczególnie jakość otoczenia prawno-instytucjonalnego. Przykładami dysfunkcji legislacyjnych są brak unormowania w systemie prawa wielu zjawisk, brak transparentności produktów strukturyzowanych uniemożliwiający ocenę ryzyka inwestycyjnego, dalece niewystarczająca jakość ratingów oraz nadzór nad procesem ich sporządzania, przecenianie roli monoline insurers, nieuwzględnianie ryzyka systemowego czy wreszcie brak obowiązku ujawniania przez podmioty swego zaangażowania na rynku OTC.

Rozwiązaniem kryzysu nie jest doraźne usuwanie jego skutków (notabene niezwykle kosztowne), lecz systemowe uregulowanie kwestii funkcjonowania podmiotów rynków finansowych prowadzące w ostateczności do usunięcia lub minimalizacji dysfunkcji legislacyjnych, czyli wyeliminowanie przyczyn. Artykuł zawiera nie tylko szczegółową analizę wielu przyczyn kryzysu finansowego oraz relacji pomiędzy nimi, ale również propozycje rozwiązań polegających na zapobieżeniu ich wystąpieniu w przyszłości.

SŁOWA KLUCZOWE

sekurytyzacja wierzytelności, umowa bazylejska, agencje ratingowe, ryzyko kredytowe, instrumenty pochodne, kryzys finansowy, rynek finansowy, dźwignia finansowa, pozagiełdowe instrumenty finansowe

FINANCIAL CRISIS 2007–2009 AS THE RESULT OF LEGISLATIVE DYSFUNCTIONS IN THE LEGAL SYSTEM

ABSTRACT

The objective of the article is an attempt to study current global situation and some of the problems related with it, especially it is concentrating on the impact of the legal issues and their effects on the financial crisis. However, it is almost impossible to analyse all the legal aspects of this process separately from economical, sociological, and sometimes even psychological background because of the complex nature of this financial crisis. Considering all the mentioned aspects is needed to come to the proper conclusions.

The question is not whether to write about legal causes of the crisis or not, but how to explain clearly relations between various circumstances which have to be taken into consideration and their legal roots, mainly because of intricacy and lack of transparency in financial regulations. An example could be a credit derivative structure where even credit rating agencies have been facing with serious difficulties in estimating risks. It is clear that the credit crunch accelerated current financial crisis, however it was only one of a few factors that altogether caused instability of financial markets. Needless to write that most of them are the effect of legislative dysfunctions. Completely essential is to point out areas of the legal system such as real estate law, corporation and securities law or generally financial law, where high probability of legislators' negligence could have triggered the visible effects. Next action would be a detailed examination of a few most important problems in each area such as credit rating quality and efficiency, investment risk related to structured financial instruments, overconfidence in monoline insurers, underestimation of systemic risk or lack of obligation to inform financial markets authorities of existing over-the-counter transactions which would lead, directly or indirectly, to find the appropriate solutions.

Remedy for the crisis is not costly covering its effects, which could be only needed for social reasons, but to reform financial markets' legal system and eliminate or at least limit legislative dysfunctions that caused global instability of banking system and financial markets. The structure of this article contains introduction, conclusion and two main parts: causes of this global financial crisis and the circumstances stimulating its occurrence and the second one – de lege ferenda suggestions, each divided into separate titles and chapters.

KEY WORDS

asset securitisation, Basel II, credit rating agencies, credit risk, derivatives, financial crisis, financial market, leverage, over-the-counter financial instruments, structured financial instruments

JEL Classification: G15, G18, K20, K22, K33

ANDRZEJ ŚWIDERSKI

Doktorant w Katedrze Prawa Gospodarczego Prywatnego WPiA Uniwersytetu Jagiellońskiego; laureat Nagrody specjalnej Redaktora Naczelnego Czasopisma Kwartalnego HUK I edycji konkursu *Scientiae Legis Excellentia*; kontakt: andrzej.swiderski@o2.pl

SPIS TREŚCI

WPROWADZENIE.....	164
PRZYCZYNY GLOBALNEGO KRYZYSU	165
I. Kryzys finansowy jako zjawisko społeczne.....	165
1. Pierwsze oznaki kryzysu	167
2. Zasada „co nie jest zakazane, jest dozwolone” – legislacyjne efekty kryzysów	168
II. Rynek nieruchomości w Stanach Zjednoczonych	169
1. <i>The National Homeownership Strategy</i>	170
2. Nadmierna akcja kredytowa banków i instytucji finansowych	172
3. Nieefektywny nadzór nad rynkiem finansowym.....	174
III. Powiązania rynku nieruchomości z rynkiem instrumentów finansowych.....	176
1. Instrumenty pochodne jako główny sposób przenoszenia ryzyka – sekurytyzacja.....	177
2. Główne rodzaje kredytowych instrumentów finansowych	181
3. Problemy z kwantyfikacją ryzyka instrumentów strukturyzowanych.....	185
4. „Pokusa nadużycia” (<i>moral hazard</i>) przy sporządzaniu ratingów.....	186
5. Zabezpieczenie spłat instrumentów kredytowych – przecenianie roli <i>monoline insurers</i>	188
IV. Globalny rynek finansowy i jego problemy	192
1. Niedocenianie powiązań pomiędzy instytucjami finansowymi (ryzyko systemowe).....	193
2. Problemy z wyceną instrumentów finansowych – zasada <i>mark-to-market</i>	194
3. Wpływ derywatów OTC na rynki regulowane	196
4. Działalność funduszy hedgingowych (<i>hedge funds</i>) – dźwignia finansowa.....	198
5. Druga Umowa Bazylejska (<i>Basel II</i>).....	200
UWAGI DE LEGE FERENDA	203
I. Inflacja prawa gospodarczego	203
II. Obszary wymagające ingerencji ustawodawców	205
1. Problemy z normami dotyczącymi księgowości.....	205
2. Zarządzanie ryzykiem przez instytucje finansowe – rola <i>corporate governance</i>	207
3. Rzetelność i efektywność ratingów	208
III. Ewentualne przyczyny następnych kryzysów.....	210
1. Rozproszony nadzór nad rynkiem finansowym.....	210
2. Brak obowiązku ujawniania zaangażowania w instrumenty pochodne.....	211
PODSUMOWANIE	213
BIBLIOGRAFIA	216

WPROWADZENIE

Obserwując wyniki finansowe przedsiębiorstw produkcyjnych, banków, instytucji finansowych i ubezpieczeniowych czy wreszcie funduszy inwestycyjnych, nie sposób nie dostrzec skutków zawirowań na rynku finansowym, określanym jako kryzys finansowy. Cezura początkowa nie nastroża wątpliwości – jest nią początek gwałtownego spadku cen nieruchomości mieszkalnych (*residential*) w Stanach Zjednoczonych, co miało miejsce w połowie 2007 r. i było *spiritus movens* zachwiania stabilności na rynku finansowym. Problemem może być cezura końcowa, jako że wspomniany kryzys wciąż trwa i trudno z wysokim prawdopodobieństwem określić moment odwrócenia trendu.

Za przyczyny obecnej sytuacji na rynkach finansowej uznaje się zdarzenia i okoliczności, które w ubiegłych latach odpowiadały za rozwój światowej gospodarki. Paradoksalnie te same mechanizmy, które stymulowały w Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy – takie jak rozwój budownictwa na cele mieszkalne, znaczący wzrost konsumpcji, szybki rozwój rynku strukturyzowanych instrumentów kredytowych oraz rynku finansowego czy wreszcie niski poziom stóp procentowych, sprzyjający poszukiwaniu inwestycji pozwalających na wyższe stopy zwrotu – stały się między innymi przyczynami obecnego kryzysu.

Celem niniejszego artykułu jest próba analizy kryzysu finansowego, z uwzględnieniem niektórych problemów w poszczególnych sektorach rynku finansowego, które miały wpływ na obecną sytuację, jednak koncentrując się na kwestiach prawnych i ich wpływie. Nieuzasadnione jest analizowanie wyłącznie prawnych aspektów – w oderwaniu od ekonomicznego, socjologicznego czy czasem nawet i psychologicznego tła tak złożonego zjawiska, jakim jest obecny kryzys finansowy. Niezbędne jest uwzględnienie i tych aspektów oraz omówienie niektórych z nich.

Dodatkowym argumentem za szerszą prezentacją mechanizmów jest niewystarczająca znajomość w Polsce kredytowych instrumentów finansowych, tematyka pochodnych oraz strukturyzowanych instrumentów kredytowych, a także – nieliczne jak dotychczas sekurytyzacje wierzytelności bankowych.

Głównym zamierzeniem autora jest ułatwienie Czytelnikowi zrozumienia tła kryzysu oraz analiza jego prawnych uwarunkowań. Artykuł otwiera omówienie przyczyn (I część) oraz działania, które podejmowane są, by zmniejszyć rozmiary kryzysu i ryzyko jego ponownego wystąpienia (część II). Dalszy podział opiera się na kryterium charakterystyki przyczyn kryzysu oraz okoliczności. Aspekty psychologiczne i socjologiczne, jako stałe dla każdego z analizowanych segmentów rynku finansowego, zostały wyłączone, aby uniknąć zbędnych powtórzeń, a jednocześnie podkreślić ich znaczenie w decyzjach podejmowanych przez podmioty działające na rynku finansowym. Przedmiotem pozostałych rozdziałów w części I są aspekty prawno-ekonomiczne, typowe dla poszczególnych segmentów rynku finansowego.

Część II artykułu dotyczy istoty i zakresu proponowanych zmian w regulacjach wyznaczających ramy prawne dla funkcjonowania rynku finansowego, zarówno w przedmiocie aspektów o charakterze proceduralnym, jak i materialnym.

PRZYCZYNY GLOBALNEGO KRYZYSU

Źródła obecnego kryzysu mają charakter ekonomiczny, socjologiczny, psychologiczny oraz prawny. Analitycy i komentatorzy winą za obecny stan obarczają banki oraz inne instytucje finansowe, zarzucając im angażowanie się w zbyt ryzykowne inwestycje, co spowodowało dotkliwe straty, prowadząc nieomal do załamania systemu finansowego i skutkując koniecznością dokapitalizowania wielu zagrożonych upadłością instytucji finansowych przez państwa¹. Paradoksalnie ekspozycja na ryzyko, w większości banków zagrożonych upadłością, nie przekraczała poziomu wyznaczonego przez przepisy prawa lub akty prawne o charakterze wewnętrznym, stąd *prima facie* budzi zdziwienie umieszczenie prawa wśród przyczyn kryzysu. Czyż nie można założyć, iż przyczyną obecnego stanu była zwykła koincydencja różnego rodzaju zdarzeń oraz okoliczności, których nie można było przewidzieć ani też im zapobiec, określana jako *vis maior*? Analiza przypadków obecnego kryzysu daje argumenty za tezą, iż to system kontroli nad działalnością instytucji finansowych nie działał prawidłowo². Przypuszcza się, że organy nadzoru błędnie założyły, że nie ma zagrożenia dla stabilności systemu finansowego, a trudności mają charakter przejściowy i nie wymagają podjęcia działań³. Poniżej podejmuję próbę wykazania, iż to nie przypadek, lecz dysfunkcje legislacyjne⁴ miały znaczący udział w genezie obecnego kryzysu finansowego i gospodarczego, a być może stały się nawet jego czynnikiem sprawczym.

I. Kryzys finansowy jako zjawisko społeczne

Głównym czynnikiem umożliwiającym przedsiębiorstwom rozwój był kredyt (zazwyczaj o zmiennej stopie oprocentowania), zaciągany przy niskim poziomie stóp procentowych. Finansowano nim zarówno duże przedsięwzięcia, lecz o relatywnie niskim poziomie zwrotu z inwestycji⁵, zakładając, iż korzystna sytuacja makroekonomiczna będzie trwać wystarczająco długo, by projekt zaczął generować przychody na spodziewanym poziomie, jak i koncepcje o charakterze wybitnie spekulacyjnym⁶. Przedsiębiorstwa oraz osoby prywatne podzielić można na trzy grupy, gdzie kryterium podziału będzie

¹ *Vide inter alia* Alistair Darling, The banks are to blame for this crisis, The Independent, February 10, 2009, D.W. Arner, The Global Credit Crisis of 2008: Causes and Consequences (wersja z 7.5.2009 r.), The International Lawyer, Vol. 43, 2009, s. 102–103 czy P. Rudzki, Banki sprawcami kryzysu, Rzeczpospolita, 11.5.2009.

² Potwierdzeniem jest m.in. treść The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis, Financial Services Authority, March 2009 (opracowanie ostatnio przeglądane 23.8.2009 r.).

³ Porównaj treść Financial Stability Report, Bank of England, July 2006, gdzie *pro forma* wskazano kilka zagrożeń dla stabilności finansowej, lecz jednoznacznie stwierdzono, iż prawdopodobieństwo, by stały się zagrożeniem dla bezpieczeństwa systemu finansowego, jest znikome (*ibidem*, s. 36–37 oraz 41–42).

⁴ Na potrzeby niniejszej publikacji zwrot ten obejmuje zdarzenia oraz okoliczności negatywnie oddziałujące (bezpośrednio oraz pośrednio) na system prawa (rozumiany jako uporządkowany i wewnętrznie spójny zbiór przepisów powszechnie obowiązującego prawa), których źródłem jest akt normatywny (akt organu państwa wydany na podstawie konstytucyjnie lub ustawowo przyznanych kompetencji prawodawczych) lub jego poszczególne przepisy. Poza zakresem zwrotu znajdują się normy wewnętrzne (typu statuty, regulaminy, kodeksy etyki itp.) oraz pozostałe dysfunkcje systemu prawa.

⁵ Projekty, które przez pierwsze lata generowały przychody pozwalające co najwyżej terminowo spłacać zaciągnięte zobowiązania oraz gwarantujące minimalny zysk (nie więcej niż kilka procent rocznie).

⁶ Chodzi tu zarówno o projekty inwestycyjne, jak i o inwestycje na rynku kapitałowym, gdzie zaciągano kredyty celem nabycia pewnej puli instrumentów finansowych, licząc na zyski z obrotu tymi instrumentami.

ich sytuacja finansowa⁷. Pierwszą grupę stanowią podmioty mające zabezpieczone finansowanie własnego długu (*hedge finance*), gdyż ich dochody są wyższe niż koszty jego obsługi (bezproblemowa i terminowa spłata odsetek oraz kwot głównych). Druga grupa to podmioty finansowane spekulacyjnie (*speculative finance*), których dochody pozwalają spłacać na bieżąco jedynie odsetki, a kwoty główne nie są w pełni spłacane lub nie są wcale spłacane (poziom zadłużenia ulega zmniejszeniu wolniej, niż wynikałoby to z umowy bądź jest stały w sytuacji, gdy spłacane są jedynie odsetki). Ostatnia grupa to podmioty finansowane w oparciu o schemat Ponzi'ego (*Ponzi finance*), których dochody nie wystarczają na spłatę odsetek od zaciągniętych zobowiązań i refinansują one swoje zadłużenie, zaciągając kolejne kredyty celem spłaty poprzednich. Pogorszenie sytuacji makroekonomicznej powoduje przesunięcie do niższej grupy pewnej liczby podmiotów – na rynku finansowym sytuację tę odzwierciedla spadek ratingu dla danego podmiotu – co ma bezpośredni wpływ na wielkość oraz terminowość spłat zadłużenia⁸.

Należy zadać pytanie o ekonomiczną sensowność udzielania kredytów podmiotom znajdującym się na granicy zdolności kredytowej. Odpowiedzią mogą być motywy o charakterze ekonomicznym oraz psychologiczno-socjologicznym. Wysokość odsetek jest wprost proporcjonalna do poziomu ryzyka kredytowego związanego z udzielonym kredytem, co przekłada się na wzrost przychodów instytucji finansowej. Gdy, dzięki korzystnej sytuacji makroekonomicznej, liczba nieterminowych spłat pozostaje na niskim poziomie, zmniejsza się awersja do ryzyka, a rośnie udział w rynku kredytów hipotecznych danej instytucji finansowej (aspekt marketingowy)⁹. W przypadku państw o rozwiniętym rynku instrumentów finansowych nawet ryzyko kredytowe przestało być problemem dla instytucji finansowej udzielającej kredytów – pule wierzytelności, względnie wyłącznie określone rodzaje ryzyk kredytowych związanych z pulą wierzytelności (w odmianach syntetycznych), o podobnych właściwościach i parametrach są sprzedawane podmiotom (tzw. spółki celowe¹⁰), które na ich podstawie emitują instrumenty finansowe (zabezpieczeniem są przychody z puli wierzytelności), a proces określa się jako sekurytyzację wierzytelności. Profity z takiej działalności mogą być wysokie (instytucja finansowa uzyskuje marżę za udzielenie pożyczki oraz odpłatnie zajmuje się obsługą spłat), zaś zagrożenia dla instytucji finansowych – relatywnie niskie, jednak warunkiem *sine qua non* jest, by proces sekurytyzacji został przeprowadzony w sposób prawidłowy.

⁷ Autorem podziału jest *H. Minsky*. Jakkolwiek wiele założeń modelu ekonomicznego opisującego kryzys, bazującego na tym podziale, spotkało się z krytyką ze strony innych ekonomistów, to podział ten ma doniosłe znaczenie praktyczne. Szerzej na temat założeń modelu – por. *Ch.P. Kindleberger, R.Z. Aliber, Manias, Panics, and Crashes: a History of Financial Crises*, Fifth Edition, Hoboken, New Jersey 2005, s. 25–30.

⁸ Apogeum były kredyty nazywane NINJA bądź NINA (akronimy angielskich zwrotów „no income, no job and assets” oraz „no income, no assets” [„bez dochodów, bez pracy i aktywów” oraz „bez dochodów, bez aktywów” – przyp. A.Ś.], które charakteryzowały kredytobiorców wysokiego ryzyka). Zwroty opisują kredytobiorców, którzy praktycznie nie posiadali majątku mogącego stanowić zabezpieczenie spłat udzielonego kredytu, a dochody z trudnością wystarczały na spłaty zobowiązań w okresie wzrostu gospodarczego.

⁹ Konkurencja na rynku finansowym w połączeniu z dążeniem do maksymalizacji profitów sprawia, że ryzyko kredytowe postrzegane jest jako niższe niż w rzeczywistości. Jeżeli instytucja finansowa uzyskuje wyższe dochody dzięki szerszemu udostępnianiu możliwości zaciągania kredytów przedsiębiorstwom oraz osobom prywatnym o niskiej zdolności kredytowej, to skłania konkurentów do złagodzenia polityki kredytowej. Proces ten powoduje, iż kredyty stają się bardziej dostępne (względnie wzrasta kwota kredytu) dla osób i podmiotów, które wcześniej nie miały możliwości ich uzyskać, za cenę wzrostu ryzyka kredytowego związanego z ich udzielaniem.

¹⁰ Określane jako *Special Purpose Vehicles* (SPVs), *Special Purpose Entities* (SPEs) bądź *Special Investment Vehicles* (SIVs).

1. Pierwsze oznaki kryzysu

Zawirowań na rynkach finansowych nie można uznać za *deus ex machina*, gdyż ich pierwsze symptomy widoczne były na kilkanaście miesięcy przed nadejściem kryzysu i wraz z upływem czasu zaczęły się nasilać. Wielu ekonomistów¹¹ krytykowało założenia makroekonomiczne polityki gospodarczej w Stanach Zjednoczonych jeszcze przed wystąpieniem pierwszych oznak, twierdząc, iż skutki zwiększonego zadłużenia się przez podmioty prywatne mogą być katastrofalne. Gwałtowny spadek cen na rynku nieruchomości i załamanie na rynku instrumentów finansowych, których zabezpieczenie stanowiły kredyty hipoteczne, dla większości instytucji finansowych oznaczały ogromne straty. Inwestorzy (głównie jednak osoby zarządzające funduszami hedgingowymi i odpowiedzialne za ich strategie inwestowania), którzy spodziewając się możliwych trudności na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych i tworząc strategie inwestycyjne, te okoliczności uwzględnili, uzyskali zyski liczone w setkach procent¹² bądź w miliardach dolarów¹³, co nieprzewidywalność obecnego stanu stawia pod znakiem zapytania. Ekonomiści zakładali kontynuację wzrostu gospodarczego, co miało zniwelować niekorzystne symptomy, stąd przesuwano w czasie decyzję o poinformowaniu inwestorów i rynku finansowego o rzeczywistej sytuacji na rynku nieruchomości mieszkalnych oraz rynku kredytowych instrumentów finansowych. Przyczyną był poziom zaangażowania instytucji finansowych na rynku derywatów kredytowych oraz obawa spadków własnych notowań giełdowych i obniżenia ratingów, co natychmiast przelożyłoby się na utrudnienia w pozyskiwaniu funduszy lub ich wyższy koszt. Jedynie niewielka część pożyczek typu *subprime* znajdowała się w bilansie instytucji finansowych, które ich udzielały. Pozostałe były sekurytyzowane, więc to nabywcy kredytowych instrumentów finansowych ponosili ryzyko związane ze zmniejszeniem zdolności kredytowej dłużników bazowych. Instytucje finansowe – dysponując tak rozbudowanym instrumentarium¹⁴ służącym do monitorowania wielkości oraz terminowości spłat zadłużenia, sytuacji finansowej kredytobiorców czy wreszcie rozbudowanymi modelami ekonometrycznymi – z wyprzedzeniem obserwowały proces spadku jakości puli

¹¹ Wymienić w tym miejscu należy takie nazwiska, jak: *Nouriel Roubini* oraz przede wszystkim *Peter Schiff* (przedstawiciel tzw. szkoły austriackiej w ekonomii).

¹² Fundusz hedgingowy *Lahde Capital*, stworzony przez *Andrew Lahde* (inwestycje w rynek instrumentów finansowych wyemitowanych na bazie kredytów hipotecznych typu *subprime*), którego strategia inwestycyjna zakładała załamanie na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, w 2007 r. osiągnął zysk przekraczający 1000% (zmiana rok do roku) – *J. Mackintosh*, 1000% hedge fund wins subprime bet, *Financial Times*, November 25, 2007, informacja dostępna na stronie WWW http://www.ft.com/cms/s/0/7b6160be-9b80-11dc-8aad-0000779fd2ac.html?nclick_check=1 (publikacja ostatnio przeglądana 23.8.2009 r.), a wiele innych funduszy przekroczyło poziom 500% zysku.

¹³ *Vide L. Story*, Top Hedge Fund Managers Do Well in a Down Year, *New York Times*, March 25, 2009, s. B1, publikacja dostępna również w wersji elektronicznej (ostatnio przeglądana 23.8.2009 r.): http://www.nytimes.com/2009/03/25/business/25hedge.html?_r=1. Wpływ na wynik funduszu mają opłaty za zarządzanie aktywami oraz udział w zyskach (najczęściej jest to model „dwa plus dwadzieścia”, czyli 2% opłaty stałej oraz 20% udziału w zyskach, choć opłaty na poziomie 30–50% nie należą do rzadkości), co powoduje, że wysokie dochody zarządzających niekoniecznie przekładają się na zyski samego funduszu.

¹⁴ Wskazać w tym miejscu można na kluczowe wskaźniki wydajności (*Key Performance Indicators*, KPIs), opierające się na różnych systemach punktowych oceniających zdolność kredytową (przykładowo *FICO Score*, *VantageScore* czy *CE Score*), strukturę puli wiarytelności, czas i wartość opóźnień spłat czy w końcu wskaźniki typu „wartość narażona na ryzyko” (*Value-at-Risk*, VaR) oraz wiele różnego rodzaju modeli ekonometrycznych wskazanych w Drugiej Umowie Bazylejskiej (*Basel II*), służących monitorowaniu poziomu ekspozycji na różne rodzaje ryzyka instytucji finansowych, takie jak przykładowo system pomiaru ryzyka w oparciu o ratingi wewnętrzne (*Internal Ratings-Based*, IRB) w odniesieniu do ryzyk kredytowych.

wierzytelności, które zostały¹⁵ bądź dopiero miały być sekurytyzowane. Działania instytucji nadzoru nad rynkiem kredytów hipotecznych, mające na celu przeciwdziałania niekorzystnym zjawiskom (m.in. brak pełnej informacji o sytuacji na rynku nieruchomości dla inwestorów, ratingi nie odpowiadające rzeczywistemu poziomowi ryzyka kredytowego, spadek jakości pul wierzytelności przeznaczonych do sekurytyzacji) i minimalizację ich skutków, okazały się niewystarczające.

2. Zasada „co nie jest zakazane, jest dozwolone” – legislacyjne efekty kryzysów

Nie jest możliwe wskazanie w niniejszym artykule wszystkich czy nawet znaczącej części działań podejmowanych przez ustawodawców w następstwie poprzednich kryzysów ani nie jest to celowe, stąd pozostaje ograniczyć się do kilku wybranych zagadnień (istotne akty prawne), które ściśle wiążą się z aktualnymi zawirowaniami na rynkach finansowych.

Po pierwsze wskazać trzeba na amerykański *the Glass-Steagall Act of 1933*¹⁶, który wyraźnie rozdzielił bankowość inwestycyjną (*investment banking*) od bankowości handlowej, detalicznej (*commercial banking*), jak również od działalności instytucji ubezpieczeniowych. Zakazano ich łączenia z uwagi na wysoką możliwość zaistnienia sytuacji określanej jako konflikt interesów. Utworzono również Federalny Fundusz Ochrony Depozytów (*Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC*)¹⁷, mając na celu zwiększenie ochrony zdeponowanych na rachunkach bankowych oszczędności¹⁸. Rozdzielenie nie zapewniało w pełni bezpieczeństwa systemowi bankowemu¹⁹, jednak chroniło bankowość detaliczną przed ryzykownymi inwestycjami na rynkach kapitałowych i ograniczało możliwość nadużyć²⁰. Znacząca część regulacji została uchylona przepisami *the Gramm-Leach-Bliley Act*²¹ z 1999 r., stąd w Stanach Zjednoczonych przybrały na sile dyskusje, głównie wśród polityków oraz ekonomistów, o wpływie ustawy z 1999 r. na obecne załamanie na rynkach finansowych²².

¹⁵ Instytucje finansowe pełniły funkcję serwisera (*servicer*) przekazującego wpływy ze zbytych pul wierzytelności spółkom celowym (SPV), które wyemitowały na ich podstawie instrumenty finansowe.

¹⁶ Znany również jako *the Banking Act of 1933*.

¹⁷ Polskim odpowiednikiem jest Bankowy Fundusz Gwarancyjny.

¹⁸ Por. red. J. Lehman, S. Phelps, *West's Encyclopedia of American Law*, 2nd Edition, Vol. 1, 2005, s. 474.

¹⁹ *Vide* upadłości banków w Stanach Zjednoczonych w latach 80. XX w., *ibidem*.

²⁰ Potwierdza to siedmiostronicowy dokument sporządzony przez W.D. Jacksona, *Glass-Steagall Act: Commercial vs. Investment Banking*, June 29, 1987, na potrzeby dyskusji w amerykańskim Kongresie dotyczącej konieczności uchylecia *the Glass-Steagall Act of 1933*. Stanowi on zwięzłe przedstawienie ówczesnego stanu prawnego, jak również wskazanie argumentów *pro et contra* co do pozostawienia aktu prawnego w mocy, które pomimo upływu ponad dwudziestu lat nie straciły aktualności.

²¹ Pełna treść aktu normatywnego – *vide* <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-106publ102/pdf/PLAW-106publ102.pdf> (ostatnio przeglądany 23.8.2009 r.).

²² Argumenty merytoryczne zdają się schodzić na dalszy plan, a sprawie nadaje się charakter polityczny – demokraci (poza B. Clintonem, który ustawę podpisał) uznają ją za główną przyczynę kryzysu, zaś republikanie twierdzą, iż pomiędzy tymi kwestiami nie ma związku. Przytaczany jest argument, że upadły lub były bliskie ogłoszenia upadłości jedynie banki inwestycyjne. Twierdzi się również, że skoro w Europie nie było *the Glass-Steagall Act*, a jego uchYLENIE w Stanach Zjednoczonych miało być główną przyczyną kryzysu, to kryzys powinien wybuchnąć w Europie. Zwolennicy tego stanowiska nie dostrzegają, iż w Europie rynek instrumentów finansowych nie był równie rozwinięty, szczególnie jeśli chodzi o wolumen i wartość zawieranych transakcji, a po wtóre – regulacje dotyczące funkcjonowania rynków finansowych na obszarze Unii Europejskiej zapewniały wyższy poziom ochrony dla inwestorów oraz klientów banków niż wspomniana ustawa. W dyskusjach pomija się fakt, iż o ile w bankach inwestycyjnych swe oszczędności lokowały osoby i podmioty świadome ryzyk związanych z bankowością inwestycyjną, a nierzadko same w podobny sposób inwestujące (bank pełnił funkcje maklerskie), to przeciętny deponent najczęściej nie wie, w jakie inwestycje bank lokuje powierzone środki. Słyszac w środkach masowego przekazu, jak ryzykowne były takie inwestycje, pierwszym impulsem jest chęć jak najszybszego odzyskania pieniędzy. Jeżeli więcej osób postąpi podobnie i zażąda zwrotu zdeponowanych w instytucji finansowej aktywów finansowych, to w przypadku masowej skali tego zjawiska brak jest możliwości, by jakkolwiek bank mógł taką sytuację przetrwać, bez względu na posiadany kapitał własny.

Drugi warty odnotowania akt prawny w Stanach Zjednoczonych to *the Sarbanes-Oxley Act of 2002*²³, mający być remedium na problemy związane z treścią, wykładnią oraz stosowaniem przepisów dotyczących rachunkowości oraz rzetelnością i dokładnością raportów finansowych publikowanych przez spółki giełdowe. Powodem jego uchwalenia była upadłość amerykańskiej spółki energetycznej Enron Corporation (koniec 2001 r.), która – ze względów podatkowych – korzystała z licznych zależnych spółek kapitałowych typu *off-shore*²⁴. *Ratio legis* dla wydania przepisów był istotny spadek zaufania inwestorów do wyników spółek giełdowych („kreatywna księgowość” w wielu podmiotach), osób i instytucji dokonujących audytów oraz kontroli czy wreszcie rynku finansowego jako pewnej całości (SEC długo nie dostrzegł moralnie wątpliwych zachowań osób zarządzających spółkami notowanymi na rynku regulowanym²⁵), bez którego to zaufania funkcjonowanie rynków finansowych staje się iluzoryczne. Przepisy regulacji zwiększyły wymagania co do efektywności kontroli, zarówno przeprowadzanych przez podmioty zewnętrzne, jak i kontroli wewnętrznych (nacisk na niezależność audytora), lecz zapłacono wysoką cenę za odzyskane zaufanie inwestorów²⁶.

Nie można *a priori* zakładać, iż ogół działań ustawodawcy podejmowanych w czasie recesji lub spowolnienia gospodarczego będzie korzystnie wpływać na sytuację gospodarczą – trudno wątpić w szczerą intencję (uzdrowienie, sanacja gospodarki jako *ratio legis* aktów normatywnych o charakterze gospodarczym) i chęć jak najszybszego powrotu do okresu dynamicznego wzrostu gospodarczego oraz jak najdłuższe trwanie tej fazy cyklu koniunkturalnego, jednak efekty mogą być dalekie od zakładanych²⁷.

II. Rynek nieruchomości w Stanach Zjednoczonych

W większości publikacji dotyczących obecnego kryzysu za przyczynę uznaje się rynek nieruchomości w Stanach Zjednoczonych²⁸, jednak „wina” za wywołanie kryzysu

²³ Pełna nazwa to *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002*. Używa się również zwrotów nieformalnych typu *Sarbox* bądź *SOX*.

²⁴ Efektem był brak transparentności co do powiązań pomiędzy podmiotami tworzącymi strukturę wykorzystującą finansowanie pozabilansowe.

²⁵ W niniejszym artykule rynkiem regulowanym jest rynek, na którego funkcjonowanie wpływ mają regulacje prawne o charakterze administracyjnoprawnym (rynek w ujęciu zinstytucjonalizowanym). By nie komplikować kwestii związanej z różnicami w znaczeniach „rynek regulowany” a „rynek giełdowy” (rynek giełdowy zawiera się w rynku regulowanym – szerzej na ten temat por. A. Chłopecki, M. Dyl, *Rynek kapitałowy*, Warszawa 2000, s. 29), w większości pojęcia te będą tożsame, chyba że co innego wynika z kontekstu, w jakim ich użyto.

²⁶ Wymienia się nie tylko koszty zgodności (*compliance costs*) z *Sarbanes-Oxley Act*, jakie muszą ponieść spółki publiczne, pośrednio proporcjonalnie zależne od ich wielkości i struktury, lecz również twierdzi się, iż pochodną tej regulacji jest spadek pierwszych ofert publicznych (*Initial Public Offering, IPO*), gdyż spółki zagraniczne zamiast giełd amerykańskich wybierają *London Stock Exchange* (podobne prawo) bądź inne giełdy z uwagi na brak konieczności ponoszenia dodatkowych kosztów. Efekty ustawy niekoniecznie pokrywają się z zamierzeniami jej twórców – *vide inter alia* W. Rogowski, *Prawo pomaga przerwać milczenie. Prawne uwarunkowania whistleblowing'u w spółkach*, *Przegląd Corporate Governance* 2007, nr 3 (11), s. 9 *in fine* oraz literatura wskazana w przypisach 22–24.

²⁷ Przykładem jest amerykańska ustawa – *the Revenue Act of 1932*, zwiększająca obciążenia podatkowe (wzrost podatku dochodowego, od nieruchomości, podatków związanych z prowadzoną działalnością gospodarczą, znaczny wzrost podatku pocztowego, jak również opodatkowanie samochodów oraz benzyny, zmniejszając możliwość stosowania ulg i odliczeń), by uzyskać środki na działania interwencyjne. Wzrost dochodów państwa był marginalny (dopiero wyjście z recesji je zwiększyło), jednak istotnie wzrósł wolumen osób, które zmuszone były z tych działań korzystać – *vide* Historical Tables, Budget of the U.S. Government, Fiscal Year 2010, Office of Management and Budget, Washington 2009, s. 21.

²⁸ Warto odnotować publikację D. Rosati, *Przyczyny i mechanizmy kryzysu finansowego w USA*, *Ekonomista* 2009, nr 3, s. 315–351, w której Autor, analizując ekonomiczne przyczyny obecnego kryzysu, decydujące znaczenie przypisuje „nadmiernej emisji kredytów hipotecyjnych” (*ibidem*, s. 348), gdyż w polskim piśmiennictwie jest to publikacja najpełniej analizująca przyczyny obecnego kryzysu.

na rynku nieruchomości jest przerzucana na bankierów i banki. Główne argumenty to przeszacowanie zdolności kredytowej osób ubiegających się o pożyczki lub kredyty, niedoszacowanie ryzyka kredytowego w dokumentacji wymaganej przy sekurytyzacji, dążenie do maksymalizacji zysków kosztem wzrostu ryzyka systemowego czy błędy w procesie zarządzania ryzykiem. Znaczenie miała również działalność amerykańskiego Systemu Rezerwy Federalnej (bank centralny) w zakresie ustalania wysokości stóp procentowych czy brak odpowiedniego nadzoru nad instytucjami udzielającymi kredytów hipotecznych. Krytykami są nie tylko dziennikarze i przedstawiciele mediów, lecz również politycy, którzy nie rozumieją lub wolą nie dostrzegać znaczenia własnych niedociągnięć bądź nieprzemyślanych decyzji, będących głównymi przyczynami obecnego kryzysu na rynkach finansowych.

1. *The National Homeownership Strategy*²⁹

Początkiem „bańki spekulacyjnej na nieruchomościach”³⁰ nie były kredytowe instrumenty finansowe, choć ich rola jest nie do przecenienia, lecz polityka realizowana przez administrację dwóch poprzednich prezydentów Stanów Zjednoczonych, czyli *Billa Clintona* oraz *George’a W. Busha*. Początkiem był dokument przygotowany przez U.S. Department of Housing and Urban Development, ogłoszony przez prezydenta *B. Clintona* w czerwcu 1995 r., którego pełna nazwa brzmi *The National Homeownership Strategy: Partners in the American Dream*³¹. Prace zapoczątkowano w 1994 r., a założeniem było zwiększenie odsetka właścicieli nieruchomości mieszkalnych do 67,5% w 2000 r. z 64,0% w 1994 r.³², co wolumenowo odpowiadałoby w przybliżeniu ośmiu milionom osób, które stałyby się właścicielami nieruchomości³³. Projekt realizowano w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego, przy szerokim współdziałaniu wielu podmiotów (banki i instytucje kredytowe, przedsiębiorstwa z branży budowlanej, agencje pośredniczące w sprzedaży nieruchomości, organizacje społeczne, konsumenckie, rządowe i samorządowe, a nawet agencje zajmujące się negocjowaniem warunków kredytów). Cele³⁴ przedsięwzięcia zawierały się w sześciu głównych punktach, z których pierwszym było obniżenie kosztów budowy poprzez minimalizację barier prawnych, rozwój nowych technologii budownictwa (materiały, usprawnienie procesu budowy, zakupy hurtowe) czy budowanie mniejszych nieruchomości³⁵, lecz bardziej dostępnych dla osób o niższych dochodach. Kolejnym celem było uczynienie

²⁹ Poniższe rozważania nie mają wyłącznie charakteru czysto teoretycznego, gdyż program ma wiele wspólnego z realizowanym w Polsce od stycznia 2007 r. rządowym programem „Rodzina na swoim”, stąd pożądane jest wyciągnięcie wniosków z błędów popełnionych w Stanach Zjednoczonych, by nie powielić ich przy realizacji polskiego odpowiednika.

³⁰ Tłumaczenie najczęściej stosowanego na określenie tego zjawiska angielskiego zwrotu „*housing bubble*”.

³¹ Pełna treść tej publikacji niestety nie jest już dostępna w wersji elektronicznej.

³² Współczynnik podany za: *Ch.E. Herbert, D.R. Haurin, S.S. Rosenthal, M. Duda, Homeownership Gaps Among Low-Income and Minority Borrowers and Neighborhoods*, U.S. Department of Housing and Urban Development – Office of Policy Development and Research, May 2005, s. 88.

³³ *The Clinton Administration’s National Urban Policy Report*, U.S. Department of Housing and Urban Development, prepared by Office of Policy Development and Research, July 25, 1995, s. 46.

³⁴ Porównaj *Urban Policy Brief*, Number 2, August 1995, *in fine*.

³⁵ Punktem odniesienia są tu standardy obowiązujące w Stanach Zjednoczonych (powierzchnia mieszkalna tych nieruchomości mieści się w granicach 90–140 m²).

finansowania zakupu nieruchomości elastyczniejszym oraz bardziej dostępnym dla gorzej sytuowanych (obniżenie kosztów transakcyjnych, zmniejszenie wymagań co do wkładu oraz większa elastyczność odnośnie do warunków spłat, w tym dopłaty dla rodzin o niskich i przeciętnych (*moderate*) dochodach oraz zwiększenie dostępności nowych produktów finansowych związanych z rynkiem nieruchomości). Ważna była także pomoc „pozostawionym samym sobie” (*underserved*) społecznościom (rewitalizacja zaniedbanych obszarów miejskich i wiejskich, poprawa infrastruktury, w celu zachęcenia ludzi do osiedlania się w takich miejscach) czy też otworzenie rynku nieruchomości dla osób żyjących w takich społecznościach (zwalczanie dyskryminacji rasowej oraz dyskryminacji osób niepełnosprawnych, umożliwienie takim osobom znalezienia zatrudnienia w przedsiębiorstwach uczestniczących w przedsięwzięciu). Dwa ostatnie punkty miały charakter informacyjny i dotyczą uświadamiania o możliwościach nabycia własnego domu i korzyściach z tego wynikających (część osób nie ubiegała się o kredyt, gdyż sądziła, iż ich dochody są zbyt niskie). Rozszerzono działalność edukacyjną i doradczą w sprawach dotyczących nieruchomości (większy dostęp do doradców oraz poprawa jakości i efektywności działań, znalezienie funduszy na dostęp do bezpłatnych porad w sprawach związanych z nieruchomościami, lepsza koordynacja działań na szczeblu lokalnym pomiędzy pośrednikami w sprzedaży nieruchomości, instytucjami kredytowymi oraz podmiotami doradzającymi przy zakupie nieruchomości).

Pomijając wzniosłe idee zawarte w treści tego dokumentu, trzeba zauważyć, iż realizował on również zadania niewymienione *explicite* w jego treści, choć nie mniej istotne dla państwa. Rozwój budownictwa mieszkaniowego dodatkowo wpływa na wzrost gospodarczy, gdyż następuje zwiększenie produkcji materiałów budowlanych oraz używanych w pracach remontowych, maszyn i urządzeń wykorzystywanych w budownictwie czy sprzętu stanowiącego wyposażenie nowych budynków mieszkalnych, co zwiększa zatrudnienie oraz pobudza wzrost produkcji w innych sektorach gospodarki³⁶. Umożliwia to zaangażowanie w prace przy projektach budowlanych osób nieposiadających wysokich kwalifikacji, które w innych okolicznościach mogłyby mieć problemy ze znalezieniem zatrudnienia, i tym samym pozwala im na zakup nieruchomości. Początkowo we wnioskach kredytowych wymagano potwierdzenia wysokości osiągniętych dochodów, co zmniejszyło wolumen osób nielegalnie zatrudnionych posiadających prawo stałego pobytu na terytorium Stanów Zjednoczonych.

Po stronie kosztów należy wskazać ogromne możliwości nadużyć³⁷, praktycznie na każdym etapie przedsięwzięcia, oraz nieefektywny nadzór nad projektem, w który zaangażowany było tak wiele podmiotów, zaś każdy – od kredytobiorców zaczynając, przez różnych pośredników i instytucje finansowe, na agencjach i instytucjach rządowych kończąc – przyczynił się do obecnej sytuacji na rynku finansowym. Niektóre

³⁶ Z uwagi na liczne powiązania branży budowlanej z innymi sektorami gospodarki czy ilość podatków pośrednich (*vide* polski podatek od towarów i usług – VAT, będący *de facto* podatkiem od wartości dodanej, czyli *Value Added Tax*), które te powiązania generują.

³⁷ Porównaj Mortgage Loan Fraud. An Industry Assessment based upon Suspicious Activity Report Analysis, Financial Crime Enforcement Network, November 2006, s. 3, z którego jasno wynika, jak ogromna była skala problemu – liczba wyłudzeń i oszustw (*fraud*) dotyczących kredytów hipotecznych pomiędzy 1997 a 2005 r. wzrosła aż o 1411%.

z uchybień będą przedmiotem następnego punktu, który koncentruje się na realizowaniu w praktyce przedstawionych założeń teoretycznych.

2. Nadmierna akcja kredytowa banków i instytucji finansowych

Usus est unus legum corrector – pomimo upływu ponad dwóch tysiącleci sentencja wciąż jest nader aktualna³⁸. Analizując podjęte działania, mające na celu istotne względy społeczne i uzasadnione ze względów ekonomicznych, trzeba odnotować, iż realizacja *the National Homeownership Strategy* nie zawsze odpowiadała przyjętym założeniom. Wraz z upływem czasu rozbieżności nawet się zwiększały (nadmierna ekspozycja na różne rodzaje ryzyka, wzrost ryzyka systemowego), co doprowadziło do destabilizacji systemu finansowego, najpierw w Stanach Zjednoczonych, a później w skali globalnej – z uwagi na wzajemne powiązania pomiędzy państwami i regionalnymi rynkami finansowymi.

Ekonomiści część winy za wywołanie kryzysu przypisują Systemowi Rezerwy Federalnej (FED), który w 2001 r. zmniejszał aż jedenastokrotnie wysokość stóp procentowych (z 6,50% na 1 stycznia do 1,75% na 31 grudnia), by zakończyć ten proces w połowie czerwca 2003 r. wynikiem 1,00%³⁹. Od połowy 2004 r. nastąpiło zjawisko odwrotne, którego kulminacją był 2005 r. (wzrost z poziomu 2,25% na 1 stycznia do poziomu 4,25% na 31 grudnia)⁴⁰. W przypadku Stanów Zjednoczonych niezwykle istotną rolę odgrywają przepisy dotyczące zakazu dyskryminacji (reminiscencja zdarzeń historycznych), co w połączeniu z polityką „taniego pieniądza” i faktem, iż na rynku kredytów hipotecznych największe znaczenie odgrywały dwa podmioty (spółki giełdowe notowane na *New York Stock Exchange*), mające status dotowanych przez państwo (*Government-Sponsored Enterprises*, GSEs), czyli *Federal National Mortgage Association* (skrótowo *Fannie Mae*) oraz *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (skrótowo *Fredie Mac*), pozwoliło na zwiększenie akcji kredytowej wśród osób o niskich dochodach. Inne podmioty udzielające kredytów hipotecznych nie mogły postępować odmiennie, by nie narażać się na zarzuty dyskryminacji z uwagi na rasę bądź niewysokie dochody⁴¹.

Zwiększenie akcji kredytowej miało swe źródła w sferze prawnej – jako przykład można wskazać dwa akty normatywne, czyli *the American Dream Downpayment Act* z 2003 r. oraz *the Zero Downpayment Act of 2004*. Celem pierwszego była pomoc w zgromadzeniu odpowiedniego kapitału, wymaganego jako wkład własny, przy zaciąganiu kredytu hipotecznego (maksymalnie 10 000 USD bądź 6% ceny zakupu nieruchomości, w zależności od tego, która kwota jest większa) oraz zmniejszenia kosztów (obniżono opłaty o ok. 700 USD), a uprawnionymi do skorzystania z przepisów regulacji były

³⁸ Przykładem może być poziom legislacji w Polsce, zarówno jeśli chodzi o precyzję i zrozumiałość poszczególnych aktów normatywnych, określenie relacji między nimi, jak i o same procedury legislacyjne.

³⁹ Porównaj *Intended federal funds rate, Change and level, 1990 to present*, dane dostępne pod adresem <http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrates.htm> (ostatnio przeglądane 23.8.2009 r.).

⁴⁰ *Ibidem*.

⁴¹ Akceptacja ponoszenia większego ryzyka kredytowego jest zrozumiała – w przypadku takich spraw amerykańskie sądy orzekają wielomilionowe odszkodowania, zaś zdecydowana większość kredytów była sekurytyzowana, stąd instytucja finansowa jedynie tymczasowo ponosiła ryzyko kredytowe.

rodziny o niskich dochodach oraz rodziny pracowników służb mundurowych⁴². Przewidziano, iż wartość dopłat będzie kosztować państwo corocznie 200 mln USD. Drugi z wymienionych aktów znosił w pewnych sytuacjach⁴³ obowiązek zapłaty wkładu własnego na zakup nieruchomości, co sprawiło, że zdecydowana większość osób o niskich dochodach mogła z programu skorzystać, by sfinansować zakup nieruchomości na cele mieszkalne.

Pierwsza możliwość oszustw i nadużyć pojawiała się już na etapie udzielania informacji o sytuacji majątkowej ewentualnego przyszłego kredytobiorcy (głównie nieprawdziwe oświadczenia o dochodach i posiadanych aktywach), co nie było trudne do wykrycia, o ile pracownicy instytucji udzielających pożyczek lub kredytów wykonywali rzetelnie oraz sumiennie swoje obowiązki⁴⁴. Zauważalny wzrost cen nieruchomości od 1995 r. (znacznie powyżej średniej z minionych lat, wynoszącej do tego czasu 6% rocznie) powodował częste oszustwa związane z wyceną nieruchomości (nasiliły się w latach 2002–2006⁴⁵), w które zaangażowani byli pracownicy wielu podmiotów (m.in. pośrednicy w handlu nieruchomościami, osoby udzielające kredytów, doradcy kredytowi, osoby sporządzające wyceny)⁴⁶ – ceny szybko wzrastały, więc trudniej było udowodnić niezgodne z prawem praktyki. Częste również było nabywanie nieruchomości w celu dalszej sprzedaży w niedalekiej przyszłości (*property flipping*), by realizować zyski ze wzrostu ich ceny transakcyjnej. Możliwość taką ograniczyła regulacja *Prohibition of Property Flipping in HUD's Single Family Mortgage Insurance Programs; Final Rule*, która weszła w życie w czerwcu 2003 r. (sankcją było wyłączenie nieruchomości objętych takimi praktykami z programu dopłat).

Wpływ miał również sposób zarządzania ryzykiem przez instytucje udzielające kredytów hipotecznych oraz fakt, że sekurytyzacja kredytów *subprime*, gwarantowana przez instytucję finansową o wysokim ratingu (najczęściej AAA), zamieniała je w „bezpieczne” kredytowe instrumenty finansowe⁴⁷. Obniżeniu ulegała wysokość płaconych odsetek, jednak nie zmniejszał się poziom ryzyka kredytowego związanego z tymi instrumentami⁴⁸, gdyż rezygnowano z ustanawiania dodatkowych zabezpieczeń,

⁴² Szerokie rozumienie tego pojęcia – każdy zatrudniony w administracji publicznej, zobowiązany do noszenia stroju służbowego. *Expressis verbis* tytułem przykładu wskazano policjantów, strażaków, pracowników służb użyteczności publicznej oraz nauczycieli. W ich przypadku dochody mogły być wyższe (dla rodzin o niskich dochodach mediana wynagrodzeń to 80% z danego obszaru, zaś w przypadku służb mundurowych granicą był poziom 115%, a istniała możliwość – we wskazanych sytuacjach – podniesienia go do 150%).

⁴³ Przykładowe wymogi – nabywana nieruchomość ma być zamieszkiwana jako główna siedziba, pierwszy zakup nieruchomości, obowiązkowe doradztwo ze strony niezależnego od kredytodawcy podmiotu trzeciego w sprawie odpowiedzialności i przyszłych zobowiązań finansowych z tytułu nabycia nieruchomości czy wskazanie wszystkich dodatkowych kosztów związanych z transakcją.

⁴⁴ Najczęściej ograniczano się do weryfikacji części wniosków, które *prima facie* mogły budzić wątpliwości, szczególnie gdy wiadano, iż dana pula kredytów będzie sekurytyzowana (ryzyko związane kredytami miało zostać przeniesione na inne podmioty).

⁴⁵ Porównaj *Mortgage Loan Fraud*, *op.cit.*, wykres 11, s. 14.

⁴⁶ Wyższa cena sprzedaży przekłada się na wyższe opłaty, które są uzależnione od wartości nabywanej nieruchomości (ustalony procent od wartości transakcji).

⁴⁷ Porównaj S.L. Schwarcz, *The Alchemy of Asset Securitization*, *Stanford Journal of Law, Business and Finance* 1994, vol. 1, s. 133–154, *passim*, gdzie już sam tytuł publikacji wskazuje, jak postrzegano proces sekurytyzacji.

⁴⁸ Zwraca na to również uwagę M. Hellwig, *Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis*, December 2008 (wersja z 11.12.2008 r.), s. 20 *in principio*, komentując wyniki analiz empirycznych poczynionych przez Y. Demanyk oraz O. Van Hemerta w opracowaniu *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*, słusznie zauważając, iż spadkowi jakości wyemitowanych średnioterminowych instrumentów o charakterze dłużnym towarzyszył paradoksalnie również spadek ich oprocentowania, co trudno uznać za zachętę dla potencjalnych inwestorów (rating nie ulegał zmianie, gdyż pula miała gwarancje instytucji finansowej).

by nie generować „niepotrzebnych” kosztów. Należy podkreślić nieodpowiedzialność instytucji finansowych, ich pracowników zajmujących się zbieraniem i weryfikacją informacji o dłużnikach hipotecznych oraz ich aktywach, a także *sui generis* podwójne standardy w tej kwestii – w przypadku uzyskania dodatkowych informacji o zdarzeniach lub okolicznościach, które obniżały zdolność kredytową danej osoby, a nie były wymagane do sekurytyzacji, kredyt przenoszono do puli wierzytelności kwalifikujących się w przyszłości do sekurytyzacji. Formalnie nie dochodziło do naruszenia prawa, gdyż przekazywano wszystkie informacje wymagane w umowie sprzedaży danej puli wierzytelności, jednak wątpliwości natury etycznej związane z taką cesją ryzyk kredytowych pozostały.

System premiowania pośredników w handlu nieruchomościami nie miał decydującego znaczenia, lecz potwierdził, jak istotny jest czynnik ludzki we wszelkiego rodzaju kryzysach. Pomijając wysoką opłacalność zawyżania wartości nieruchomości przy relatywnie niskim ryzyku jej wykrycia, warto zauważyć, iż zarówno działający na rzecz klienta broker nieruchomości (*mortgage broker*), jak i agent zajmujący się sprzedażą nieruchomości (*real estate agent*), związany z instytucją finansową udzielającą pożyczek lub kredytów, uzyskiwali wyższą prowizję w przypadku znalezienia kredytobiorcy o niskiej zdolności kredytowej, jednak umożliwiającej przyznanie kredytu. Różnice w warunkach przyznania kredytu (oprocentowanie przyznanego kredytu) pomiędzy zwykłym kredytobiorcą a kredytobiorcą typu *subprime* przeciętnie wynosiły 3%, lecz doliczając prowizję oraz koszty dodatkowego obowiązkowego ubezpieczenia, nietrudno było je zwiększyć do 5–7%, stąd każdy kredytobiorca wysokiego ryzyka generował wyższe zyski dla pośredników oraz instytucji finansowych.

3. Nieefektywny nadzór nad rynkiem finansowym

Nadzór nad rynkiem finansowych *sensu largo* w Stanach Zjednoczonych jest niezwykle rozproszony⁴⁹. W przypadku bankowości – zarówno inwestycyjnej, jak i handlowej, względnie detalicznej (*commercial banking*) – najwięcej kompetencji przysługuje Systemowi Rezerwy Federalnej (*the Federal Reserve System*, FED) oraz amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (*the U.S. Securities and Exchange Commission*, SEC). Za nadzór nad rynkiem kredytów hipotecznych odpowiada obecnie stworzona 30.7.2008 r., na mocy *the Housing and Economic Recovery Act of 2008*, *the Federal Housing Finance Agency* (FHFA), której głównym celem jest „promowanie stabilnego i płynnego rynku wierzytelności hipotecznych (...)”⁵⁰. Organizacja ta jest następcą prawnym dwu agencji: *the Federal Housing Finance Board* (FHFB) i *the Office of Federal Housing Enterprise Oversight* (OFHEO), które pełniły funkcje nadzorcze w stosunku do *Fannie Mae* oraz *Freddie Mac*.

⁴⁹ Funkcje nadzorcze bądź *quasi*-nadzorcze pełni kilkadziesiąt różnych podmiotów.

⁵⁰ Warto przytoczyć *in extenso* treść celu stawianego temu podmiotowi – „*To promote a stable and liquid mortgage market, affordable housing, and community investment through safety and soundness oversight of Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Home Loan Banks*”, lecz wydaje się, iż lepszy byłby pierwowzór, czyli łacińska sentencja „*Quod Bonum, Felix, Faustum, Fortunatumque Sit Populo Romano*”.

System zapobiegania nadużyciom w sektorze finansowym opiera się w Stanach Zjednoczonych – w bankach niebędących bankami inwestycyjnymi – po pierwsze na rozdzieleniu działalności bankowej od działalności typowo inwestycyjnej pomiędzy odpowiednimi działami (departamentami), co miało gwarantować niezależność w kwestiach organizacyjnych oraz operacyjnych („ściany nie do przebicia” [firewalls] pomiędzy departamentami), przy czym takie rozdzielenie jest iluzoryczne, gdyż dotyczy co najwyżej pracowników niższego szczebla, a fakt ten jest oczywisty również dla organów nadzorczych⁵¹.

Bardziej efektywne regulacje – przynajmniej w założeniu ustawodawcy – przewidziano w aktach prawnych rangi ustawowej⁵², przy czym nie były one wystarczająco efektywne, by zminimalizować występowanie zdarzeń i okoliczności wymienionych w poprzednim punkcie. Szczegółowa analiza nie jest w tym miejscu możliwa, pozostaje więc ograniczyć się do punktowego wymienienia wybranych zagadnień. W pierwszej kolejności trzeba wskazać na liczne nieprawidłowości w obu wcześniej wspomnianych GSE, związane z naruszeniami norm regulujących księgowość. Z uwagi na znaczenie tych instytucji dla amerykańskiej gospodarki (gwarantowały bądź miały w swoich bilansach około połowy z puli kredytów hipotecznych, jakie zaciągnięto w Stanach Zjednoczonych) konieczne stało się przejście kontroli przez państwo (jednak nie bezpośrednio, gdyż instytucją przejmującą było *the Federal Housing Finance Board*, FHFB), co uczyniono poprzez instytucję przypominającą polski zarząd komisaryczny (*conservatorship*). Istotną rolę odegrała gigantyczna dźwignia finansowa, jaką stosowały te instytucje⁵³, choć akty założycielskie przewidywały maksymalną dźwignię na poziomie 40:1⁵⁴. Powyższe względy były powodem nie tylko wzmocnienia nadzoru, lecz również zastosowania środków (wspomniane *conservatorship*) radykalnie ingerujących w ich struktury, gdyż koszty ochrony przed niewypłacalnością za pomocą środków budżetowych są ogromne (prasa amerykańska pisała o najdroższym zastrzyku finansowym [*bailout*] w historii Stanów Zjednoczonych) i nadal rosną.

⁵¹ Przykładem jest wystąpienie A. Greenspana przed *the Committee on Banking, Housing & Urban Affairs* z 12.7.1990 r., gdzie odnośnie do opinii, że takie regulacje chronią banki (i podatników), poddaje tę tezę w wątpliwość, stwierdzając „It is clear that high thick firewalls reduce synergies and raise costs for financial institutions... If they raise costs and are not effective, we must question why we are imposing these kinds of firewalls at all (...)” – Testimony by Alan Greenspan, Chairman, Board of Governors of the Federal Reserve System before the Committee on Banking, Housing & Urban Affairs United States Senate, July 12, 1990, s. 14–15.

⁵² Regulacje dotyczące działalności banków znaleźć można w wielu amerykańskich ustawach. Tytułem przykładu wskazać wypada *the Gramm-Leach-Bliley Act*, który ma kluczowe znaczenie dla omawianych zagadnień, a na mocy którego większość funkcji nadzorczych nad bankami inwestycyjnymi powierzono SEC. Istotny jest Tytuł VI tej regulacji, którego przedmiotem jest modernizacja stanowego systemu kredytów hipotecznych. Znaczenie mają również *the Federal Reserve Act* (szczególnie sekcje 23A oraz 23B, dotyczące odpowiednio relacji banku z podmiotami powiązanymi oraz ograniczeń co do transakcji zawieranych z takimi podmiotami), *the Securities Act of 1933* oraz *the Securities Exchange Act of 1934*, gdyż banki po 1999 r. zaczęły odgrywać istotną rolę na rynku instrumentów pochodnych.

⁵³ Szczęśliwie dla amerykańskiego budżetu była niższa niż w przypadku *monoline insurers* (gwarantowane zobowiązania do kapitałów własnych były w relacji 150:1), lecz i tak zbyt wysoka – w przypadku *Freddie Mac* relacja ta wynosiła prawie 68:1 (*Freddie Mac Consolidated Statements of Income [Unaudited]*, stan na 30.6.2008 r., s. 2, w przypadku późniejszych raportów kapitał własny był już ujemny), zaś dla *Fannie Mae* (stan na 30.6.2008 r.) – ponad 21:1 (*Fannie Mae Reports Second Quarter 2008 Results*, s. 13 *in fine*). Warto odnotować, iż w przypadku *Fannie Mae* w sprawozdaniu za III kwartał 2008 r. kapitał własny był nadal dodatni (dźwignia prawie 97:1, kapitał własny na poziomie 9 276 mln USD). Co do wcześniejszych praktyk w tej kwestii – por. S. Abrahams, MBS Investors, [w:] red. F.J. Fabozzi, *The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, New York 2005, s. 39–41.

⁵⁴ *Ibidem*, s. 40.

Można postawić pytanie, dlaczego przy emisji kredytowych instrumentów finansowych nie wymagano przedstawienia szczegółowych wyników *due diligence* (DD)⁵⁵, skoro zwiększał się poziom ryzyka kredytowego, a spadało oprocentowanie. Wskazać można przynajmniej dwie okoliczności. Pierwsza wiąże się z faktem, iż pula wierzycielności zaczyna generować przychody już z momentem jej utworzenia, a *due diligence* dokonywane przez niezależny podmiot zewnętrzny (tylko taka weryfikacja puli wierzycielności będzie mieć znaczenie dla ewentualnych nabywców) trwa co najmniej dwa tygodnie⁵⁶ i kończy się opracowaniem raportu, z którym zapoznają się potencjalni nabywcy danej puli. Wymaga to czasu na analizę⁵⁷ – okres w przedziale od dwóch tygodni do miesiąca. Skutkiem są dwie niedogodności – wzrost kosztów oraz upływ cennego czasu. Za drugą przyczyną stały już wyłącznie względy finansowe, gdyż szczegółowy *due diligence*, którego przedmiotem są instrumenty finansowe, jest uzasadniony wyłącznie wtedy, gdy wzrost oprocentowania na skutek obniżenia ratingu (spadek z poziomu AAA do AA) będzie wyższy od poniesionych kosztów. Z uwagi na niski poziom stóp procentowych – w okresie gdy emitowano instrumenty (zapadalność wynosiła na ogół 2–3 lata) różnica w oprocentowaniu pomiędzy dwoma najwyższymi ratingami wynosiła ok. 0,5% (50 punktów bazowych) – korzyści zdawały się znikome.

III. Powiązania rynku nieruchomości z rynkiem instrumentów finansowych

Kryzys na rynku nieruchomości mógł rozprzestrzenić się na inne sektory gospodarki dzięki sieci powiązań i wzajemnych zależności na rynku finansowym. Problem o charakterze lokalnym w jednym państwie, który do połowy lat 90. XX w. miałby co najwyżej znaczenie krajowe, stał się przyczyną trudności w skali globalnej, stanowiąc we wrześniu 2008 r. realne zagrożenie dla stabilności systemu finansowego. Poniżej wskazano przykłady powiązań rynku nieruchomości z rynkiem instrumentów finansowych, wraz z krótkimi charakterystykami, sygnalizując również ich następstwa. Błędy popełniane przy tworzeniu struktur procesów sekurytyzacji kredytów hipotecznych typu *subprime*, w połączeniu ze złożonością kredytowych instrumentów finansowych będących ich następstwem, utrudniały bądź uniemożliwiały dokładne oszacowanie poziomu ryzyka kredytowego. Oceny sporządzane przez agencje ratingowe opierały się często wyłącznie na ratingu gwaranta dla spłat danej emisji, nie odzwierciedlając rzeczywistego poziomu ryzyka inwestycyjnego, stąd powstało wrażenie, że kredytowe instrumenty finansowe to *sui generis* wyżej oprocentowana modyfikacja obligacji.

Przedmiotem dalszych rozważań są negatywne aspekty powiązań na rynku finansowym, co mogłoby zniekształcać rzeczywistą sytuację, gdyż co do zasady przeważają

⁵⁵ Literalnie zwrot ten oznacza przeprowadzenie badania (dochodzenia) z należytą starannością, którego przedmiotem może być przedsiębiorstwo, jego wydzielona część (np. jedynie spółka córka), jak i instrumenty finansowe emitowane przez dany podmiot, podlegające wnikliwej i szczegółowej analizie (w przypadku podmiotu często jest to też tzw. analiza SWOT będąca akronimem angielskiego wyliczenia *Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats*, czyli analiza koncentrująca się na silnych i słabych stronach oraz szansach na korzystne zmiany i niebezpieczeństwach zmian niekorzystnych w przyszłości), która pozwala na wycenę.

⁵⁶ Nie więcej jednak niż trzy miesiące.

⁵⁷ Z jednej strony potencjalni nabywcy muszą mieć czas na przeanalizowanie raportu i skonstruowanie oraz przedstawienie własnej oferty, z drugiej – pula wierzycielności zmniejsza się na skutek spłat, co nie pozostaje bez wpływu na przedstawiane oferty, a koszt przeprowadzenia *due diligence* obciąża pulę wierzycielności.

korzyści takiego stanu⁵⁸. Analizując przyczyny prawne obecnej sytuacji na rynkach finansowych, trudno koncentrować się na pozytywnych aspektach, stąd konieczne jest zasygnalizowanie, iż takie powiązania w większości przypadków będą korzystne, zaś wskazane negatywy mają charakter wyjątków potwierdzających regułę.

1. Instrumenty pochodne jako główny sposób przenoszenia ryzyka – sekurytyzacja

Terminem sekurytyzacja określa się spolszczenie angielskiego terminu *securitisation* (literatura amerykańska używa zwrotu *securitization*), wywodzącego się od angielskiego zwrotu *securities* oznaczającego papiery wartościowe. Etymologicznie sekurytyzacja to proces, w wyniku którego powstają papiery wartościowe⁵⁹. Z wielu prób definicji sekurytyzacji w polskiej doktrynie najbardziej udana wydaje się definicja określająca ten proces jako „nowoczesną technikę refinansowania, w ramach której najczęściej zdywersyfikowana pula aktywów wraz z generowanymi przez nie strumieniami gotówkowymi zostaje wyizolowana z bilansu banku czy przedsiębiorstwa, zabezpieczona dzięki wewnętrznym lub zewnętrznym technikom oraz prawnie usamodzielniona w tzw. spółce specjalnego przeznaczenia [*special purpose vehicle*, SPV – przyp. A.Ś.], która następnie refinansuje zakupioną pulę aktywów poprzez emisję papierów wartościowych⁶⁰ na krajowych i (lub) międzynarodowych rynkach finansowych⁶¹. Warto odnotować inne definicje sekurytyzacji wierzytelności funkcjonujące w doktrynie⁶², niekoniecznie jednak całościowe, gdyż z uwagi na ogromną liczbę wariantów w ramach każdego z trzech głównych rodzajów sekurytyzacji konieczne bywa zarówno przedmiotowe, jak i podmiotowe zawężenie definicji⁶³.

Proces sekurytyzacji polega na przenoszeniu pewnych oznaczonych należności z określonych aktywów, czyli precyzyjniej na przekształcaniu strumieni finansowych (*cash flow*) z niepiętnych aktywów (typu kredyty hipoteczne) w instrumenty finansowe o charakterze dłużnym lub udziałowym, mogące być przedmiotem obrotu. Immanentnie z sekurytyzacją związana jest kwestia cesji ryzyka kredytowego na inne podmioty, stąd zarówno w pracach Komitetu Bazylejskiego, których efektem jest Druga Umowa

⁵⁸ Wspomnianą sytuację, gdy kooperacja, współdziałanie poszczególnych czynników lub elementów daje większe korzyści, niż wynikałoby to z sumy ich oddzielnych oddziaływań, określa się jako synergię.

⁵⁹ Analizując aktualny stan prawny, to *de iure* efektem sekurytyzacji w państwach Unii Europejskiej będą instrumenty finansowe. Zwrot ten jest znaczeniowo szerszy, lecz bardziej adekwatny, a nadto precyzyjniej odpowiadający zakresowi definiowanego pojęcia, obejmując swym zakresem również papiery wartościowe.

⁶⁰ Z uwagi na okoliczności wskazane *supra* zamiast zwrotu „papiery wartościowe” konieczne jest posłużenie się zwrotem „instrumenty finansowe”, lecz pozostała część definicji jest w pełni aktualna.

⁶¹ L. Reksa, Sekurytyzacja wierzytelności na rynkach międzynarodowych, *Bank i Kredyt* 2004, Nr 2, s. 60.

⁶² *Vide inter alia*: P. Jaroński, Sekurytyzacja wierzytelności bankowych. Cz. I, *Monitor Prawniczy* 2000, Nr 1, s. 4, J. Kolesnik, M. Rewieński, Sekurytyzacja wierzytelności bankowych – wybrane aspekty, *Prawo Bankowe* 2000, Nr 7/8, s. 82, I.A. Raczkowska, Sekurytyzacja wierzytelności bankowych, Warszawa 2001, s. 14, A. Zwolińska-Doboszyńska, Sekurytyzacja wierzytelności z udziałem funduszy sekurytyzacyjnych na tle innych uregulowań dotyczących sekurytyzacji, *Przegląd Prawa Handlowego* 2005, Nr 2, s. 17.

⁶³ Przykładem jest definicja sekurytyzacji wierzytelności bankowych (ograniczenie podmiotowe – inicjatorem jest podmiot będący bankiem, ograniczenie przedmiotowe – jedynie wierzytelności bankowe) rozumiana jako „proces inicjowany przez bank, którego głównym celem jest pozyskanie źródeł finansowania działalności banku poprzez emisję papierów wartościowych, zabezpieczonych na zespole praw majątkowych w postaci wierzytelności bankowych powstałych w ramach prowadzonej działalności bankowej” (M. Aleksandrowicz, M. Grzybowski, Sekurytyzacja wierzytelności bankowych – zagadnienia prawne i podatkowe, *Glosa* 2004, Nr 12, s. 5). Publikacja jest warta uwagi ze względu na szczegółowe analizy podatkowych aspektów procesu sekurytyzacji z wykorzystaniem konstrukcji funduszu sekurytyzacyjnego.

Bazytlejska (tzw. *Basel II*), nazywana Nową Umową Kapitałową (NUK), jak i w korzystającej z wyników prac Dyrektywie 2006/48/WE, sekurytyzacja uznawana jest za jeden ze środków pozwalających zarządzać ryzykiem kredytowym, co można stwierdzić już tylko po samym układzie przepisów tychże regulacji, a wszelkie wątpliwości rozwiewa ich treść. Cesja ryzyka kredytowego na inny podmiot jest niezależna od cesji samych wierzytelności, które to wierzytelności tworzą ryzyko kredytowe, mimo iż w większości przypadków poszczególne rodzaje ryzyka mogą być transferowane razem z wierzytelnościami⁶⁴. Można spotkać się ze stanowiskiem, że gdy nie dochodzi do ilościowego określania ryzyka kredytowego oraz jego analizy, nie należy takiego procesu nazywać sekurytyzacją⁶⁵. Sekurytyzowane mogą być wszystkie aktywa mające wartość i mogące generować w przyszłości dochody odsetkowe. W praktyce, analizując zwłaszcza rynek amerykański, gdzie technika ta jest najbardziej rozwinięta, sekurytyzacji podlegają wierzytelności z umów wzajemnych (kontraktowe) – kredyty hipoteczne, dochody z wynajmu powierzchni w centrach handlowych lub biurach, kredyty i pożyczki konsumenckie, należności leasingowe, a nawet przychody nietypowe⁶⁶, o ile są stałe, a ich wielkość jest przewidywalna.

Tworząc pulę wierzytelności⁶⁷, należy mieć na względzie, by wierzytelności wchodzące w jej skład odznaczały się pewnymi, oznaczonymi w sposób precyzyjny oraz jednoznaczny, cechami⁶⁸ (przykładowo: jednolite rodzajowo⁶⁹, odpowiednio wystandaryzowane⁷⁰, o stabilnym i przewidywalnym poziomie strumieni płatności) pozwalającymi na stworzenie puli o konkretnych, z góry określonych właściwościach. Pula po podzieleniu na transze (*tranches*) bądź grupy (*classes*) – wolumen mieści się zazwyczaj w przedziale między trzy a pięć i opiera się na poziomie ryzyka kredytowego dla wierzytelności wchodzących w skład każdej z transz lub grup – w zdecydowanej większości przypadków, zostaje poddana analizie ze strony agencji ratingowej. Największą część puli, obejmującą

⁶⁴ Sytuacja taka ma miejsce w przypadku sekurytyzacji tradycyjnej.

⁶⁵ J. Zombirt, podane za: Sekurytyzacja aktywów bankowych, Zeszyty BRE Bank – CASE 2006, nr 82, Warszawa 26.1.2006, s. 6.

⁶⁶ Wymienić tu można tantiemy z płyt Davida Bowie, bilety na cykl Grand Prix Formuły 1, wpływy ze sprzedaży francuskiego szampana, wpływy ze sprzedaży biletów do Muzeum Figur Woskowych Madame Tussaud, a także dochody ze sprzedaży biletów na mecze oraz kartonów sezonowych w klubach piłkarskich angielskiej *the Premier League* oraz *the Championship*, przeznaczone w większości przypadków na inwestycje w rozwój infrastruktury (stadiony, obiekty treningowe itp.) – por. również J. Zombirt, Sekurytyzacja w świetle bankowych regulacji europejskich, Warszawa 2002, s. 21.

⁶⁷ W literaturze angielskiej i amerykańskiej widać wyraźne rozróżnienie, jeśli chodzi o terminologię, którego najczęściej brak w polskim piśmiennictwie. W przypadku emisji instrumentów finansowych opartych na dźugu (np. obligacje) pula dzieli się na transze (*senior or subordinated tranches*), zaś w przypadku instrumentów finansowych o charakterze udziałowym (*equity*, w Polsce taki charakter mają certyfikaty inwestycyjne, jednostki uczestnictwa), pula wierzytelności (*pool*) podzielona jest na grupy (*classes*). Porównaj C.A. Hill, *Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons*, Washington University Law Quarterly 1996, vol. 74, no. 4, s. 1068, Ch.A. Stone, A. Zissu, *The Securitization Markets Handbook. Structures and Dynamics of Mortgage-and Asset-backed Securities*, Princeton 2005, *passim* oraz wiele innych publikacji.

⁶⁸ Katalog cech został wyczerpująco zakreślony przez doktrynę. Wskazać można przykładowo na następujące opracowania: J. Deacon, *Global Securitisation and CDOs*, Chichester 2004, s. 77–86, J. Kolesnik, M. Rewieński, *op.cit.*, s. 82, P.R. Wood, *Title Finance, Derivatives, Securitizations, Set-off and Netting*, London 1995, s. 43–44.

⁶⁹ Porównaj art. 2 pkt 30 ustawy z 27.5.2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. z 2004 r. Nr 146, poz. 1546 ze zm.), który definiuje pulę wierzytelności na potrzeby ustawy, niemniej cecha ta ma istotne znaczenie także dla samej definicji sekurytyzacji wierzytelności. Inny używany w doktrynie zwrot to jednorodność co do gatunku. Cecha odnosi się do poziomu ryzyka kredytowego wierzytelności, gdyż stanowi ono kluczowe kryterium dla podziału puli na odpowiednie transze. Odmiennie A. Kosiński, *Sekurytyzacja aktywów na świecie i w Polsce*, Warszawa 1997, s. 12, przyp. 4, wskazując jedynie na rodzaj umowy kreującej wierzytelność.

⁷⁰ J. Zombirt, *Sekurytyzacja*, *op.cit.*, s. 21. Widoczna była tendencja do sekurytyzowania należności mniej jednorodnych – C.A. Hill, *op.cit.*, s. 1067, przyp. 26 oraz podane tam przykłady, co tylko potwierdza uwagę *supra*, zdanie trzecie.

około 90–96% sekurytyzowanych wierzytelności, stanowi tzw. część senioralna, którą cechuje najwyższy rating – tzw. inwestycyjny (*investment grade*)⁷¹. Następna część, obejmująca 1–4% puli i określana jako tzw. *mezzanine*, ma tzw. rating poniżej inwestycyjnego (*below investment grade*) lub tzw. rating spekulacyjny. Ostatnia część (1–6% puli wierzytelności) to tzw. pierwsza strata⁷², najczęściej bez ratingu albo z ratingiem prywatnym. W pierwszej kolejności spłacana jest senioralna część puli⁷³, na końcu zaś „pierwsza strata”, w którą z kolei w pierwszej kolejności⁷⁴ uderzą braki w spłatach lub ich nieterminowość. Na ogół nabywa ją podmiot inicjujący proces sekurytyzacji, wliczając cenę zakupu w koszty procesu, o ile pozwalają mu na to przepisy prawa⁷⁵.

W doktrynie wyróżniono trzy rodzaje sekurytyzacji⁷⁶ – tradycyjną (*true sale structure*), syntetyczną (*synthetic sale*) oraz sekurytyzację na podstawie struktury pożyczkowej (*loan structure*), przy czym sposób ich przeprowadzenia nie jest ściśle określony i pozwala podmiotowi przygotowującemu proces na dużą swobodę przy określaniu struktury. Kryterium może być rodzaj sekurytyzowanych aktywów, podmioty uczestniczące w procesie czy też ekonomiczne cele inicjatora procesu sekurytyzacji (najczęściej jest to usunięcie – z różnych względów – z bilansu inicjatora wierzytelności będących jego przedmiotem).

Sekurytyzacja tradycyjna, nazywana sekurytyzacją poprzez sprzedaż (*true sale securitisation*), od kilku ostatnich lat zaczęła tracić na znaczeniu na rzecz jej odmian syntetycznych⁷⁷, które pozwalają na oddzielenie ryzyka kredytowego od wierzytelności znajdujących się w bilansie podmiotu inicjującego proces sekurytyzacji, jednak bez konieczności sprzedawania samych wierzytelności, często wraz z ewentualnym przeniesieniem na nabywcę również zabezpieczeń ich spłaty. Problemy z cesją wierzytelności oraz cesją praw z zabezpieczeń spłat były główną prawną barierą dla rozwoju tradycyjnej sekurytyzacji w Polsce, czego wynikiem była niewielka ilość sekurytyzacji w Polsce oraz niska znajomość prawnych i ekonomicznych aspektów tego procesu, na ogół ograniczająca się do rozważań o charakterze wyłącznie *stricte* teoretycznym. Mechanizm

⁷¹ Odpowiadają mu oceny agencji ratingowych w granicach AAA do A, ewentualnie wraz z pomocniczo stosowanymi znakami „+” i „-”, które dodatkowo dywersyfikują wierzytelności w ramach danej części puli. Rating wierzytelności nie może być wyższy (pomijając kwestie związane z różnym rodzajem gwarancjami) niż rating państwa ich pochodzenia (dla Polski – stan na maj 2009 r. – tą oceną jest A-), co pośrednio tłumaczy wcześniejsze niewielkie zainteresowanie sekurytyzacją w Polsce – brak możliwości dla stworzenia puli wierzytelności o ratingu inwestycyjnym. Ze względów podatkowych sekurytyzowano jedynie (poprzez fundusze sekurytyzacyjne, tworzone przez podmioty zajmujące się windykacją należności) trudno ściągalne kredyty i pożyczki (żargonowo określane jako tzw. NPL-e, czyli *non-performing loans*).

⁷² Zamiennie w literaturze używane jest angielskie określenie – *first-loss*.

⁷³ Według „stopnia starszeństwa”, czyli od najwyższego ratingu po najniższy, co określa się mianem podporządkowania (*subordination*). Stanowi to *sui generis* pierwszy poziom zabezpieczenia dla posiadaczy części senioralnych przed stratami.

⁷⁴ Potwierdza to nazwa tej części puli, ale tylko jeśli nie było tzw. nadzabezpieczenia (*overcollateralization*), polegającego na przekazaniu przez inicjatora więcej środków, niż potrzeba na obsługę wyemitowanych instrumentów finansowych. Jest to wcześniej wspomniane podporządkowanie transz (*subordination*).

⁷⁵ Przykładem może być obowiązujący do 1.4.2007 r. art. 92a ust. 5 i 6 ustawy z 29.8.1997 r. – Prawo bankowe (Dz.U. z 1997 r. Nr 140, poz. 939 ze zm., tekst jedn.: Dz.U. z 2002 r. Nr 72, poz. 665 ze zm.), dalej: PrBank, który zakazywał inicjatorowi będącemu bankiem nabycia tej transzy oraz znacznie ograniczał nabywanie transz typu *mezzanine*.

⁷⁶ D. Baur, E. Joossens, *The effect of credit risk transfer on financial stability*, January 2006 (wersja z 8.2.2006 r.), s. 3, G. Harrower, *Tax Aspects of Securitisation*, [w:] red. J. Borrows, *Current Issues in Securitisation*, London 2002, s. 96–99, P. Karnkowski, *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, [w:] *Sekurytyzacja*, *op.cit.*, s. 23, M. Spyra, [w:] red. F. Zoll, *op.cit.*, s. 17.

⁷⁷ Porównaj dane historyczne zamieszczane okresowo (najczęściej kwartalnie) przez *The Securities Industry and Financial Markets Association* (SIFMA), z których wynika, iż liczba syntetycznych instrumentów finansowych bazujących na ABS, CMBS, RMBS czy CMO od 2004 do 2007 r. rosła praktycznie w postępie geometrycznym.

sekurytyzacji w najprostszym wariantcie składa się z kilku następujących po sobie etapów⁷⁸, gdzie pierwszy to proces kreacji wierzytelności, najczęściej poprzez udzielanie pożyczek lub kredytów, które powinny się cechować określonymi parametrami, oraz stworzenie z nich puli wierzytelności o określonych właściwościach. Proces tworzenia puli określa się jako grupowanie wierzytelności (*pooling*) i został już omówiony, gdyż ma znaczenie dla każdej sekurytyzacji, a wybrany przez inicjatora rodzaj tego procesu nie zmienia zasadniczo procedury grupowania wierzytelności. Następnym etapem jest utworzenie spółki celowej (istotny jest brak powiązań kapitałowych z podmiotem kreującym wierzytelności – warunek *sine qua non*, by zbywane pule wierzytelności mogły zostać wyłączone z bilansu inicjatora), która nabędzie wierzytelności celem ich sekurytyzacji (możliwe jest jej utworzenie, nawet zanim powstaną wierzytelności będące przedmiotem przyszłej umowy, lecz konieczne będzie ponoszenie kosztów funkcjonowania takiego podmiotu) oraz sprzedaż przedmiotowych aktywów. Istotny wpływ na uzyskaną cenę mają zabezpieczenia spłat wierzytelności będących przedmiotem umowy sprzedaży. Od etapu tworzenia pul wierzytelności w proces sekurytyzacji są angażowane agencje ratingowe, które nie tylko nadają ocenę strukturyzowanym instrumentom finansowym emitowanym przez SPV, lecz również mają istotny wpływ na grupowanie wierzytelności, co wpływa korzystnie na uzyskiwany rating. Kolejny etap to emisja kredytowych strukturyzowanych instrumentów finansowych i procedura ich nabywania przez inwestorów. Warto odnotować, iż dopiero sprzedaż instrumentów finansowych inwestorom przez spółkę celową pozwala przekazać inicjatorowi pozyskane środki, gdyż SPV ma w większości przypadków minimalny wymagany przez przepisy prawa dla spółek kapitałowych poziom kapitalizacji. Ostatnim etapem jest wykup przez spółkę celową wyemitowanych instrumentów strukturyzowanych od inwestorów (w momencie ich zapadalności) ze środków przekazywanych przez dłużników spłacających swoje kredyty lub pożyczki.

W strukturze syntetycznej ogólny zarys procesu nie ulega daleko idącym zmianom⁷⁹, jeżeli pominąć fakt, iż przedmiotem cesji jest wyłącznie dany rodzaj ryzyka związany z określoną pulą wierzytelności, a nie wierzytelności wraz z wieloma rodzajami ryzyka oraz okoliczność, iż zabezpieczeniem nie są kredyty hipoteczne, należności leasingowe lub inne wierzytelności, lecz instrumenty finansowe wyemitowane⁸⁰ na podstawie wskazanych *supra* wierzytelności, względnie umów takich wierzytelności dotyczących⁸¹.

⁷⁸ Porównaj J. Koleśnik, M. Rewieński, *op.cit.*, s. 87, R. Łopiński, M. Mikołajczyk, ABC Sekurytyzacji, [w:] red. A. Drewicz-Tulodziecka, Sekurytyzacja aktywów ze szczególnym uwzględnieniem wierzytelności hipotecznych, Warszawa 2003, s. 14, którzy wskazują na osiem takich etapów.

⁷⁹ Uwaga odnosi się do różnic między rodzajami, gdyż pojęcie sekurytyzacji jest niezwykle pojemne i obejmuje swym zakresem wiele struktur, nierzadko bardzo się od siebie różniących.

⁸⁰ Wyemitowane w procesie sekurytyzacji syntetycznej instrumenty można nazwać instrumentami finansowymi II stopnia, jako że proces ma na celu utworzenie instrumentów finansowych o charakterze dłużnym, z których płatności zależą lub wynikają z innych instrumentów finansowych. Najczęściej zmianie podlega oprocentowanie (np. instrument bazowy ma zmienne oprocentowanie, zaś wyemitowany instrument syntetyczny – stałe), często również inne charakterystyki (przykładowo okres spłat, jeżeli pozwoli to inicjatorowi pozyskać kapitał z rynku finansowego), gdyż takie zmodyfikowane instrumenty szybciej znajdują nabywców, trafiają do większej grupy inwestorów, względnie spadną koszty pozyskania kapitału. Pozwala to stworzyć produkt finansowy odpowiadający potrzebom inwestorów dysponujących odpowiednio wysokim poziomem kapitału.

⁸¹ Przykładem tego może być umowa typu *Credit Default Swap*.

Pożyczkową strukturę sekurytyzacji tworzy się poprzez konstrukcję wydzielenia z majątku inicjatora pewnej puli aktywów (sekurytyzowane wierzytelności), w stosunku do której działa on jako *trustee*⁸². Pula stanowi zabezpieczenie spłat dla kredytowych instrumentów finansowych, których emitentem może być inicjator⁸³ lub spółka celowa, która wtedy pośredniczy w przekazywaniu od inwestorów środków klasyfikowanych jako pożyczka zabezpieczona przychodami z puli wierzytelności. Ten rodzaj sekurytyzacji może być przeprowadzony wyłącznie w państwach, gdzie przepisy prawa pozwalają na wyłączenie puli wierzytelności z majątku podmiotu oraz zapewniają uprawnionym z wyemitowanych instrumentów (głównie są to krótkoterminowe papiery dłużne – *commercial papers*) odpowiedni poziom ochrony ich praw. Możliwość skutecznego egzekwowania dochodów z puli wierzytelności ma bowiem kluczowe znaczenie dla efektywności przeprowadzenia sekurytyzacji na podstawie struktury pożyczkowej.

2. Główne rodzaje kredytowych instrumentów finansowych

Analiza rodzajów instrumentów finansowych powstających w wyniku sekurytyzacji i ich charakterystyk jest w polskim piśmiennictwie przedmiotem licznych artykułów⁸⁴, co jest zjawiskiem pozytywnym, gdyż pozwala szerszemu kręgowi osób na bliższe się im przyjrzenie oraz umożliwia zapoznanie się z kryteriami tych podziałów. W anglojęzycznej literaturze przedmiotu brak jest jednak jednomyślności nawet co do kwestii o tak fundamentalnym znaczeniu, jak definicje czy klasyfikacje głównych rodzajów instrumentów finansowych⁸⁵, stąd dyskusja na temat podziału instrumentów pochodnych jest nadal otwarta.

Na potrzeby niniejszego artykułu najkorzystniejsze wydaje się podzielenie instrumentów finansowych według czterech kryteriów, co pozwoli wskazać na charakterystyczne cechy poszczególnych instrumentów, a przy tym stworzyć przejrzystą klasyfikację. Pierwszym kryterium jest charakter ucieleśnionych praw, co pozwoli wyodrębnić instrumenty finansowe o charakterze udziałowym, występujące w strukturze

⁸² W doktrynie spotkać się można z tłumaczeniem „powiernik”, jednak z uwagi na fakt, iż termin ten w sekurytyzacji nie jest znaczeniowo tożsamy z zakresem tego pojęcia w polskim języku prawniczym, w dalszej części niniejszego opracowania stosowany będzie termin angielski celem uniknięcia niejednoznaczności.

W pewnym uproszczeniu *trustee* to podmiot, którego obowiązkiem jest zarządzanie powierzonymi aktywami, wydzielonymi z masy majątkowej (*trust*) i dbanie o interesy podmiotów uprawnionych z trustu. Podstawową różnicą z polską instytucją powiernictwa jest odpowiedzialność za powierzone mienie (*trustee* odpowiada jedynie za rażące niedbalstwo oraz winę umyślną, lecz nie ponosi odpowiedzialności za błędną ocenę sytuacji, chyba że mieści się ona w którejś z powyższych kategorii – *vide C.A. Hill, op.cit.*, s. 1098–1099).

⁸³ W Polsce podobną konstrukcją są obligacje przychodowe (*vide* art. 23a–c ustawy z 29.6.1995 r. o obligacjach, Dz.U. z 1995 r. Nr 83, poz. 420 ze zm., tekst jedn.: Dz.U. z 2001 r. Nr 120, poz. 1300 ze zm.), wzorowane na amerykańskich obligacjach gwarantowanych dochodami (*revenue bonds*).

⁸⁴ Porównaj *M.A. Olszak*, Międzynarodowy rynek instrumentów transferu ryzyka kredytowego, *Bank i Kredyt* 2006, Nr 3, s. 30–52, *M. Pawliszyn*, Rozwój rynku pochodnych instrumentów kredytowych, *Bank i Kredyt* 2004, Nr 11–12, s. 4–16, *A. Waszkiewicz*, „Papierowe” bogactwo sekurytyzacji, *Bank i Kredyt* 2004, Nr 4, s. 16–30 czy też *J. Zombirt*, Instrumenty sekurytyzacyjne, *Prawo Bankowe* 2003, Nr 5, s. 52–60. Tam też znaleźć można ich bardziej szczegółowe omówienie.

⁸⁵ Przykładem mogą być instrumenty finansowe typu CDO (*Collateralized Debt Obligation*), które w większości opracowań nie są traktowane jako derywaty kredytowe, gdyż ich zakup wymaga zapłaty sumy bliskiej ich wartości nominalnej (brak efektu wbudowanej dźwigni finansowej, charakterystycznej dla derywatów), lecz można się spotkać w literaturze również ze stanowiskiem odmiennym (m.in. *T.J. Andersen*, *Global Derivatives: A Strategic Risk Management Perspective*, London 2006 czy *J.C. Hull*, *Options, Futures, and Other Derivatives*, New Jersey 2006).

pass-through, oraz wierzyielskie (dłużne)⁸⁶, będące efektem zastosowania struktury *pay-through*. Następne kryterium opiera się na sposobie transferu ryzyka kredytowego, który umożliwi wyróżnienie⁸⁷ derywatów kredytowych⁸⁸ i strukturyzowanych instrumentów finansowych. Fundamentalne znaczenie ma jednak trzeci podział – na podstawie rodzaju aktywów bazowych stanowiących zabezpieczenie emisji, gdyż na nim opiera swój byt zdecydowana większość powstałych w wyniku sekurytyzacji instrumentów finansowych. Klasyfikację zamyka podział bazujący na terminie realizacji (spłat) wyemitowanych instrumentów finansowych, pozwalając wyróżnić instrumenty krótkoterminowe⁸⁹ oraz długoterminowe⁹⁰.

Struktura *pass-through*⁹¹, realizowana w systemie *common law* na podstawie instytucji trustu, uznawana jest za najprostszy sposób przeprowadzenia sekurytyzacji, jednak można ją stosować jedynie do aktywów o regularnych strumieniach płatności, gdyż są od razu przekazywane inwestorom. SPV i *trustee* to w tym modelu jeden podmiot⁹², który emituje instrumenty finansowe, a jednocześnie ma na względzie interes inwestujących⁹³. W ten sposób są najczęściej sekurytyzowane kredyty hipoteczne, przy czym główną niedogodnością struktury może być ryzyko wcześniejszych spłat. Pewne utrudnienia wynikają również ze sposobu spłaty kredytów, także tych o stałym oprocentowaniu⁹⁴, co ma znaczenie dla określenia sposobu płatności z wyemitowanych na podstawie kredytów instrumentów finansowych.

Struktura *pay-through* umożliwia pewne restrukturyzacje strumieni płatności, pozwalając na ich modyfikacje, stosownie do oczekiwań inwestorów. Charakteryzuje ją podział puli na kilka transz, których liczba zależy od wielkości puli oraz rozwarstwienia pod względem ratingu wiarytelności wchodzących w skład transzy⁹⁵. Spłata transz opiera się na konstrukcji podporządkowania wiarytelności odnośnie do spłaty kwot głównych – odsetki płacone są wszystkim uprawnionym na bieżąco, zaś ich wysokość jest różna, zazwyczaj jednak wprost proporcjonalna do poziomu ryzyka transzy. Nadwyżka stanowi kwotę główną, która spłaca transzę senioralną o najwyższym

⁸⁶ Pominięta została podgrupa instrumentów ucieleśniających prawa do rozporządzania rzeczą (np. dowody składowe), ponieważ w przypadku sekurytyzacji ich wyróżnienie jest bezcelowe.

⁸⁷ Wylączone zostały tradycyjne instrumenty transferu ryzyka kredytowego (typu gwarancje spłat, poręczenia) uzupełniające podział. Więcej o sposobach transferu ryzyka kredytowego – *vide M.A. Olszak, op.cit., s. 30–33*.

⁸⁸ Cztery główne grupy derywatów to swapy, opcje oraz transakcje typu *forward* i *futures*. Istnienie derywatów kredytowych jest niezależne od sekurytyzacji – w przypadku sekurytyzacji syntetycznych są one często wykorzystywane – obok strukturyzowanych kredytowych instrumentów finansowych – do transferu ryzyka kredytowego, jednak większość obrotów na tych instrumentach to transakcje nie związane z sekurytyzacją wiarytelności.

⁸⁹ Nazywane instrumentami rynku pieniężnego, jako że termin realizacji nie przekracza roku.

⁹⁰ W literaturze ekonomicznej wyróżnia się instrumenty średnioterminowe, lecz obie kategorie traktowane są przez ustawodawcę jednakowo, stąd instrument średnioterminowy jest traktowany jak instrument długoterminowy (podział dychotomiczny).

⁹¹ Więcej na temat struktury *pass-through* – zob. *A. Waszkiewicz, op.cit., s. 19–20*.

⁹² *S. Nasarre Aznar, Sekurytyzacja wiarytelności hipotecznych w Wielkiej Brytanii i refinansowanie hipoteczne w Hiszpanii, [w:] red. A. DREWICZ-TUŁODZIEKA, op.cit., s. 72, tabela*.

⁹³ W Polsce taką formę sekurytyzacji umożliwia konstrukcja funduszu sekurytyzacyjnego emitującego certyfikaty inwestycyjne.

⁹⁴ Kapitał i odsetki spłacane są równocześnie, opierając się na konstrukcji spłat rat kapitałowych w stałej wysokości (*principal amount*) oraz odsetek, których wysokość jest uzależniona od wysokości kapitału pozostającego do spłaty. W miarę upływu czasu zmniejsza się wysokość wpływów z tytułu odsetek, z uwagi na zmniejszający się niespłacony kapitał. W przypadku zmiennego oprocentowania przepływy są jeszcze trudniej przewidywalne.

⁹⁵ Znaczenie ma wartość wiarytelności o niskim ratingu oraz różnica w jego poziomie w stosunku do wielkości i ratingu puli. Gdy takich wiarytelności jest niewiele, pozostawia się je tylko, gdy nie wpłynię to na obniżenie ratingu.

ratingu. Po niej spłacana jest następna w kolejności transza, a proces trwa do spłacenia ostatniej transzy bądź wyczerpania środków.

Kolejny podział pozwala wyodrębnić derywaty kredytowe⁹⁶, nazywane inaczej kredytowymi instrumentami pochodnymi, będące podtypem kredytowych instrumentów finansowych. Derywaty kredytowe można określić jako prawa majątkowe pozwalające na przeniesienie ryzyka kredytowego bez konieczności pozbywania się aktywów bazowych⁹⁷. Na wartość derywatów ma wpływ poziom ryzyka kredytowego związanego z pulą wiarytelności – wiarytelności generują strumienie pieniężne o przewidywalnej wielkości. Kategoria jest niezwykle zróżnicowana⁹⁸. Typowe grupy instrumentów finansowych wchodzące w jej skład to swap⁹⁹ na zaprzestanie obsługi długu (CDS, *Credit Default Swap*), swap na całkowity zwrot (TRS, *Total Return Swap*)¹⁰⁰, należą tu również swapy marż kredytowych (*credit spread swaps*), opcje na marże kredytowe (*credit spread options*) czy też syntetyczne CDO (*synthetic CDOs, synthetic collateralised debt obligations*). Trudności budzi klasyfikacja różnego rodzaju instrumentów dłużnych opartych na kredytach (CLN, *Credit Linked Note* – hybrydowy instrument finansowy będący w dużym uproszczeniu połączeniem obligacji i derywatu kredytowego) z uwagi na ich mieszany charakter¹⁰¹.

Drugą grupą instrumentów, powstałą w wyniku zastosowania podziału bazującego na sposobie transferu ryzyka kredytowego, są strukturyzowane kredytowe instrumenty finansowe. Jest to najliczniejsza i zarazem najbardziej wewnętrznie zróżnicowana grupa. Konstrukcja opiera się na łączeniu kilku klasycznych instrumentów finansowych, tworząc nowy instrument o pewnych określonych właściwościach, który dzięki nim powinien bardziej odpowiadać potrzebom inwestorów¹⁰², stąd bywają nazywane instrumentami finansowymi drugiego i wyższych¹⁰³ stopni.

Powiązany z poprzednim podziałem jest najważniejszy dla sekurytyzacji podział – na podstawie rodzaju aktywów bazowych stanowiących zabezpieczenie, gdyż pozostałe podziały kredytowych instrumentów finansowych jedynie go doprecyzowują. Dwa poprzednie podziały pozwalają na precyzyjne jego przeprowadzenie, gdyż większość¹⁰⁴

⁹⁶ Pełniejsze omówienie zagadnienia – por. M. Pawliszyn, *op.cit.*, *passim*, J. Zombirt, *Sekurytyzacja, op.cit.*, s. 149–186 oraz szczególnie P. Sobolewski, *Instrumenty pochodne na współczesnych rynkach finansowych*, Bank i Kredyt 2009, dodatek Instrumenty finansowe w globalnej gospodarce, s. 1–24.

⁹⁷ Główne cechy derywatu kredytowego dotyczą instrumentu bazowego (jest nim pożyczka, kredyt bądź niektóre parametry tychże), wartości rynkowej zależnej od zmian instrumentu bazowego, brak konieczności inwestowania kwot nominalnych oraz rozliczenie w ustalonym czasie w przyszłości.

⁹⁸ Już pod koniec lat 90. XX wieku wykorzystywanych było około 1200 rodzajów pochodnych instrumentów finansowych (źródło: W. Malecki, *Pochodne instrumenty finansowe*, *Nowe Życie Gospodarcze* 1998, Nr 2, s. 41, cyt. za: T. Nieborak, *Pochodne instrumenty finansowe – aspekty prawno podatkowe*, Warszawa 2004, s. 65), a znaczną część stanowią właśnie derywaty kredytowe.

⁹⁹ Termin oznaczający zamianę, wymianę czegoś. Używanie polskiego określenia wydaje się niecelowe, jako że termin ten znajduje się w Polsce w powszechnym użyciu pod angielską nazwą.

¹⁰⁰ Wskazane dwa pierwsze derywaty uznawane są za podstawowe (derywaty pierwszej generacji) typy derywatów kredytowych i stanowią punkt wyjścia do dalszych modyfikacji.

¹⁰¹ Zdają się jednak przeważać cechy charakterystyczne dla derywatów, stąd ich omówienie w tej grupie.

¹⁰² Mechanizm tworzenia takich instrumentów jest dobrze widoczny przy najprostszymi bankowych produktach strukturyzowanych typu „lokata plus fundusze”, gdzie klientom detalicznym oferuje się produkt łączący cechy lokaty (gwarantowany zysk) oraz funduszu inwestycyjnego (możliwość zwiększenia zysków z zainwestowanego kapitału przy korzystnej sytuacji na rynkach finansowych).

¹⁰³ W przypadku derywatów opartych na innych derywatach czy też tzw. produktach strukturyzowanych, lecz nie na instrumentach klasycznych (typu poziom indeksu, kurs giełdowy instrumentu lub cena towaru).

¹⁰⁴ Jednym z wyjątków będą certyfikaty inwestycyjne funduszu sekurytyzacyjnego.

emitowanych w procesie sekurytyzacji instrumentów finansowych będzie strukturyzowanymi instrumentami finansowymi. Opierając się na rodzaju aktywów stanowiących zabezpieczenie emisji, wyróżnić można następujące grupy instrumentów finansowych: instrumenty finansowe zabezpieczone kredytami hipotecznymi (MBS, *Mortgage Backed Securities*), instrumenty finansowe oparte na aktywach innych niż hipoteka (ABS, *Asset Backed Securities*)¹⁰⁵, instrumenty finansowe, których zabezpieczeniem są wierzytelności (CDO, *Collateralised Debt Obligations*) oraz instrumenty finansowe zabezpieczone pulą jednostek uczestnictwa na podstawie hipotek (CMO, *Collateralised Mortgage Obligations*). Poniżej wskazane zostaną, z uwagi na charakter niniejszego artykułu, jedynie najważniejsze instrumenty należące do każdej z grup, jednak bez szerszego opisywania poszczególnych kategorii.

W ramach MBS-ów wyróżnić można RMBS (*Residential Mortgage Backed Securities*), których zabezpieczenie stanowią kredyty na nieruchomości mieszkalne, nie będące źródłem dochodu dla ich właścicieli oraz CMBS (*Commercial Mortgage Backed Securities*) w przypadku nieruchomości przynoszących właścicielom stały dochód.

W drugiej grupie instrumentów, czyli ABS¹⁰⁶, występują instrumenty finansowe oparte na konstrukcji pożyczek pod zastaw bazujących na wartości nieruchomości (HEL, *Home Equity Loan*), linie kredytowe na poprzedniej strukturze się opierające (HELOC, *Home Equity Lines of Credit*), instrumenty finansowe, których zabezpieczenie stanowią kredyty studenckie (SL, *Student Loans*), należności z kart kredytowych (CC, *Credit Cards*), należności leasingowe (najbardziej popularne z tytułu leasingu samochodów, czyli ALS, *Auto Lease Securities*), pożyczki na zakup samochodów (AL, *Automobile Loans*) oraz instrumenty finansowe oparte na pożyczkach na budownictwo mieszkaniowe (*Manufactured Housing*). Jeśli termin realizacji praw z któregoś z wyżej wymienionych instrumentów jest nie dłuższy niż rok, będzie on instrumentem rynku pieniężnego typu ABCP (*Asset Backed Commercial Paper*).

Wśród instrumentów opartych na długu (CDOs) wskazać należy na zabezpieczone kredytami udzielanymi przez instytucje kredytowe bądź pożyczkowe (CLO, *Collateralised Loan Obligation*) oraz instrumenty zabezpieczone obligacjami (CBO, *Collateralised Bond Obligation*).

Ostatnia grupa (CMO) dzieli się na kilka¹⁰⁷ głównych klas powstałych w strukturze *pass-through*, a mianowicie na spłacane według terminu zapadalności (*sequential pay, plain vanilla*), klasy o planowanej amortyzacji (PAC, *Planned Amortisation Class*), o zakładanym okresie amortyzacji (TAC, *Target Amortisation Class*), towarzyszące (*companion, support*), kapitalizowane (*Accrual Bonds, Z-tranches*) oraz klasy o zmiennej stopie indeksowej (*Floating Rate Notes*, nazywane też skrótowo *Floaters*).

¹⁰⁵ Kategoria użyta w wąskim znaczeniu, o czym szerzej *infra*.

¹⁰⁶ Etymologicznie ABS byłoby najszerszą możliwą grupą, obejmującą całość sekurytyzowanych aktywów, jednak początkowo sekurytyzowane były wyłącznie kredyty hipoteczne, dlatego kategoria ta, nie do końca semantycznie poprawna, pojawiła się, by pozwolić na wyróżnienie aktywów innych niż kredyty hipoteczne. Obecnie używana jest w dwóch znaczeniach, gdzie pierwsze odnosi się do wszystkich aktywów mogących podlegać sekurytyzacji (znaczenie *sensu largo*), zaś drugiego używa się do sekurytyzowanych aktywów w strukturze *pay-through* innych niż kredyty hipoteczne (znaczenie *sensu stricto*).

¹⁰⁷ Klas może być wiele więcej. Przykładowo Ch.A. Stone, A. Zissu, *op.cit.*, s. xxvi, wskazują na 25 klas o różnym poziomie ryzyka.

Największy „wkład” w obecny kryzys finansowy mają trzy spośród uprzednio wskazanych instrumentów finansowych, czyli instrumenty finansowe zabezpieczone kredytami hipotecznymi – MBS (podstawowe dłużne instrumenty finansowe służące przenoszeniu ryzyka kredytowego, co przełożyło się na ilość emisji), produkty strukturyzowane typu CDO (często nazywane „przepakowanymi MBS-ami” („*re-packed MBS*”), gdyż te instrumenty stanowiły ich zabezpieczenie) oraz swapy na zaprzestanie obsługi długu (CDS) jako najbardziej rozpowszechniony kredytowy instrument pochodny. Ich znaczenie nie wynika ze szczególnych właściwości, lecz jest pochodną liczby transakcji zawieranych na rynkach instrumentów finansowych, stąd taka stygmatyzacja jest niezasłużona.

3. Problemy z kwantyfikacją ryzyk¹⁰⁸ instrumentów strukturyzowanych

Upływ czasu, sytuacja gospodarcza oraz zmiany przepisów (szczególnie podatkowych) mają wpływ na zdolność kredytową dłużników, która może ulegać dużym zmianom (*change in rating*, *rating migration*), skutkując jej poprawieniem (*upgrade*), lecz dużo częściej – pogorszeniem (*downgrade*). Wpływa to na rating¹⁰⁹ transz albo klas tworzących sekurytyzowaną pulę wierzytelności, będący pochodną zdolności podmiotu do terminowego regulowania zobowiązań. Kwestie te należy brać pod uwagę już na etapie oceny przez agencje ratingowe, stąd fluktuacje nie powinny być znaczne, a co więcej winny mieścić się w ustalonym wcześniej przedziale¹¹⁰. Ocena ze strony agencji ratingowej jest miarodajna jedynie na moment jej wystawienia, stąd w przypadku obniżenia zdolności spłaty instrumentów kredytowych spadki ratingów instrumentów finansowych mogą być tak znaczne, iż instrumenty zaczęto określać slangowo w amerykańskiej literaturze giełdowej mianem „upadłych aniołów” (*fallen angels*)¹¹¹, który doskonale oddaje możliwą wielkość spadków. Wspomniane zmiany ratingów mają

¹⁰⁸ Kwantyfikacja ryzyka to ilościowe określenie prawdopodobieństwa wystąpienia zdarzenia objętego ryzykiem oraz konsekwencji finansowych (wartość ewentualnych strat) jego wystąpienia (określenie parametrów ryzyka).

¹⁰⁹ Rating pozwala inwestorom indywidualnym szybko ocenić jakość wierzytelności w transzy, a tym samym zorientować się co do pewności i terminowości ich spłat, zaś inwestorom instytucjonalnym (głównie chodzi tu o instytucje finansowe) – przypisanie im adekwatnej wagi ryzyka koniecznej do określenia wskaźnika kapitału, wyznaczającego poziom zabezpieczenia danej pozycji w bilansie (wskaźnik kapitału odpowiada iloczynowi kapitału regulacyjnego [8% w przypadku Polski] oraz wagi ryzyka [maks. 1250%] i przy najwyższej wadze ryzyka nakazuje rezerwować pełną kwotę). Dla sekurytyzacji Dyrektywa 2006/48/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 14.6.2006 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe (wersja preredagowana) (CRD, Capital Requirements Directive, O.J. 2006, L 177/1) przewiduje pięć wag ryzyka (20, 50, 100, 350 oraz 1250%) w zależności od uzyskanego ratingu. Obecnie dwie najbardziej znane w skali globalnej agencje ratingowe to *Moody's Investors Service, Inc.* („*Moody's*”) oraz *Standard & Poor's Rating Group* („*S&P*”), ale można zauważyć szybki wzrost znaczenia *Fitch Ratings* („*Fitch*”) powstałego w 1997 r. z połączenia *Fitch US* z *IBCA Europe*, która wchłonęła w marcu 2000 r. *Duff & Phelps Credit Rating Co.*, zajmującą do tego momentu 4. pozycję wśród agencji ratingowych. Na rynku ubezpieczeniowym najważniejszą rolę związaną z szacowaniem ryzyka odgrywa inny podmiot – *A. M. Best Company*.

¹¹⁰ Jest on ustalany najczęściej na podstawie danych historycznych, z uwzględnieniem miejsca zamieszkania dłużników (region kraju), ich wieku, poziomu dochodów, terminowości w regulowaniu innych zobowiązań oraz wielu innych kryteriów. Najczęściej tworzony jest w formie tabeli (*rating transition matrix*).

¹¹¹ Sam zwrot nie jest efektem obecnych zawirowań. Autorem tego określenia jest Warren Buffett (*R.G. Hagstrom*, *The Warren Buffett Way*, Hoboken, New Jersey 2005, s. 145), używając go do określenia długoterminowych obligacji korporacyjnych o poziomie inwestycyjnym, które w latach 70. XX wieku spadały do poziomu spekulacyjnego (poniżej ratingu Baa) czy też nawet do poziomu, gdy ich emitent nie był w stanie ich wykupić (D, *default*), na skutek stopniowego obniżenia się jego zdolności kredytowej jako efektu niekorzystnej sytuacji na rynku finansowym. Zwrotu używają również m.in. *J. Dornhofer*, *E. Rutan*, *Rating Trade Receivables Transactions*, [w:] red. *F.J. Fabozzi*, *M. Choudhry*, *op.cit.*, s. 273; *F.J. Fabozzi*, *Corporate Bonds*, [w:] red. *F.J. Fabozzi*, *The Handbook of Financial Instruments*, Hoboken, New Jersey 2002, s. 266–267 oraz *F.S. Mishkin*, *Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Seventh Edition, Boston 2004, s. 235–236.

doniosłe znaczenie w przypadku instrumentów finansowych o stałym oprocentowaniu – oprocentowanie jest ustalane *ex ante*, a ewentualny późniejszy wzrost ryzyka nie jest rekompensowany. Zauważyć można ciekawą prawidłowość występującą w procesie nadawania ratingu – ta sama pula wierzycieli była wyżej oceniana przez uznaną agencję (S&P, Moody's), niżej przez Fitch'a, a jeszcze niżej przez inną agencję ratingową, przy czym różnice te były minimalne¹¹².

Zmiany w ratingach wraz z upływem czasu są zjawiskiem naturalnym, zaś efektywnie przewidywać skalę oraz wielkość zmian prognozować można co najwyżej w perspektywie 2–3 lat. Często w przypadku kredytów typu *subprime*, których kredytobiorcy w pierwszym okresie mają w większości przypadków pewne ułatwienia¹¹³, nie uwzględniano w prognozach długoterminowych (na 5–10 lat) wpływu utraty udogodnień na późniejszą zdolność do terminowego regulowania zobowiązań.

W przypadku produktów strukturyzowanych (przykładem są instrumenty finansowe typu CDO) trudno jest precyzyjnie oszacować poziom ryzyka kredytowego, z jednej bowiem strony rynek produktów hipotecznych jest wysoce nieprzejrzysty¹¹⁴, co w połączeniu z występującą asymetrią informacji i różnicami w ilości danych pozyskiwanych od kredytobiorców¹¹⁵ powoduje, że konieczny nakład pracy oraz związane z nim dodatkowe koszty uczynią takie precyzyjne szacunki ekonomicznie nieuzasadnionymi¹¹⁶.

4. „Pokusa nadużycia” (*moral hazard*) przy sporządzaniu ratingów

Angielskiemu zwrotowi „*moral hazard*” trudno przypisać zwięzłe polskie określenie, lecz zakresowo najbliższa jest „pokusa nadużycia”. W przypadku ocen emitentów instrumentów dłużnych (np. obligacji) lub samych instrumentów, dokonywanych przez

¹¹² Porównaj Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information, Basel Committee on Banking Supervision Working Papers, No. 3 – August 2000, s. 176, tabela 1.

¹¹³ Doskonałym przykładem są kredyty hipoteczne typu 2/28 bądź 3/27 *Adjustable Rate Mortgage (ARM) Loans*, gdzie przez pierwszy okres kredyt jest spłacany według stałego, ustalonego w umowie oprocentowania (poprawa historii kredytowej kredytobiorcy, która wpływa na zdolność kredytową), by później mógł być spłacany wg rynkowych stóp procentowych bądź mógł zostać refinansowany (gdy istnieje możliwość zaciągnięcia kredytu na warunkach bardziej dogodnych dla kredytobiorcy). Stała stopa procentowa jest średnio o 2–3% wyższa (zależnie od sytuacji na rynku finansowym i aktualnej wysokości stóp procentowych) od aktualnych stóp procentowych dla kredytów o zmiennym oprocentowaniu (ryzyko wzrostu stóp procentowych ponosi podmiot udzielający kredytu).

¹¹⁴ W przypadku Stanów Zjednoczonych znaczenie ma nie tylko prawo powszechnie obowiązujące, lecz również regulacje stanowe, co zwiększa ryzyko prawne, gdyż warunki udzielania kredytów będą różne. Inaczej trzeba interpretować dane statystyczne (typu dochody danej osoby, wartość oraz powierzchnia nabywanej nieruchomości), gdyż pomiędzy poszczególnymi stanami widoczne jest rozwarstwienie odnośnie do osiąganych dochodów w połączeniu z cenami żywności, towarów, usług czy powierzchnią i cenami nieruchomości. Dla instrumentów typu MBS ma to mniejsze znaczenie, gdyż pulę tworzą wierzycieli instytucji finansowej z danego stanu czy części stanu, stąd prosto można ocenić zdolność kredytową na podstawie danych liczbowych, lecz po „przepakowaniu” w instrumenty typu CDO takie statystyki będą niewystarczające.

¹¹⁵ Porównaj *B.J. Keys, T. Mukherjee, A. Seru, V. Vig, Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence From Subprime Loans*, December 2008 (wersja z 11.1.2009 r.), s. 7–9. Autorzy wskazują, jak niewiele danych jest wykorzystywanych w procesie tworzenia instrumentów finansowych poprzez sekurytyzację (agencje ratingowe przy ocenie puli również na ogół nie korzystają z takich dodatkowych informacji). Zauważają również, że w przypadku kredytów *a priori* przeznaczonych do sekurytyzacji zmniejsza się poziom staranności odnośnie do weryfikacji uzyskanych informacji, gdyż to nie podmiot udzielający kredytu będzie ponosił ryzyko z nim związane.

¹¹⁶ Koszty sporządzania ratingów ponosi emitent instrumentów finansowych, zaś wzrost szczegółowości analiz implikuje wzrost kosztów i często spadek ratingu dla puli wierzycieli – podmiot zamawiający rating nie będzie skłonny do ponoszenia dodatkowych kosztów.

agencje ratingowe, określanych po prostu jako ratingi, kumulują się dwie istotne dla inwestorów kwestie¹¹⁷ – dokładność ratingów oraz ograniczona odpowiedzialność agencji ratingowych w Stanach Zjednoczonych za sporządzane opinie¹¹⁸.

Agencje ratingowe twierdzą, iż działają w interesie inwestorów, pomagając im analizować ryzyko kredytowe związane z instrumentami finansowymi poprzez niezależne opinie. Historycznie twierdzenie to było uzasadnione, lecz obecnie za oceny płać podmioty emitujące instrumenty finansowe, co powoduje dysonans – działać na rzecz inwestorów, lecz nie szkodzić zleceniodawcom, skoro opłacają ratingi, a żądane kwoty do niskich nie należą. Agencje odpierają zarzuty stwierdzeniami, iż wysokość opłat nie zależy od wyników ratingów, a udział opłat emitenta w przychodach nie przekracza 2%¹¹⁹. Kolejnym źródłem konfliktu interesów jest opóźnione obniżanie ocen w przypadku instrumentów finansowych lub emitentów, którzy korzystają z usług danej agencji ratingowej i przewidziano dla nich stały monitoring. Zmiana ma miejsce albo *post factum*, albo krótko przed ogłoszeniem negatywnej informacji, gdy rynek się jej spodziewał¹²⁰. Wiele wątpliwości budzi sprawa niezamawianych ratingów „*pro bono*”, które w większości nie są korzystne dla analizowanych instrumentów lub ich emitentów i obniżają wiarygodność na rynku finansowym, *de facto* zmuszając do zlecenia dokonania ratingu przez jedną z uznanych agencji ratingowych.

Pojawia się problem odpowiedzialności za ogłaszane oceny zdolności kredytowej czy też zdolności do spłaty zaciągniętych zobowiązań, gdyż ratingi mają ogromne znaczenie dla przeciętnych inwestorów, a co więcej odwołują się do nich przepisy prawa (m.in. dyrektywy Unii Europejskiej, które opierają się na postanowieniach *Basel II*, gdzie od ratingów zależą tzw. wagi ryzyka dla wiarygodności w bilansach instytucji finansowych¹²¹). Agencje ratingowe domagają się, by ich oceny traktować jak opinie dziennikarzy piszących o rynku finansowym, twierdząc, iż nie są to ani oświadczenia wiedzy, ani tym bardziej rekomendacje. Początkowo w Stanach Zjednoczonych, dzięki wydawaniu „opinii niezamówionych”, agencje ratingowe skutecznie powoływały się na tzw. pierwszą poprawkę do amerykańskiej konstytucji, gwarantującą wolność wypowiedzi, co pozwalało na unikanie odpowiedzialności, zarówno cywilnej, jak i karnej. W Europie szybko zauważono, iż działalność agencji ratingowych niezbyt przypomina pracę dziennikarzy,

¹¹⁷ Wskazane zagadnienia wydają się najbardziej istotne dla analizowanego problemu, lecz nie jedyne. Na temat agencji ratingowych, ich historii, celów, funkcjonowania czy statusu prawnego w Stanach Zjednoczonych oraz propozycji zmian w regulacjach znaleźć można wiele publikacji. Ze względu na wartość merytoryczną godne uwagi są co najmniej dwa wyczerpujące artykuły – *F. Partnoy*, How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers, San Diego Legal Studies Paper No. 07–46, 2006 (wersja z 24.5.2006 r.) oraz *D.J. Reiss*, Subprime Standardization: How Rating Agencies Allow Predatory Lending to Flourish in the Secondary Mortgage Market, Florida State University Law Review, Vol. 33, 2006 (wersja z 1.12.2006 r.), gdzie wspomniane kwestie są wyczerpująco analizowane, ze wskazaniem dalszej bibliografii.

¹¹⁸ Dopiero stosunkowo niedawno stan uległ zmianie, gdyż wcześniej odpowiedzialność była iluzoryczna.

¹¹⁹ Cena zależy od wartości emisji oraz natury instrumentu finansowego – 3–4 punkty bazowe (1 punkt bazowy to 0,01%) wartości emisji dla instrumentów dłużnych przedsiębiorstw, jednak nie mniej niż 30 000–50 000 USD, po nawet 10 punktów bazowych w przypadku oceny produktów strukturyzowanych, przekładając się nawet na kwotę 2,4 mln USD – *F. Partnoy*, How and Why, *op.cit.*, s. 69.

¹²⁰ Przykładem jest Enron, gdzie na cztery dni przed ogłoszeniem upadłości spółka ciągle miała stosunkowo wysoki rating, chociaż jej rzeczywista kondycja finansowa była znana podmiotom funkcjonującym na rynku finansowym – *vide D.J. Reiss*, *op.cit.*, s. 1018 *in fine*.

¹²¹ Jeżeli bank nie wyznacza wymogów kapitałowych na ryzyko kredytowe metodą ratingów wewnętrznych (*Internal Ratings-Based [IRB] approach*).

ratingi – artykuły prasowe, system wynagradzania odbiega od europejskich modeli dziennikarstwa, a standardy dziennikarskie kładą nacisk na rzetelność oraz obiektywizm, co spowodowało, iż europejskie sądy nie traktowały agencji ratingowych jak wydawców tytułów prasowych¹²². Nawet w Stanach Zjednoczonych zaczęto dostrzegać te różnice, lecz próby uregulowania statusu prawnego i określenia, chociażby w sposób ogólny, zakresu odpowiedzialności oraz obowiązków napotykały od kilku lat na opór ze strony zainteresowanych, którym niejasny stan prawny¹²³ (podmiot przypominający wydawnictwo, lecz mający inny profil działalności) zdaje się wyjątkowo odpowiadać.

5. Zabezpieczenie spłat instrumentów kredytowych – przecenianie roli *monoline insurers*

Kwestia zabezpieczeń spłaty wyemitowanych na bazie pożyczek i kredytów instrumentów finansowych, rodzajów zabezpieczeń, warunków czy celu ich ustanawiania, stanowi tak rozległy zakres tematyczny, iż w tym artykule możliwe jest jedynie wybitnie skrócone omówienie. Sposób zabezpieczenia wierzycelności wpływa na zainteresowanie inwestorów instrumentami finansowymi wyemitowanymi na podstawie sekurytyzowanych wierzycelności, pośrednio więc decyduje o opłacalności procesu emisji. Znaczenie ma również aspekt psychologiczny, gdyż trudno oczekiwać dużego zainteresowania inwestycją, która może oferować potencjalnie bardzo wysoki zysk ewentualnemu inwestorowi, lecz prawdopodobieństwo jego wystąpienia jest znikome, ryzyko braku spłat graniczy z pewnością, a dla inicjatora całkowity koszt przeprowadzenia procesu emisji może być niewiele niższy od kosztów emisji odpowiednio zabezpieczonej.

Zabezpieczenia wykorzystywane w procesie emisji można podzielić na zabezpieczenia wewnętrzne, które powinna zapewniać sama struktura sekurytyzacji, oraz na dodatkowe zabezpieczenia zewnętrzne, gwarantowane przez podmioty niezaangażowane w sposób bezpośredni w proces kreowania kredytowych instrumentów finansowych (podmioty dodatkowe), które poprawiają płynność aktywów. Wśród tych ostatnich wyróżnić należy osobowe oraz rzeczowe zabezpieczenia wierzycelności.

¹²² W państwach Unii Europejskiej status prawny agencji ratingowych co do ich obowiązków jest jasny – *vide* Komunikat Komisji w sprawie agencji ratingowych (O.J. 2006, C 59/02), z którego wynika, iż na obszarze Wspólnoty agencje są zobowiązane do przestrzegania przepisów trzech dyrektyw składających się na FSAP (*Financial Services Action Plan*), czyli dyrektywy 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 28.1.2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji (nadużyć) na rynku (MAD, *Market Abuse Directive*, O.J. 2003, L 96/16), dyrektywy 2006/48/WE oraz pakietu MiFID, czyli dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21.4.2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (...) (*Markets in Financial Instruments Directive*, O.J. 2004, L 145/1) wraz z aktami ją uzupełniającymi bądź zmieniającymi (dyrektywę, rozporządzenia).

¹²³ W Stanach Zjednoczonych najważniejsze agencje ratingowe są traktowane jako *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSROs), stąd wiele amerykańskich regulacji wymaga ratingów ze strony podmiotów należących do tej kategorii (wymienić można m.in. procedurę dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu przez SEC, czyli *U.S. Securities and Exchange Commission*). Odpowiedzialność jest jednak niemal całkowicie wyłączona (agencje ratingowe odpowiadały wyłącznie za oszustwo, wyłudzenie [*fraud*] – *vide the Securities Act of 1933*, 17 C.F.R. § 230.436(g)(1)), choć ich nietrafne opinie kosztowały amerykańskich inwestorów miliardy, jeśli nie biliony dolarów. W przypadku umów o derywaty kredytowe często spadek ratingu już o jeden poziom (przykładowo z AAA na AA, możliwe jest jednak nawet uwzględnianie w umowie zmian o znak pomocniczy – przykładowo z AA na AA-), jest traktowany jako tzw. zdarzenie kredytowe (*credit event*). Efektem może być wcześniejsze rozwiązanie umowy (por. punkt 5(b)(v) „*Credit Event Upon Merger*” 2002 ISDA Master Agreement, gdyż występujący zwrot „*materially weaker*” obejmuje również taki spadek ratingu, jak w przedmiotowej sytuacji), częściej jednak zdarzenie naruszające warunki umowy (por. treść punktu 5(a)(vi) „*Cross-Default*” 2002 ISDA Master Agreement), co nie poprawia diametralnie sytuacji strony nim obciążonej („*Burdened Party*”).

Do zabezpieczeń wewnętrznych należy nadzabezpieczenie (*overcollateralization*), które ma miejsce wówczas, gdy inicjator przekazuje SPV więcej aktywów, niż potrzeba na obsługę ABS bądź CLO. Nadwyżka może być wykorzystana na pokrycie ewentualnych niepełnych płatności z wierzytelności bazowych. Wysokość nadzabezpieczenia wpływa na rating wyemitowanych papierów wartościowych, a wyraża ją iloczyn prawdopodobieństwa niespłacenia kredytu oraz szacowanej szkody spowodowanej brakiem spłaty. Wyliczenia opierają się na danych empirycznych – znaczenie ma m.in. wartość i liczba kredytów, poziom spłacalności, ocena wiarygodności kredytobiorców, a także ogólny stan gospodarki państwa. Wysokość nadzabezpieczenia zależy od rodzaju wierzytelności zabezpieczających emisję papierów wartościowych i kształtuje się na poziomie 3–10%¹²⁴. Prostota tego zabezpieczenia ma jednak swoją cenę – trudności rodzi bowiem powtórne przeniesienie na inicjatora niewykorzystanych środków, które nie mogą być w tym czasie efektywnie zainwestowane w inne przedsięwzięcia¹²⁵.

Innym sposobem zabezpieczenia jest umowa o podporządkowanie (*subordination agreement*)¹²⁶. Istota podporządkowania to emisja instrumentów finansowych zabezpieczonych aktywami (ABS) podzielonych na transze, z których jedne (transze podporządkowane) zostaną spłacone po zaspokojeniu nabywców transz nadrzędnych (*senior*), zaś przypadki zaprzestania obsługi zadłużenia uderzą najpierw w niższe transze – całość ryzyka przejmują na siebie nabywcy serii podporządkowanych. Pula wierzytelności budowana jest w taki sposób, by ok. 90% sekurytyzowanych wierzytelności wchodzących w jej skład uzyskało maksymalny rating, co pozwala na obniżenie oprocentowania wyemitowanych instrumentów finansowych. Pozostała część puli często nie ma ratingu¹²⁷ i jest transzą „pierwszej straty”, względnie wyodrębnia się jeszcze pewną pulę spekulacyjną. Pozwala to obniżyć koszty, a niemałe znaczenie ma aspekt psychologiczny, gdyż niski rating trudno uznać za zachętę dla potencjalnych inwestorów. Ceną za ryzyko jest wyższa rentowność, dłuższy termin zapadalności (nawet do kilkunastu lat) oraz spowolniony harmonogram spłat. Dywersyfikacja pozwala wyjść naprzeciw wymaganiom inwestorów, którzy preferują instrumenty finansowe wysokiego ryzyka.

Kolejnym zabezpieczeniem wewnętrznym jest rachunek nadwyżki, nazywany rachunkiem zabezpieczającym (*spread account, excess spread*). Definiowany¹²⁸ jest jako różnica

¹²⁴ Emitenci w Polsce decydowali się na wyższe nadzabezpieczenie. Jako empiryczny przykład można podać emisję papierów wartościowych przez URTICA FINANSE S.A. (SPV dla URTICA Zaopatrzenie Farmaceutyczne Szpitali sp. z o.o.) mającą nadzabezpieczenie na poziomie ok. 16,67%. Proces zakończył się w styczniu 2004 r., a wszystkie wyemitowane obligacje kuponowe zostały wykupione. W przypadku Pharmag S.A. nadzabezpieczenie wynosiło 20%. Źródła: dane ze strony internetowej Urtica PGF, R. Czyżewski, A. Mazurkiewicz, Program Sekurytyzacji – przypadek Pharmag S.A. w Gdańsku, prezentacja oraz dane uzupełniające, s. 8 *in principio*, J. Chłód, Ogólne oraz deregulacyjne funkcje sekurytyzacji, Prawo Bankowe 2006, Nr 11, s. 79, przyp. 6 oraz J. Zombirt, I. Styn, Transakcje sekurytyzacyjne na świecie i w Polsce, Rynek Terminowy 2001, Nr 1, s. 19.

¹²⁵ Mogą znajdować się na lokacie bankowej, jeżeli istnieje możliwość ich wypłaty w razie konieczności.

¹²⁶ Szerzej na temat umowy podporządkowania wierzytelności por. R.R. Zdzieborski, Umowa o podporządkowaniu wierzytelności w polskiej praktyce kontraktowej. Zagadnienia wybrane. Cz. I, Monitor Prawniczy 2003, Nr 12, s. 552–556, *tenże*, Umowa o podporządkowaniu wierzytelności w polskiej praktyce kontraktowej. Zagadnienia wybrane. Cz. II, Monitor Prawniczy 2003, Nr 13, s. 601–606 oraz *tenże*, Umowa o podporządkowaniu wierzytelności (*subordination agreement*) w praktyce anglosaskiej, Prawo Spółek 2004, Nr 7–8, s. 82–90.

¹²⁷ Transze z ratingiem BB+ do BB– mają wagę ryzyka na poziomie 350%. Porównaj International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, Basel Committee on Banking Supervision, June 2006, s. 127 *in principio*, pierwsza tabela. Zastrzeżenie tam wskazane poczynione zostało *pro forma*, gdyż oceny dokonywane przez agencje ratingowe nie odbiegają od tej propozycji.

¹²⁸ Na podstawie Asset Transfers and Securitisation, Basel Committee on Banking Supervision, September 1992, s. 4 – raport grupy Komitetu Bazylejskiego, formalnie nie zatwierdzony, ale uczyniony dostępnym (*made available*) w celach informacyjnych.

pomiędzy wpływami z sekurytyzowanych wierzytelności a wydatkami związanymi z emisją papierów wartościowych. Administrator sekurytyzacji (*servicer*) przekazuje całość zgromadzonych funduszy do *trustee*, który gromadzi nadwyżkę do poziomu określonego w umowie regulującej zabezpieczenie. Przyszłe wpływy przekraczające ustalony poziom mogą być zwrócone inicjatorowi sekurytyzacji, ale mogą również powiększyć fundusz rezerwowy. By zabezpieczyć braki przepływów pieniężnych w początkowym etapie procesu sekurytyzacji, inicjator deponuje środki na rachunku nadwyżki z góry, gdyż rachunek ma służyć pokryciu strat wynikłych z braków lub opóźnień płatności. Po zakończeniu sekurytyzacji pozostałe na rachunku środki oraz środki przekraczające ustalony w umowie limit, jeśli nie zostały wcześniej zwrócone, wracają do inicjatora.

Ostatnim analizowanym zabezpieczeniem wewnętrznym jest fundusz rezerwowy (*reserve fund*), który tworzy emitent ABS¹²⁹ w celu pokrycia ewentualnych strat (aż do jego wyczerpania). Raczej nie występuje on jako jedyne zabezpieczenie, gdyż nie gwarantuje zadowolającego inwestorów poziomu zabezpieczenia i nie będzie w stanie pokryć ewentualnych strat samodzielnie, ponieważ koszt jego utworzenia na poziomie adekwatnym do wysokości przewidywanych strat i opóźnień płatności uczyniłby jego ustanowienie, jako jedyne zabezpieczenia wykorzystywanego w procesie sekurytyzacji, ekonomicznie nieopłacalnym.

Przy emisji papierów wartościowych i towarzyszących im kredytowych transakcji terminowych (pochodnych)¹³⁰ wykorzystywanych jest wiele zabezpieczeń zewnętrznych. Ich dobór zależy od rodzaju sekurytyzacji, gdyż o ile w przypadku odmian syntetycznych możliwość przenoszenia zabezpieczeń rzeczowych na inne podmioty nie odgrywa żadnej roli, (inwestorzy nabywają jedynie ryzyka kredytowe związane z wierzytelnościami), o tyle w przypadku sekurytyzacji tradycyjnej możliwość przenoszenia zabezpieczeń na nabywcę puli wierzytelności może być istotnym problemem, często z uwagi na ograniczenia podmiotowe. Kwestia możliwości przenoszenia zabezpieczeń nie może być pomijana w rozważaniach nad wyborem struktury procesu sekurytyzacji. Gwarantami zabezpieczeń osobowych najczęściej są podmioty zaliczane do kategorii *monoline insurers*¹³¹, czyli kwalifikowane przedmiotowo instytucje ubezpieczeniowe, koncentrują się bowiem wyłącznie na zapewnieniu terminowych płatności z instrumentów finansowych objętych takimi gwarancjami i jest to jedyny przedmiot ich działalności. Gwarantem płatności może być każda instytucja finansowa, o ile posiada odpowiednio wysoki rating i poziom kapitalizacji adekwatny do wysokości gwarantowanych zobowiązań.

Spośród wielu możliwych zabezpieczeń zewnętrznych, w pierwszej kolejności wspomnieć należy o gwarancji wypłat. Wyróżnić można gwarancję inicjatora, który zobowiązuje się do uzupełnienia strumienia płatności ABS *sensu largo*, jeżeli przepływy

¹²⁹ Rozumienie *sensu largo*.

¹³⁰ Derywat kredytowy może być również traktowany jako *sui generis* zabezpieczenie. Przykładowo *Credit Default Swap* (CDS) zabezpiecza pulę wierzytelności na wypadek zaprzestania obsługi długu (przekroczenie ustalonego kwotowo w umowie poziomu braku płatności).

¹³¹ Stosowały gigantyczną dźwignię finansową, zbliżając się do poziomu 150:1 (gwarantowane zobowiązania do kapitałów własnych) – M.G. Crouhy, R.A. Jarrow, S.M. Turnbull, *The Subprime Credit Crisis of 07*, March 25, 2008 (wersja z 9.7.2008 r.), s. 14 *in fine*.

pieniężne z wiarytelności bazowych okazały się niewystarczające. W praktyce rozwiązanie to jest rzadko stosowane, gdyż uniemożliwia zakwalifikowanie transferu aktywów jako sprzedaży rzeczywistej (*true sale*) i tym samym usunięcia aktywów z bilansu inicjatora sekurytyzacji. Częściej stosowanym rozwiązaniem jest gwarancja podmiotu trzeciego, którym zazwyczaj jest bank, uznana instytucja finansowa lub ubezpieczeniowa. Dodatkową korzyścią w przypadku wysokiego ratingu gwaranta jest uzyskanie ratingu dla gwarantowanych wiarytelności na takim samym poziomie. Rozważyć należy, czy spadek oczekiwanej przez inwestorów marży jest wyższy niż cena gwarancji, a różnice w poziomach ratingów nie mogą być znaczne (obawa gwaranta przed spadkiem ratingu własnego).

Wykorzystuje się również akredytywę (*letter of credit*), którą otwiera dla SPV bank. Akredytywa „jest umową, na mocy której bank (bank otwierający), na zlecenie podmiotu posiadającego w nim rachunek (zleceniodawcy) lub w swoim własnym imieniu, zobowiązuje się do zapłaty na rzecz beneficjenta akredytywy określonej sumy pieniężnej, pod warunkiem przedłożenia przez niego stosownych dokumentów lub spełnienia innych przesłanek, określonych umową pomiędzy zleceniodawcą a bankiem otwierającym”¹³². Pozwala to w przypadku wystąpienia trudności (wymienionych w treści akredytywy) na uzyskanie przez SPV, która jest beneficjentem akredytywy, dostępu do pieniędzy pozostawionych jej do dyspozycji przez bank na pokrycie powstałych niedoborów. Znaczenie ma możliwość precyzyjnego i szczegółowego ustalenia przesłanek, których zaistnienie stanowi podstawę wypłaty środków przez bank oraz możliwość wyboru spośród wielu rodzajów akredytywy.

Kolejne rozwiązanie to gwarantowany kontrakt inwestycyjny (*guaranteed investment contract*, GIC), polegający na tym, iż strona trzecia transakcji zapewnia, że spłata ABS nastąpi we wcześniej ustalonych terminach i kwotach. Rozwiązanie to jest szczególnie przydatne w przypadkach, gdy przepływy pieniężne (*cash flow*) z wiarytelności bazowych podlegają znacznym wahaniom, a przede wszystkim są w niskim stopniu przewidywalne¹³³, zaś gwarantowany kontrakt inwestycyjny pozwala to ryzyko znacznie ograniczyć, zapewniając terminowość przepływów strumieni pieniężnych.

Należy również wspomnieć o instytucji płynnego zastawu (*cash collateral account*, CCA) ustanawianego przez emitenta na środkach pożyczonych od banków, inwestowanych w krótkoterminowe papiery dłużne (*commercial papers*), najczęściej o miesięcznym terminie wykupu (z uwagi na wymóg wysokiej płynności, termin ten powinien być możliwie jak najkrótszy, a zarazem generować pewne zyski, które mają za zadanie obniżyć koszt zabezpieczenia, gdyż pożyczki bankowe są *ipso facto* oprocentowane¹³⁴), maksymalnie zaś trzymiesięcznym (jednakże pod warunkiem, że terminy wykupu są rozłożone w czasie w sposób proporcjonalny i nie zagraża to płynności tego zabezpieczenia). Decydujące znaczenie ma możliwość skorzystania ze środków praktycznie w każdej chwili, gdy stanie się to konieczne.

¹³² Porównaj J. Funk, W. Chwalej, [w:] red. M. Pazdan, Międzynarodowe prawo handlowe, Warszawa 2002, s. 164.

¹³³ Przy długoterminowych kredytach hipotecznych o stałej stopie procentowej, realna jest możliwość wcześniejszych spłat.

¹³⁴ Wysokość bywa znacznie niższa niż wysokość lokat terminowych, szczególnie jeżeli środki znajdują się na rachunku *a vista*, zaś poziom stóp procentowych może utrudniać wykorzystanie takiego zabezpieczenia.

Wykorzystuje się także rzeczowe zabezpieczenia, które obejmują nieruchomości, samochody oraz inne aktywa, na zakup których kredytobiorca uzyskał kredyt bądź pożyczkę, czy papiery wartościowe oraz inne instrumenty finansowe. W przypadku tego rodzaju zabezpieczeń dwie główne niedogodności to ich niska płynność (pomijając dwie ostatnie kategorie) – trudności z szybkim zbyciem bez straty na transakcji, a czasem nawet trudności ze sprzedażą pomimo obniżenia ceny – oraz możliwość utraty wartości przez przedmiot zabezpieczenia (spadek cen, zużycie, przypadkowe uszkodzenia, brak chętnych do nabycia instrumentów finansowych stanowiących zabezpieczenie, trudności w wycenie).

W większości przeprowadzanych sekurytyzacji bazowano na zabezpieczeniach z każdej grupy (typowe to nadzabezpieczenie wraz z podporządkowaniem transz, gwarancje dla transz o najwyższym ratingu oraz zabezpieczenia rzeczowe), jednak naciski na minimalizowanie kosztów emisji instrumentów finansowych powodowały stopniową redukcję zarówno ilości, jak i jakości zabezpieczeń¹³⁵ mających na celu ochronę inwestujących. Nie były na ogół naruszane ani przepisy prawa, ani normy wynikające z podpisanych umów, lecz nie uwzględniano możliwości wystąpienia zewnętrznych zdarzeń bądź okoliczności (spowolnienie gospodarcze, spadek cen nieruchomości, pogorszenie sytuacji na rynkach finansowych lub towarowych itp.) mogących mieć wpływ na spłaty zobowiązań przez dłużników bazowych – innymi słowy założono długoterminową kontynuację *hossy*, nie uwzględniając odmiennego trendu.

IV. Globalny rynek finansowy i jego problemy

Rynki finansowe od dłuższego czasu borykały się z wieloma problemami i trudnościami¹³⁶, stąd obecna sytuacja nie jest wyłącznie następstwem kryzysu na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, skoro negatywne zjawiska widoczne były przed jego wystąpieniem. Obecny kryzys jedynie w pełni ukazał skalę niekorzystnych zjawisk oraz brak pomysłów na poprawę sytuacji. Poniższe zagadnienia nie mają bynajmniej charakteru wyczerpującego, jednak ich wpływ na wywołanie aktualnie widocznych zawirowań na rynkach finansowych predestynuje konieczność podjęcia efektywnych działań celem minimalizacji ich wpływu na rynki finansowe oraz uniknięcia podobnych sytuacji w przyszłości.

¹³⁵ Przykładami były redukcja nadzabezpieczenia do niezbędnego minimum, wybieranie najmniej kosztownych gwarantów z danym ratingiem (dysponujących niższymi zasobami finansowymi lub masowo udzielającymi gwarancji) czy wreszcie dokładanie do puli o niskim ryzyku kredytowym wierzytelności o wyższym ryzyku, by nie zwiększać puli o wyższym oprocentowaniu. Część puli o najniższym ryzyku nie musiała spełniać wyższych kryteriów, co miało stanowić margines błędu, gdyż z upływem czasu istniała realna możliwość pogorszenia statystyk dotyczących wielkości i terminowości spłat – z góry zakładano, iż pewien odsetek wierzytelności w przyszłości może nie być spłacany zgodnie z przyjętymi założeniami.

¹³⁶ Porównaj treść raportów o stabilności systemu finansowego (*Financial Stability Report*, FSR), okresowo publikowanych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy czy banki centralne (przykładowo Raporty o stabilności systemu finansowego publikowane przez Narodowy Bank Polski), gdzie przedmiotem analiz jest sytuacja danego państwa na tle ogólnej sytuacji makroekonomicznej systemu finansowego. Przykładem może być raport MFW z kwietnia 2005 r. (Global Financial Stability Report, Market Developments and Issues, April 2005), gdzie wśród zagrożeń wymienia się nadmierną ekspozycję na ryzyko, wysoką koncentrację zobowiązań w sektorze finansowym oraz możliwość znacznych wahań kursowych na rynku walutowym jako potencjalne źródła turbulencji, zalecając m.in. zwiększenie bazy depozytowej (*ibidem*, s. 8–9).

1. Niedoceniając powiązań pomiędzy instytucjami finansowymi (ryzyko systemowe)

Zakres znaczeniowy zwrotu „ryzyko systemowe” obejmuje sytuacje, gdy trudności (najczęstsza przyczyna to niezdolność do terminowego regulowania zobowiązań w pełnej wysokości – efekt okresowego braku płynności) podmiotu funkcjonującego na danym rynku bądź w pewnym segmencie rynku finansowego (przykładowo rynek instrumentów pochodnych), wywołują *sui generis* reakcję łańcuchową w całym systemie – kontrahenci podmiotu starają się szukać ochrony przed zagrożeniami, zamykając tzw. otwarte pozycje, by zminimalizować ryzyko. Zakres pojęciowy zwrotu obejmuje wiele różnego rodzaju ryzyk – ryzyko walutowe, ryzyko płynności, ryzyko zmian stóp procentowych, ryzyko zmian cen instrumentów finansowych na rynkach (*equity risk*) czy wreszcie ryzyko zmian cen surowców, energii czy żywności (*commodity risk*). Szerzej analizowane będzie jedynie ryzyko braku płynności (*liquidity risk*) z uwagi na jego rolę w wywołaniu obecnej sytuacji na rynkach finansowych.

Pojęcie ryzyka braku płynności może być analizowane w wielu aspektach¹³⁷ – zwrot obejmuje zarówno płynność aktywów (możliwość szybkiej sprzedaży), jak i dostęp do odpowiednich środków finansowych, niezbędnych do terminowego regulowania zobowiązań. Pojęcie płynności może również dotyczyć rynku, przy czym w tym znaczeniu niepłynny rynek (*illiquid market*), to rynek o niskiej liczbie i wartości poszczególnych transakcji, które są na nim zawierane. Sytuacja taka *ipso facto* zwiększa podatność na możliwość manipulacji (pojedyncza transakcja może mieć znaczący wpływ na ceny innych zawieranych transakcji), szczególnie przy niewystarczającym poziomie nadzoru.

Ryzyko systemowe było, jest i będzie immanentne dla rynków finansowych, przy czym skala zawirowań oraz trudności finansowe podmiotów uznawanych za ostoję stabilności – głównie z uwagi na poziom ich kapitalizacji – wywołały panikę na rynku pożyczek międzybankowych i spowodowały zupełny brak wzajemnego zaufania między instytucjami finansowymi. Efektem było załamanie rynku krótkoterminowych pożyczek między instytucjami finansowymi.

Załamanie rynku instrumentów finansowych bazujących na kredytach hipotecznych było nie tyle efektem znacznego niedoszacowania ryzyka kredytowego oraz gwałtownego spadku cen na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych¹³⁸, ile przerażenia wśród podmiotów inwestujących w takie produkty finansowe (drastycznie zmniejszyło płynność) – zabrakło strony popytowej w takich transakcjach, a znacząco wzrosła podaż. Awersja do ryzyka dotknęła nawet instrumenty finansowe o najwyższym ratingu, co „zamroziło” rynek instrumentów kredytowych i wywołało problemy z płynnością instytucji finansowych (niedobór rezerw pieniężnych), które na nim inwestowały¹³⁹.

¹³⁷ Porównaj P. Jorion, *Financial Risk Manager Handbook*, Fourth Edition, Hoboken, New Jersey 2007, s. 259–260.

¹³⁸ M. Hellwig, *op.cit.*, s. 35, wskazując na the International Monetary Fund's Global Financial Stability Report z kwietnia 2007 r., zauważa, że na podstawie tzw. stress-testów przeprowadzonych w bankach inwestycyjnych wynika, iż nawet zakładając roczny 12% spadek cen nieruchomości w Stanach Zjednoczonych przez 5 lat z rządu, instrumenty typu *subprime* MBS o ratingu AAA oraz AA nie zostałyby takim spadkiem dotknięte.

¹³⁹ Wycena była dokonywana na podstawie zasady *mark-to-market*, co w początkowym okresie istotnie zawyżało ceny większości instrumentów, by w okresie paniki na rynkach ustalić je na poziomie kilkunastu procent poprzedniej wartości, mimo iż wiarytelności, na podstawie których tworzono kredytowe instrumenty strukturyzowane, były w większości spłacane terminowo i w pełnej wysokości.

Następstwem był dalszy spadek wzajemnego zaufania wśród instytucji finansowych, nadto potęgowany wiadomościami o możliwych upadłościach znaczących instytucji finansowych¹⁴⁰ na skutek braku płynności, co ograniczyło udzielanie kredytów, dodatkowo wstrzymując dopływ pieniądza na rynek finansowy. Problemem dla instytucji finansowych stało się korzystanie z dźwigni finansowej, co wcześniej było źródłem wymiernych zysków, zarówno banków, jak i ich kadr zarządzających, gdyż upadłość Lehman Brothers – zdarzenie tego typu jest zgodnie z 2002 ISDA Master Agreement zdarzeniem skutkującym rozwiązaniem umowy dotyczącej instrumentów pochodnych (derywatów) – spowodowała natychmiastową wymagalność zobowiązań, w których bank ten był stroną bądź pełnił funkcje gwarancyjne. Znaczenie miała również często zamieszczana w umowach, których przedmiotem były derywaty, klauzula tzw. naruszenia powiązanego (*cross-default clause*)¹⁴¹, co *de facto* powodowało, iż również podmiot, którego zobowiązania upadły bank jedynie gwarantował, był traktowany jako naruszający warunki umowy¹⁴², choć terminowo i w pełnej wysokości regulował swoje zobowiązania. Sytuację na rynku instrumentów pochodnych w części uspokoiło szybkie opublikowanie przez *International Swaps and Derivative Association* (ISDA) odpowiedniego protokołu zmieniającego warunki zawartych umów (strony musiały się jednak zgodzić na jego uwzględnienie), który miał na celu zatrzymanie widocznego na rynkach finansowych efektu postępujących naruszeń powiązanych.

2. Problemy z wyceną instrumentów finansowych – zasada *mark-to-market*

Obecnie powszechnie stosowana w księgowości, odnośnie do instrumentów finansowych, jest metoda wyceny na podstawie wartości rynkowej (*mark-to-market*, *marking-to-market*). W przypadku Europy możliwość stosowania w odniesieniu do instrumentów pochodnych wynika *explicite* z postanowień dyrektywy 2006/48/WE¹⁴³. W przypadku Stanów Zjednoczonych – jako efekt „kreatywnej księgowości” i znacznego zaostrzenia przepisów w tym względzie celem zapobiegania podobnym sytuacjom w przyszłości – przede wszystkim zastosowanie ma zasada *mark-to-market* (szczególnie w odniesieniu do derywatów), a dopiero następnie można stosować regułę „godziwej wartości” (*fair value*)¹⁴⁴.

¹⁴⁰ Efekt wywołało zgłoszenie wniosku o ogłoszenie upadłości przez amerykański bank inwestycyjny Lehman Brothers Holdings Inc. w połowie września 2008 r., który był zaangażowany w transakcje na niemal wszystkich segmentach rynku finansowego (m.in. bankowość inwestycyjna, obligacje oraz instrumenty dłużne, zarówno giełdowe, jak i pozagiełdowe, pochodne instrumenty finansowe, bankowość prywatna, doradztwo inwestycyjne czy zarządzanie portfelem inwestycyjnym inwestorów).

¹⁴¹ Sytuacja, gdy jedna ze stron umowy ramowej, jej gwarant lub inny określony w umowie podmiot dopuszcza się naruszenia warunków jakiegokolwiek z zawartych przez siebie umów, przy czym zadłużenie (bez znaczenia, czy z pojedynczej umowy, czy ze wszystkich naruszeń łącznie) jest nie mniejsze niż ustalona kwota progowa („*Threshold Amount*”). *Vide* punkt 5(a)(vi) 2002 ISDA Master Agreement.

¹⁴² Przypomina to instytucję *culpa in eligendo*, lecz brak jest okoliczności wyłączających odpowiedzialność.

¹⁴³ Precyzyjniej z Załącznika III, który dotyczy ryzyka kredytowego w transakcjach dotyczących instrumentów pochodnych i tzw. krótkiej sprzedaży. Pozostałe metody to metoda pierwotnej wartości ekspozycji (*Original Exposure Method*), metoda standardowa (*Standardised Method*) oraz metoda modeli wewnętrznych (*Internal Model Method*).

¹⁴⁴ Definicję zawierają § 5–15 *Financial Accounting Standards No. 157* (FAS 157). Wypada również nadmienić, iż w przypadku sekurytyzacji wierzycelności typu *subprime* zastosowanie ma inna regulacja – *Financial Accounting Standards No. 140* (FAS 140), zaś co do wyceny *fair value* opcji i zobowiązań z nich wynikających *vide* *Financial Accounting Standards No. 159* (FAS 159). Szczegółowo na ten temat por. S.G. Ryan, *Accounting in and for the Subprime Crisis*, March 2008 (wersja z 23.4.2008 r.), *passim*.

W przypadku spółek kapitałowych notowanych na rynkach regulowanych inwestorzy nie mają większych trudności, by uzyskane informacje o kondycji finansowej spółki, zawieranych umowach, perspektywach rozwoju oraz wszystkich innych przesłankach, które są przydatne w analizie fundamentalnej, przeanalizować celem podjęcia określonych decyzji inwestycyjnych. W przypadku oceny jakości kredytowych instrumentów pochodnych pojawia się wiele trudności, co utrudnia możliwość indywidualnych analiz. Wymienić można ograniczony dostęp do informacji o wierzytelnościach bazowych¹⁴⁵, który często ogranicza się do wskazania, kto udzielał kredytów bądź pożyczek (inicjator procesu) i jaki procent całej puli stanowią wierzytelności danego inicjatora. W przypadku struktur typu MBS CDO, CDO² bądź CDO³ (struktury piętrowe)¹⁴⁶ zazwyczaj udział wierzytelności danej instytucji finansowej w puli jest mniejszy od 1% (geograficzna dywersyfikacja ryzyk kredytowych), co wskazuje, iż wartości pul mogą być znaczące¹⁴⁷. W strukturach piętrowych problem asymetrii informacji rośnie proporcjonalnie do poziomu struktury, podobnie jak ryzyko kredytowe. Uwzględniając dalece niewystarczającą efektywność ratingów, trudno nawet szacunkowo ustalić poziom ryzyka inwestycji w złożone instrumenty finansowe, więc nie można stwierdzić, czy proponowana przez emitenta premia była adekwatna do poziomu ryzyka.

Brak podmiotów zainteresowanych utrzymaniem w bilansie tak ryzykownych pozycji, jakimi stały się instrumenty kredytowe, szybko i znacząco obniżył ich ceny, zaś przy wycenie *mark-to-market* przekładało się to na straty w bilansach spółek. Zdecydowana większość takich instrumentów była spłacana terminowo, stąd fakt ten otworzył możliwość ich zakupu znacznie poniżej rzeczywistej wartości instytucjom dysponującym środkami na cele inwestycyjne (przykładowo fundusze hedgingowe). Wiele instytucji kredytowych, nie mając innych źródeł finansowania, sprzedawało instrumenty kredytowe z wysokim dyskontem, a skoro obrót znowu zaczął mieć miejsce, to pozostałe instytucje były zmuszone traktować ceny z tych transakcji jako ceny rynkowe, co przekładało się na straty bilansowe. W przypadku Europy instytucje finansowe miały w bilansach niższy odsetek takich instrumentów, jednak panika na rynku finansowym z końca 2008 r. pogorszyła również ich kondycję finansową.

¹⁴⁵ Najczęściej jedynym źródłem informacji jest prospekt emisyjny (*Prospectus*), przy czym jego poziom szczegółowości może być różny – od broszur liczących kilka stron, po dokumenty liczące ponad 300 stron wraz z licznymi załącznikami. Znaczenie ma adresat emisji – w przypadku tzw. emisji prywatnych (*private placement*) nabywca ma konieczną wiedzę z innych źródeł, stąd prospekt zawiera jedynie kluczowe postanowienia.

¹⁴⁶ Przykładowo MBS CDO to instrument o charakterze dłużnym, którego zabezpieczenie stanowią wierzytelności zabezpieczone instrumentami finansowymi bazującymi na hipotece, zaś w przypadku CDO³ („sześciennne CDO” – „*cubed CDO*”) aktywnym bazowym jest CDO². Istotnym ograniczeniem dla struktur piętrowych jest poziom ryzyk kredytowych, który również ulega „potęgowaniu” – transza wierzytelności typu *mezzanine* może być użyta co najwyżej do stworzenia „kwadratowego” CDO (CDO²). Nawet w 2003 r., gdy takie struktury pojawiły się na rynku kredytowych instrumentów pochodnych, nie było wielu chętnych do ponoszenia tak znacznego ryzyka – emisje były niewielkie i dlatego sprzedawane w całości, lecz ryzyko ulegało rozproszeniu na wielu inwestorów, gdyż jest to instrument o charakterze wybitnie spekulacyjnym i tak też był traktowany przez jego nabywców (instrument finansowy wysokiego ryzyka uzupełniający portfel inwestycyjny).

¹⁴⁷ Od około 30 mln EUR na pulę (2–3 transze), aż po pulę sięgającą nawet 15 mld EUR (przykładem jest emisja instrumentów pochodnych w 2004 r. przez włoską spółkę Fiat, których zabezpieczenie stanowiły przyszłe przychody z lat 2004–2014).

3. Wpływ derywatów OTC na rynki regulowane

Rynek pozagiełdowych instrumentów pochodnych (rynek OTC¹⁴⁸) początkowo był uzupełnieniem rynków giełdowych. Szybko jednak stał się rynkiem, gdzie wartość obrotów osiągnęła na koniec 2008 r. prawie 34 bln dolarów amerykańskich¹⁴⁹. Główną cechą rynku OTC pozostaje brak regulacji¹⁵⁰, jednak zaczynają być widoczne oznaki ujednolicania kontraktów, polegającego na zawieraniu umów opierających się na pewnym wzorcu¹⁵¹. Celowo nie użyto w miejscu terminu „standaryzacja”, gdyż na rynku finansowym instrumenty standaryzowane mają zupełnie inne znaczenie¹⁵², stąd użycie tego pojęcia byłoby mylące.

Przykładem istotnego wpływu na rynki akcji derywatów może być ujawnienie w końcu października 2008 r. przez Porsche swego zaangażowania w Volkswagena (Porsche od 2005 r. było zaangażowane w tzw. pełzające przejęcie [*creeping takeover*] Volkswagena) na poziomie 74,1%, z czego 31,5% to opłacone gotówką opcje, których Porsche nie miało obowiązku ujawniać. Inwestorzy spodziewali się wartości zdecydowanie niższej, oscylującej w granicach 40–45%, stąd wzrost cen akcji w ciągu 2 dni (punktem odniesienia jest kurs na zamknięciu notowań z 24.10.2008 r.) sięgnął w pewnym momencie niemal 500%¹⁵³, czyniąc Volkswagena spółką giełdową o najwyższej kapitalizacji na wszystkich rynkach regulowanych. Niemiecki nadzór nie znalazł podstaw do postawienia zarzutów o manipulację kursem spółki, pomimo dwu postępowań prowadzonych w tej sprawie.

Pozagiełdowe instrumenty pochodne stanowią istotną (szczególnie, jeżeli chodzi o wartość obrotów na tych rynkach) i niezwykle zróżnicowaną część rynku finansowego. Z uwagi na możliwość rezygnacji z pośrednictwa instytucji rozliczeniowych oraz innych podmiotów, takie indywidualnie negocjowane derywaty bywają nazywane „grami o sumie zerowej” („*zero sum games*”)¹⁵⁴, gdzie w przypadku umów bilateralnych strata jednego podmiotu jest automatycznie zyskiem jego kontrahenta¹⁵⁵, jeżeli nie liczyć

¹⁴⁸ Akronim amerykańskiego zwrotu *over-the-counter* oznaczającego „pozagiełdowy”.

¹⁴⁹ Wartość otwartych pozycji brutto (*Gross market values*) – odzwierciedlająca koszt zastąpienia wszystkich zawartych kontraktów OTC – na rynku derywatów najwyższy poziom osiągnęła 31.12.2008 r., gdy szacowana była na 33,889 bln (33 889 000 000 000,00) USD, notując stały wzrost w ostatnich latach (w porównaniu z 30.6.2007 r. był to wzrost o 67%, z 20,353 bln do 33,889 bln USD) – por. dane na stronie internetowej Banku Rozrachunków Międzynarodowych (*Bank for International Settlements*, BIS) – BIS Quarterly Review, June 2009 <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm> (publikacja ostatnio przeglądana 23.8.2009 r.).

¹⁵⁰ Czynione są starania o zmianę tego stanu, głównie z uwagi na istotny wpływ na rynki regulowane. Przykładem jest inicjatywa amerykańskich organów nadzoru, by funkcjonowanie rynku OTC uporządkować, tworząc ramy prawne.

¹⁵¹ Według różnych szacunków między 75 a 90% umów, których przedmiotem są pozagiełdowe instrumenty pochodne, zawieranych jest na bazie dwóch różnych wersji umowy ramowej sporządzonej przez *International Swaps and Derivative Association*, czyli 2002 *ISDA Master Agreement* oraz 1992 *ISDA Master Agreement*.

¹⁵² Instrumenty standaryzowane to kontrakty, którymi obrót odbywa się na parkiecie giełdowym (standaryzacji w znaczeniu słownikowym podlegają pewne cechy kontraktów, takie jak wymagalność, wolumen, warunki dostawy – przy rozliczeniu fizycznym), zaś rozliczenia między stronami odbywają się poprzez instytucje (izby) rozliczeniowe. Na większości rynków finansowych (również i w Polsce) obowiązuje pełna dematerializacja, obejmująca zarówno instrumenty finansowe, jak i obrót nimi, stąd by być precyzyjnym, należałoby posługiwać się zwrotem: zapis bądź jego zmiana w odpowiednim rejestrze, będący odzwierciedleniem warunków kontraktu.

¹⁵³ Źródło: wykres kursów giełdowych spółki Volkswagen AG St w dniach 24, 27 i 28.10.2008 r. na giełdzie niemieckiej oraz artykuł Shortenfreude, amerykańskie wydanie *Financial Times* z 28.10.2008 r. (wersja elektroniczna).

¹⁵⁴ Ch.A. Johnson, *At the Intersection of Bank Finance and Derivatives: Who Has the Right of Way?*, *Tennessee Law Review*, vol. 66, No. 1, Fall 1998 (wersja z 13.6.2008 r.), s. 21.

¹⁵⁵ Zyski mogą być znaczne – przykładowo Porsche w 2008 r. zarobiło znacznie więcej na derywatach (ponad 8,5 mld EUR, z czego 6,8 mld EUR poprzez wcześniej już wspomniany *short squeeze* funduszy hedgingowych) niż na produkcji samochodów (ok. 7,5 mld EUR). Nie mniejsze jest ryzyko – trudności z uzyskaniem kredytu na finalizację transakcji przejęcia Volkswagena przez Porsche spowodowały, iż w połowie 2009 r. sytuacja uległa odwróceniu – Porsche z podmiotu przejmującego stało się podmiotem przejmowanym.

obowiązku podatkowego wynikającego z takiej transakcji, różnic przy kwotowaniach (*quotation*) czy różnic pomiędzy transakcjami międzybankowymi a transakcjami bank – inny podmiot, gdzie istotną rolę odgrywają marże. Zazwyczaj w pełni indywidualnie negocjowane mogą być tylko warunki ekonomiczne transakcji zawieranych na podstawie umowy ramowej, też jednak nie zawsze, gdyż wiele instytucji finansowych pewnych warunków transakcji nie negocjuje¹⁵⁶, więc wpływ kontrahenta ogranicza się do przyjęcia bądź odrzucenia takich warunków. Warunki prawne umów ramowych negocjowane są jeszcze rzadziej, głównie w sytuacjach, gdy kontrahentami są dwie instytucje finansowe, a wartość transakcji, które mają być zawierane na podstawie umowy ramowej, zrekompensuje czas i koszty poświęcone na wzajemne negocjacje. W literaturze przedmiotu wskazuje się, iż taka indywidualizacja jest w gruncie rzeczy pozorna, a z przytoczonymi argumentami trudno się nie zgodzić. W przypadku umów opracowywanych przez ISDA wskazuje się¹⁵⁷, że wpływ na ich treść mają wyłącznie podmioty zaliczane do kategorii *primary*¹⁵⁸, czyli tzw. dealerzy (najczęściej banki) oraz pełniący obowiązki we władzach ISDA ich przedstawiciele. Podmioty zawierające transakcje na podstawie umów ramowych (określani terminem „*end-users*” [„użytkownicy końcowi”], pochodzącym z angielskiego prawa umów) nie mają istotnego wpływu na treść umów ani na wybór osób do władz organizacji¹⁵⁹. Pochodną jest obawa o monopolizację rynku instrumentów pochodnych przez jeden podmiot, co może skutkować tworzeniem przez kilka dużych instytucji finansowych prawa we własnym interesie (*iudex in causa sua*) – umowa typu *dealer-to-dealer* niekoniecznie będzie korzystna dla innego podmiotu będącego stroną takiej transakcji (układ *dealer-to-end-user*). Podmioty nieczęsto zmieniają postanowienia umów ramowych ze względu na ryzyko prawne towarzyszące takim zmianom (niepewność co do skuteczności zmienionych klauzul oraz brak możliwości wyegzekwowania takich zobowiązań od kontrahenta).

Jednym z mechanizmów pozwalających m.in. zmniejszyć ryzyko niewywiązania się z zobowiązań przez kontrahenta transakcji zawieranych na podstawie *ISDA Master Agreement* jest netting likwidacyjny (*close-out netting*, *netting by close-out*). Pojęciem *netting* określa się transakcje finansowe, które mają na celu rozliczenie wzajemnych płatności wynikających z wielu transakcji finansowych zawieranych pomiędzy określonymi podmiotami oraz ustalenie salda wszystkich transakcji będących przedmiotem takich wycień jako kwoty netto. Źródłem nettingu likwidacyjnego jest umowa, a precyzyjniej – ustalone zdarzenie lub okoliczność (*close-out event*) powodujące konieczność przedterminowego rozliczenia transakcji objętych nettingiem. Ustalona wartość jest kwotą zamknięcia (*close-out amount*) i winna zostać uiszczona przez stronę zobowiązaną we wskazanym terminie¹⁶⁰.

¹⁵⁶ Wewnętrzne ograniczenie możliwości negocjowania warunków transakcji zawieranych przez instytucję finansową, przykładowo z uwagi na wytyczne dla całej grupy podmiotów, celem ujednoczenia warunków transakcji.

¹⁵⁷ F. Partnoy, ISDA, NASD, CFMA, and SDNY: The Four Horsemen of Derivatives Regulation?, University of San Diego School of Law Public Law and Legal Theory Working Paper 39, Spring 2000 (wersja z 20.9.2004 r.), s. 4–11.

¹⁵⁸ Do tej kategorii należy 215 podmiotów (stan na 2008 r., źródło: ISDA 2008 A Yearbook of ISDA Activities, International Swaps and Derivative Association, 2008, s. 141–143).

¹⁵⁹ Teoretycznie jest to uzasadnione, gdyż ISDA jest organizacją prywatną. Zachodzi jednak obawa nadużywania takiej pozycji dominującej (tworzenie norm prawnych uprzywilejowujących pewną wybraną grupę podmiotów), a umowy tej organizacji stały się już pewnym standardem na rynku derywatów.

¹⁶⁰ Porównaj treść punktu 14 *2002 ISDA Master Agreement*, gdzie szczegółowo zdefiniowano nie tylko kwotę zamknięcia, lecz również procedurę jej wycięcia, ze wskazaniem informacji oraz okoliczności, które winny zostać uwzględnione.

Powstanie jednej centralnej instytucji rozliczeniowej¹⁶¹ dla rynku OTC jest wysoce prawdopodobne, gdyż pozwoli w pełni zminimalizować ryzyko niewypłacalności kontrahenta we wzajemnych transakcjach. Wątpliwe jest jednak, by miało to nastąpić w najbliższym czasie, ponieważ poprzednie inicjatywy kończyły się na deklaracjach, z których niewiele wynikało dla rynku pozagiełdowego, widoczne są jednak zmiany w tej kwestii¹⁶². Nie sposób też zapomnieć, iż jest to rynek o zasięgu globalnym i jakkolwiek większość umów bazuje na prawie angielskim bądź prawie stanu Nowy Jork oraz sądach wskazanych w umowie, to podmioty zawierające transakcje niekoniecznie będą skłonne zaakceptować amerykański organ jako instytucję rozliczeniową, a zapewne takie jest założenie amerykańskich organów zajmujących się nadzorem nad rynkiem finansowym¹⁶³.

4. Działalność funduszy hedgingowych (*hedge funds*) – dźwignia finansowa

Mechanizm dźwigni finansowej dla jednych jest źródłem ogromnych zysków, zaś dla innych gigantycznych strat i ściśle zależy od treści samej umowy oraz pośrednio od pozycji zajętej w danej transakcji, której przedmiotem jest instrument pochodny. Ostatnimi czasy spotkać się można z ostrą krytyką instrumentów pochodnych – szczególnie tych wykorzystujących bądź stworzonych na podstawie dźwigni finansowej – pomijając najczęściej rolę departamentów zarządzania ryzykiem podmiotów, które te transakcje zawierały, dlatego warto przypomnieć, iż „*udane, wysoko efektywne inwestycje w instrumenty finansowe nazbyt często, obok zawiści, są przesłanką teorii o «niesprawiedliwym» pochodzeniu fortun i źródłem pomysłów ich ograniczenia. Trudno bowiem uzmysłowić sobie fakt, że ten, kto odniósł sukces, mógł wszystko stracić*”¹⁶⁴. W podobnej czy nawet gorszej sytuacji są podmioty inwestujące poprzez fundusze inwestycyjne typu *hedge*¹⁶⁵, gdyż jakkolwiek fundusze te często uzyskują wyższe roczne stopy zwrotu z inwestycji w porównaniu z innymi funduszami, to trzeba pamiętać, iż opłaty za zarządzanie są nawet kilkanaście razy wyższe niż w przypadku funduszy akcyjnych, a ryzyko na podobnym, jeżeli nie wyższym, poziomie. Warto wskazać na główne cechy tego typu funduszy, skoro stały się zagrożeniem dla systemu finansowego¹⁶⁶.

Fundusz hedgingowy może być zarówno spółką kapitałową, jak i spółką komandytową¹⁶⁷, zaś jego status prawny oraz funkcjonowanie nie są uregulowane odrębnymi

¹⁶¹ Izby rozliczeniowe dla poszczególnych rodzajów transakcji już istnieją – *vide inter alia* powstała we wrześniu 1999 r. *SwapClear*, która rozlicza transakcje IRS (*Interest Rate Swap*).

¹⁶² Porównaj *New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives*, Basel Committee on Banking Supervision, March 2007, *passim*.

¹⁶³ Można się domyślać, iż znaczenie mają tu kwestie finansowe, gdyż izba rozliczeniowa nie jest instytucją o charakterze *non profit*, wartość transakcji zawieranych na rynku pozagiełdowym już teraz jest znacząca, a rynek nadal się szybko rozwija.

¹⁶⁴ A. Sopoćko, *Rynkowe instrumenty finansowe*, Warszawa 2005, s. 136.

¹⁶⁵ Wartość aktywów zgromadzonych we wszystkich funduszach tego typu szacowano w połowie 2008 r. na 2–3 bln USD (A. Ineichen, K. Silberstein, *AIMA's Roadmap to Hedge Funds*, s. 16). Pomijając niechęć funduszy do publikowania takich danych, sytuacja na rynkach finansowych zmieniła się na niekorzyść, gdyż niektórzy inwestorzy wycofali swe środki (mogło to być nawet 20–30%), a większość funduszy odnotowała straty.

¹⁶⁶ Nie są one zjawiskiem nowym na rynku finansowym – najbardziej spektakularnym przykładem czysto spekulacyjnej „gry na zniżkę” w przypadku walut jest 1992 r., kiedy to fundusz hedgingowy *Quantum G. Sorosa* zyskał prawie 1 mld USD („krótka pozycja” na funcie brytyjskim), co kosztowało Bank Anglii ok. 50 mld USD wydane w celu ochrony własnej waluty.

¹⁶⁷ Rozwiązanie popularne w Stanach Zjednoczonych, gdzie inwestor staje się komandytariuszem takiej spółki, zaś komplementariuszem jest spółka kapitałowa (najczęściej jest to spółka z o.o. – *limited liability company*), która formalnie świadczy usługi doradcze (ściślej – osoby będące współnikami i zarządzające funduszem).

przepisami prawa¹⁶⁸. W większości przypadków ma on charakter zamknięty, stąd zastosowanie mają przepisy dotyczące formy prawnej, w jakiej podmiot funkcjonuje. Fundusze są często rejestrowane w jurysdykcjach określanych jako „raje podatkowe” (*tax heaven*), gdyż ma to przełożenie na wyniki funduszu oraz wynagrodzenia osób zarządzających. Struktura właścicielska, poza zarządzającymi funduszem¹⁶⁹, jest w większości przypadków nieprzejrzysta. W przypadku funduszy typu *hedge* trudno mówić o strategiach inwestowania, a bardziej o sektorze, w którym działają (rynek surowców i branży energetycznej, nowe technologie, waluty), gdyż podmioty te korzystają w swej działalności praktycznie ze wszystkich rodzajów instrumentów finansowych – od obligacji, przez akcje, po opcje, swapy, futures oraz wszelkie możliwe instrumenty pochodne. Często wykorzystują one krótką sprzedaż (*short selling, shorting*)¹⁷⁰ oraz wspomnianą wielokrotnie dźwignię finansową (*financial leverage, leverage*) celem maksymalizacji zysków¹⁷¹. Takie instrumentarium tworzy agresywne strategie o bardzo wysokim ryzyku inwestycyjnym, lecz nie dowolności w lokowaniu środków. Niemalży wpływ na rynek finansowy, gdzie fundusz typu *hedge* inwestuje, ma możliwość gwałtownego i niespodziewanego dla innych podmiotów wycofywania się z inwestycji celem realizacji osiągniętych zysków, co może powodować zauważalne zmiany (spadki notowań instrumentów finansowych, które są zbywane przez fundusz).

Korzystanie z dźwigni finansowej (taka strategia nazywana jest „lewarowaniem”) jest ryzykowne, gdyż inwestuje się własne aktywa oraz środki pożyczone, co powoduje, iż zysk z transakcji powinien pokryć koszty pożyczki (*ipso facto* jest ona oprocentowana), zaś ewentualna strata jest multiplikowana. Poziom dźwigni jest zależny zarówno od rynku, na którym dany podmiot inwestuje, jak i konkretnego instrumentu finansowego. Strategia ta jest szczególnie popularna na rynkach wymagających wpłaty *a priori* całej sumy wymaganej do zawarcia transakcji. Znacznie większe ryzyko systemowe dla banków i systemu finansowego wiąże się z udostępnianiem usług typu *prime brokerage*¹⁷² podmiotom niepodlegającym regulacjom ostrożnościowym (głównie funduszom typu *hedge*), gdyż banki oferujące takie usługi nie zawsze są w stanie prawidłowo ocenić poziom dodatkowego ryzyka kredytowego, a głównym zabezpieczeniem były transakcje typu CDS tworzące sieć wzajemnych powiązań pomiędzy instytucjami finansowymi.

¹⁶⁸ W przypadku gdy fundusz został zarejestrowany w Stanach Zjednoczonych, znaczenia nabiera sekcja 3(c)(1) *the Investment Company Act of 1940*, która pozwala nie rejestrować podmiotu na podstawie przepisów tej ustawy w przypadku, gdy udziały nie są publicznie oferowane, a inwestorów jest najwyżej stu (muszą to być tzw. inwestorzy kwalifikowani, co wynika z Zasady 506 Regulacji D do *the Securities Act of 1933*).

¹⁶⁹ Co do kwestii opłat, wyników oraz wynagrodzeń zarządzających – *vide* przyp. 12 i 13.

¹⁷⁰ Jest to odwrócenie zwykłej sytuacji na rynkach kapitałowych, gdyż z uwagi na różnice pomiędzy terminem zawierania transakcji a ich rozliczeniem możliwa jest sprzedaż instrumentu finansowego, którego się nie posiada, by później go kupić, nim nastąpi moment rozliczenia. Stan posiadania nie ulegnie zmianie, a inwestor zanotuje zysk, jeżeli cena sprzedaży będzie wyższa od ceny zakupu, co jest możliwe wyłącznie w sytuacji spadku ceny instrumentu w analizowanym okresie. Technika ta pośrednio służy również zwiększaniu płynności w obrocie instrumentami finansowymi.

¹⁷¹ Często jest wykorzystywanie obu technik jednocześnie.

¹⁷² Termin oznacza zestaw usług finansowych obejmujących m.in. doradztwo, kredytowanie inwestycji, dostęp do informacji, korzystanie z infrastruktury, systemów elektronicznych i kadr dużego banku świadczącego takie usługi, koniecznych do zawierania transakcji, czy możliwość dokonywania na bieżąco wszystkich rozliczeń, często przy niższym od normalnie wymaganego poziomie zabezpieczenia dla zawieranych transakcji.

Na pozagiełdowym rynku walutowym, jakim jest FOREX¹⁷³, gdzie z uwagi na stosunkowo niewielkie zmiany kursów, możliwa jest dźwignia nawet na poziomie 100–200:1¹⁷⁴. Wtedy nawet minimalne zmiany – odpowiednio na poziomie 1–0,5% – od kursu odniesienia „wyzerują” konto agresywnie grającego inwestora, jeżeli zmiany nie będą odpowiadać wcześniejszym przewidywaniom. Powód jest prozaiczny – obowiązek utrzymywania depozytu zabezpieczającego, co zmniejsza ryzyko kontrahenta, lecz nie eliminuje go całkowicie¹⁷⁵. Jeżeli rynek zachowa się odmiennie od przewidywań inwestora, ma on możliwość – o ile zdąży, co w przypadku wysokiej dźwigni może być utrudnione – uzupełnienia poziomu depozytu zabezpieczającego (poziom środków zaangażowanych w daną transakcję) z własnego rachunku i kontynuowania inwestycji, licząc na odwrócenie trendu. Brak uzupełnienia depozytu, względnie zmiana przekraczająca zadeklarowany przez inwestora poziom (przy korzystaniu z tzw. *stop-loss*’a), spowoduje zamknięcie transakcji, co wiąże się z utratą zainwestowanych w transakcję środków (cały depozyt bądź jego część, gdy skorzystano ze wskazanej *supra* możliwości). Stosując dźwignię finansową, by zawrzeć transakcję, nie trzeba dysponować pełną kwotą, gdyż te mają w większości charakter nierzeczywisty (rozliczane są różnice kursowe), stąd kwoty nominalne znacznie przekraczają środki zainwestowane w transakcje z wykorzystaniem dźwigni finansowej. W przypadku rynku papierów wartościowych oraz instrumentów finansowych poziom dźwigni jest odpowiednio niższy – im większa zmienność (*volatility*) kursów na danym rynku, tym niższa jest maksymalna dźwignia finansowa.

Strategie inwestycyjne funduszy hedgingowych nie zawsze się sprawdzają, a błędne decyzje zarządzających mogą zakończyć działalność funduszu, gwałtownie niwelując wcześniej wypracowane zyski. Dwa najbardziej spektakularne upadki funduszy hedgingowych to *Long Term Capital Management (LTCM)*¹⁷⁶ oraz *Amaranth Advisors LLC*¹⁷⁷, lecz podobnych przypadków było więcej, szczególnie w 2006 r., stąd wpływ funduszy typu *hedge* na rynek finansowy bywa przeceniany.

5. Druga Umowa Bazylejska (*Basel II*)

Postanowień Drugiej Umowy Bazylejskiej (*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, skrótowo *Basel II*) – które wywierają wpływ na rynek

¹⁷³ Nazwa powstała od angielskiego zwrotu *foreign exchange* (używany jest również skrót FX) oznaczającego transakcję walutową.

¹⁷⁴ Skutek niskiego depozytu zabezpieczającego dla zawieranych transakcji, zachęcający do zawierania transakcji o wysokiej wartości.

¹⁷⁵ Pojedyncza zmiana, może być tak znacząca, iż depozyt nie wystarczy na rozliczenie transakcji (relatywnie niska kwota depozytu w stosunku do wartości zawieranej transakcji). Trudności mogą pojawić się, gdy środki pozostałe na rachunku inwestycyjnym są niewystarczające na pokrycie straty wynikłej z transakcji.

¹⁷⁶ Z uwagi na osoby nim zarządzające, czyli Roberta C. Mertona oraz Myrona S. Scholesa – laureatów przyznanej w 1997 r. Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii za nową metodę wyceny wartości derywatów („*for a new method to determine the value of derivatives*”), która pozwoliła na opracowanie wzoru na wycenę opcji (znany jako wzór Blacka-Scholesa) z powodzeniem stosowanego w praktyce, lecz nie pozbawionego pewnych wad – LTCM w 1998 r. upadł, z uwagi na krótkotrwałe, lecz gwałtowne załamanie kursu akcji, a fundusz zakładał wzrost indeksów. Co ciekawe, poza tym dniem rynek giełdowy zachowywał się dokładnie tak, jak przewidywali zarządzający funduszem, przy czym nie zdążyli na tych zmianach skorzystać.

¹⁷⁷ Powodem była najwyższa jednorazowa strata funduszu hedgingowego – nieudana transakcja jesienią 2006 r. na kontraktach typu *futures* na gaz ziemny (angażująca ok. 40% portfela) spowodowała, iż wartość aktywów funduszu spadła w ciągu dwóch tygodni z ok. 9 mld USD do ok. 3 mld USD (LTCM stracił ok. 3–3,5 mld USD).

finansowy w skali globalnej – nie sposób przecenić, analizując proces zarządzania ryzykiem przez instytucje finansowe. Wspomniana regulacja jest przedmiotem licznych opracowań ekonomistów zajmujących się bankowością¹⁷⁸, kreując i potwierdzając pewne standardy nowoczesnej bankowości, koncentrując się na ryzyku kredytowym, operacyjnym i rynkowym w działalności instytucji finansowych oraz metodach odpowiedniego zarządzania wymienionymi rodzajami ryzyka. Większość postanowień ma charakter *stricte* ekonomiczny, jednak w pewnych sytuacjach odwołania do nich są konieczne, gdyż implementacja przepisów dyrektyw UE dotyczących sektora finansowego¹⁷⁹ przez państwa członkowskie, podobnie jak treść samych przepisów, niekiedy pozostawia wiele do życzenia, co zmusza do zapoznania z materiałami Komitetu Bazylejskiego, by prawidłowo przepisy te stosować. Sekurytyzacja przez zdecydowaną większość ekonomistów jest postrzegana jako instrument służący lepszemu zarządzaniu ryzykiem kredytowym przez instytucje finansowe, co powoduje, że musi być przeprowadzona zgodnie z ustalonymi wymogami, by stawiane jej cele osiągnąć. Tworzy to *sui generis* tryb warunkowy jej przeprowadzania¹⁸⁰, a poszczególne wymogi wynikające z przepisów prawa są określane na podstawie opracowań Komitetu Bazylejskiego, w tym Drugiej Umowy Bazylejskiej. Efektem jest ujednoczenie umów zawieranych przez podmioty działające w sektorze finansowym rynku (regulacja ta dotyczy m.in. banków, instytucji finansowych oraz instytucji ubezpieczeniowych) przynajmniej z dwóch względów, gdzie pierwszy to możliwość zakwestionowania umów niespełniających kryteriów przez odpowiednie organy nadzoru, zaś drugi – niezrealizowanie celów umowy z uwagi na uchybienia.

Nowa Umowa Kapitałowa opiera się na trzech założeniach, nazywanych również trzema filarami, którymi są: minimalne wymogi kapitałowe (*Minimum Capital Requirements*), procedura nadzoru nad zarządzaniem ryzykiem (*Supervisory Review Process*) oraz dyscyplina rynkowa (*Market Discipline*). Dokładnie wskazano, co uznawane jest na potrzeby Umowy jako kapitał (kategorie kapitału, progi oraz sposób obliczania wymogów kapitałowych), jak również doprecyzowano metody szacowania ryzyka kredytowego, zgodnie z wybranym podejściem – system ratingów wewnętrznych (*The Internal Ratings-Based Approach*) bądź podejście standardowe (*The Standardised Approach*) – co korzystnie wpłynęło na zarządzanie ryzykiem w instytucjach finansowych, zmniejszając również poziom ryzyka prawnego towarzyszącego zawieraniu umów celem realizowania postanowień regulacji (jasne określenie celów oraz metod, jakimi mają one być realizowane). Drugim filarem jest procedura nadzoru – istotną rolę przyznano nadzorowi

¹⁷⁸ Porównaj m.in. P. Dziekoński, Nowa Bazylejska Umowa Kapitałowa – konsekwencje dla rynku kredytowego, Materiały i Studia NBP, zeszyt Nr 164, czerwiec 2003 r., S. Heffernan, Modern Banking, Chichester 2005 oraz liczne publikacje Komitetu Bazylejskiego.

¹⁷⁹ Postanowienia Basel II implementują do porządków prawnych państw członkowskich Unii Europejskiej przepisy dwu dyrektyw – 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (tu wskazano wersje w języku polskim) – będących częścią wcześniej już wspomnianego pakietu *Financial Services Action Plan*, FSAP.

¹⁸⁰ Nie wdając się w szczegółowe rozważania, sytuację tę można obrazowo przedstawić jako wnioskowanie oparte o strukturę implikacji: „jeżeli celem jest [przykładowo] oddzielenie ryzyka inicjatora od ryzyka sekurytyzowanych wierzytelności, to wystarczające jest zapewnienie stosunku niezależności między inicjatorem a SPV oraz przeprowadzenie sekurytyzacji w strukturze *true sale*, jeżeli zaś chce się osiągnąć także inne cele, to konieczne jest spełnienie dalszych wymogów”.

wewnętrznemu w bankach¹⁸¹ – gdzie uregulowano cztery kluczowe zasady nadzoru, kwestie techniczne związane z samym nadzorem wraz z przesłankami, które należy brać pod uwagę, oraz w osobnym punkcie omówiono nadzór nad procesem sekurytyzacji wierzycelności. Ostatnim filarem jest dyscyplina rynkowa, która obejmuje nie tylko spełnianie wymogów kapitałowych oraz regulujących procedury nadzorcze czy sposób zarządzania ryzykiem przez osoby z kierownictwa danej instytucji finansowej, lecz również obowiązki informacyjne (*disclosure requirements*), zarówno jakościowe (*qualitative requirements*), jak i ilościowe (*quantitative requirements*), dotyczące kapitału zakładowego oraz jego struktury.

Charakterystyczne dla rynków finansowych są szybkie zmiany, odnoszące się do sytuacji na danym rynku, funkcjonowania instytucji finansowych czy wreszcie częste zmiany regulacji prawnych, które powinny być przewidywalne dla podmiotów działających na rynku finansowym. Przewidywalność zmian jest jedną z ważniejszych cech Umowy Bazylejskiej, gdyż wszystkie proponowane rozwiązania były długo i szczegółowo konsultowane z zainteresowanymi podmiotami poprzez liczne dokumenty konsultacyjne (*consultative documents*), co pozwoliło stronom czynnie uczestniczącym w konsultacjach przewidzieć kierunek oraz skalę zmian i odpowiednio się do nich przygotować. Pozwoliło to również zwrócić uwagę na znaczenie monitorowania propozycji zmian legislacyjnych, by nie zostać zaskoczonym treścią nowych regulacji, szczególnie w przypadku prawa gospodarczego, gdzie podmioty funkcjonujące na danym rynku dysponują odpowiednią wiedzą i informacjami dotyczącymi prowadzenia działalności oraz potrafią wskazać większość niedogodności i utrudnień, proponując wiele rozwiązań wartych rozważenia.

Prosta zasada pomiaru ryzyka (ryzyko związane z działalnością podmiotu gospodarczego nie może być niższe niż ryzyko związane z inwestowaniem w państwie, gdzie podmiot ma swoją siedzibę) okazała się niewystarczająca już w latach 90. minionego wieku – zawirowania obserwowane na rynkach finansowych w minionym dziesięcioleciu w pełni ukazały jej niedostatki. Odpowiedzią miała być Druga Umowa Bazylejska bazująca na wcześniej wskazanych trzech filarach (minimalne wymogi kapitałowe, nadzór nad zarządzaniem ryzykiem oraz dyscyplina rynkowa). W każdej z części znaleźć można postanowienia związane z kwantyfikacją ryzyka (ryzyko kredytowe, ryzyko operacyjne, ryzyko rynkowe), co świadczy, jak istotne znaczenie dla stabilności i bezpieczeństwa systemu finansowego ma precyzyjne oszacowanie jego poziomu. Efektem są wydawane w różnych językach liczne publikacje ekonomistów, często o charakterze monograficznym, które zaczęły pojawiać się na rynku, jeszcze zanim opublikowano wersję końcową *Basel II*. Konsultacje, mające na celu wprowadzanie zmian i modyfikacji, bynajmniej nie

¹⁸¹ Spowodowało to ostrą krytykę ze strony amerykańskich organów nadzoru – *vide* treść wystąpienia Prezes FDIC, *Sheili Bair*, wygłoszonego na paryskiej konferencji (2007 Risk Management and Allocation Conference) 25.6.2007 r. Pełna treść wystąpienia dostępna na stronie WWW: <http://www.fdic.gov/news/news/speeches/archives/2007/chairman/spjun2507.html> (ostatnio przeglądana 16.7.2009 r.). Stany Zjednoczone zdecydowały się na częściową implementację postanowień *Basel II* (*vide* Risk-Based Capital Guidelines; Capital Adequacy Guidelines: Standardized Framework; Proposed Rule, Office of the Comptroller of the Currency, Treasury; Board of Governors of the Federal Reserve System; Federal Deposit Insurance Corporation and Office of Thrift Supervision, Treasury, July 29, 2008) i jest to dopiero propozycja regulacji w tej kwestii (*notice of proposed rulemaking*, NPR). Stanowisko przedstawiono w czerwcu 2008 r., zatem okoliczności uległy dość znaczącym zmianom na niekorzyść szybkiej transpozycji postanowień, a Komitet Bazylejski obecnie intensywnie pracuje nad zmianami, co przekreśla celowość szybkiej implementacji.

zakończyły się wraz z ogłoszeniem wersji końcowej – szeroko dyskutowane są obecnie propozycje zmian postanowień dotyczących zarządzania ryzykiem płynności czy minimalnych wymogów kapitałowych, głównie w przedmiocie konieczności zachowania przez inicjatorów ekspozycji na ryzyko związane z sekurytyzowanymi wierzytelnościami (modyfikacja modelu *originate-to-distribute*)¹⁸².

Proces wydawniczy nadal postępuje, co umożliwia wnikliwe zapoznanie się z treścią poszczególnych postanowień umowy i metodami ich praktycznego zastosowania. Z oceną efektywności należy jednak poczekać, gdyż implementacja do porządków prawnych państw albo dopiero jest w toku (USA), albo stosunkowo niedawno się zakończyła (państwa Unii Europejskiej), stąd wpływ Umowy Bazylejskiej oceniać można jedynie w aspekcie *stricte* teoretycznym, a jak wiadomo *usus est unus legum corrector*.

UWAGI DE LEGE FERENDA

Nie można oddziaływać na gospodarkę wyłącznie poprzez przepisy prawa, bez uwzględniania zasad ekonomii, gdyż działalność ta będzie z góry skazana na niepowodzenie, bez względu to, jak społecznie istotne idee miałyby realizować. Znalezienie praktycznych przykładów nie nastrocza żadnych trudności – wystarczy, nawet pobieżnie, przeanalizować polskie ustawodawstwo w sprawach dotyczących gospodarki przed 1989 r. w zestawieniu z efektami, gdyż roczniki statystyczne niekoniecznie oddawały stan rzeczywisty. Realizacja opinii opowiadających się za wydawaniem kolejnych, bardziej restrykcyjnych i szczegółowych dyrektyw, rozporządzeń europejskich, ustaw krajowych celem wykonania dyrektyw, rozporządzeń celem doprecyzowania postanowień ustaw¹⁸³, jak również przeświadczenia wielu polityków, że należy wykonać swoje zadania jedynie wtedy, gdy Sejm uchwali odpowiednią w ich przekonaniu liczbę ustaw, czynią otoczenie prawne nieprzejrzystym. Wolumen aktów normatywnych¹⁸⁴ stawia się ponad poziomem ich poprawności legislacyjnej, a tendencja drobiazgowej, wręcz graniczącej z kazuistyką, regulacji jest szczególnie widoczna w aktach prawnych Unii Europejskiej. Efektywność wspomnianych działań zazwyczaj bywa odwrotnie proporcjonalna do liczby nowych regulacji, co nakazuje zastanowić się nad celowością tego procesu.

I. Inflacja prawa gospodarczego

Zjawisko polegające na tworzeniu licznych nowych, lecz niekoniecznie potrzebnych przepisów prawnych (nadregulacja) zamiast okresowym porządkowaniu systemu prawa celem zwiększenia jego efektywności oraz transparentności – szczególnie w odniesieniu

¹⁸² Równolegle prowadzone są też prace nad zmianami w dyrektywach 2006/48/WE oraz 2006/49/WE, które implementowały postanowienia Basel II do porządków prawnych państw Unii Europejskiej, by uzgodnione zmiany mogły bez zbędnej zwłoki stać się obowiązującym prawem.

¹⁸³ Wskazane działania naruszają pośrednio również postulat pewności prawa – częste zmiany aktów prawnych utrudniają długoterminowe planowanie dochodów i kosztów inwestycji gospodarczych.

¹⁸⁴ Przykładowo w Polsce rekordowe pod tym względem były lata 2004 (ostatni numer Dziennika Ustaw z tego roku to 286) oraz 2005 (odpowiednio – 267), jednak można to tłumaczyć akcesją do Unii Europejskiej. Nawet jednak w 2008 r., gdy pojawiały się głosy, iż proces legislacyjny miał się nawet zatrzymać, ostatni wydany Dziennik Ustaw nosił numer 237. Dla porównania, w 2001 r. – 157, w 1995 – 154, w 1990 – 92, zaś w 1985 – 63.

do relacji pomiędzy poszczególnymi normami składającymi się na ten system (stosunki zakresowe przepisów) – określane jest jako inflacja prawa¹⁸⁵ (inna nazwa to prawo inflacyjne¹⁸⁶). Negatywna konotacja zwrotu jest uzasadniona, gdyż trudno uznać, by wspomniane zjawisko miało korzystny wpływ na system prawa jako pewnej uporządkowanej (w założeniu ustawodawcy) całości czy też na jego naczelne zasady – by poprzestać jedynie na zasadzie pewności prawa.

Sytuacja prawna podmiotów funkcjonujących na rynku finansowym jest podwójnie skomplikowana, gdyż prócz zmian dotyczących samego funkcjonowania czy zasad nadzoru, trzeba również uwzględnić pojawianie się nowych instytucji prawnych, jakimi są coraz bardziej skomplikowane instrumenty finansowe, oraz przepisów podatkowych mających wpływ na zawierane na rynku transakcje. Czynione są starania, by uregulować rynek OTC, zapewne wyłącznie dla poprawy bezpieczeństwa jego uczestników, nie zaś dla ewentualnych profitów z tego tytułu, nie dostrzegając, iż trudności wywołane są – pośrednio bądź bezpośrednio – przez rynki regulowane i przepisy na nich obowiązujące. Rynek *over-the-counter* nie jest zjawiskiem *ex definitione* konkurencyjnym wobec rynków regulowanych, ponieważ jest dokładnie odwrotnie – podmioty zawierające transakcje z różnych względów uznały, iż są gotowe ponosić dodatkowe rodzaje ryzyka i niedogodności, które nie występują na rynkach regulowanych, takie jak ryzyko niewywiązania się z zobowiązań przez ich kontrahenta lub kontrahentów, ewentualne korzyści rekompensują bowiem w pełni dodatkowe zagrożenia.

Problem nadmiernego tworzenia norm prawnych przez organy ustawodawcze nie jest zjawiskiem nowym i wielokrotnie był sygnalizowany przez przedstawicieli doktryny¹⁸⁷. Po 2000 r. można obserwować postępującą szybką rozbudowę systemu prawa w Polsce nowymi regulacjami, których poziom legislacyjny jest w większości niski. Kuriozalnym przykładem może być treść drugiej strony uzasadnienia do projektu ustawy o partnerstwie publiczno-prywatnym z 2007 r., gdzie wnioskodawca *expressis verbis* stwierdził, iż „*podstawową przyczyną podjęcia prac legislacyjnych nad nową ustawą był zatem całkowity brak efektów funkcjonowania ustawy obowiązującej*”¹⁸⁸. Nader aktualna pozostaje zwięzła sentencja Tacyty (*Publius Cornelius Tacitus*) opisująca zjawisko inflacji prawa – „*im większy nieład w państwie, tym liczniejsze ustawy*”¹⁸⁹. Należy jednak zauważyć tendencje (głównie w państwach Unii Europejskiej, więc również w Polsce) do podejmowania działań mających na celu przegląd obowiązujących regulacji, celem redukcji zbędnych unormowań i zmniejszenia liczby aktów prawnych, co należy oceniać pozytywnie.

¹⁸⁵ W ekonomii terminem „inflacja” określa się wzrost średniego poziomu cen dóbr i usług w pewnym okresie (*F. Mishkin, op.cit.*, s. 10), czyli spadek siły nabywczej pieniądza. Na skutek inflacji prawa spada efektywność poszczególnych regulacji (szczególnie rozporządzeń), gdyż powstają wątpliwości, czy akty normatywne nadal obowiązują, zostały uchylone czy częściowo pozbawione mocy obowiązującej.

¹⁸⁶ Tak m.in. *T. Bąkowski*, *Administracyjnoprawna sytuacja jednostki w świetle zasady pomocniczości*, Warszawa 2007, s. 109, przyp. 391.

¹⁸⁷ Porównaj *C. Wiener*, *Inflacja prawa i jej konsekwencje*, [w:] *Państwo, prawo, obywatel*, Warszawa-Wrocław 1989, s. 437–463. Analiza dotyczyła państw Europy Zachodniej, gdyż tendencja dopiero zaczynała być widoczna w Polsce. Liczba regulacji prawnych tworzonych w ostatnich latach przez Sejm jednoznacznie wskazuje, że ograniczenie obowiązujących regulacji w polskim systemie prawa stało się koniecznością.

¹⁸⁸ Ustawa z 28.7.2005 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym (Dz.U. z 2005 r. Nr 169, poz. 1420 ze zm.), uchylona ustawą z 19.12.2008 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym (Dz.U. z 2009 r. Nr 19, poz. 100), z której pochodzi cytowane uzasadnienie.

¹⁸⁹ [...] *corruptissima re publica plurimae leges*, *Annales*, III, 27 *in fine*.

II. Obszary wymagające ingerencji ustawodawców

Wyliczenie ma charakter przykładowy, gdyż w każdej dziedzinie prawa znaleźć można obszary, gdzie konieczne byłyby gruntowne zmiany, o mniej istotnych nowelizacjach nawet nie wspominając. W tym miejscu wskazane zostaną pewne obszary, gdzie zmiana odpowiednich regulacji istotnie zmniejszy poziom ryzyka, zarówno na rynkach regulowanych, jak i na rynku OTC, które wraz z innymi rynkami tworzą globalny rynek finansowy, przy czym podobnych przykładów wskazać można znacznie więcej. Temat zmian legislacyjnych w prawie regulującym funkcjonowanie rynku finansowego stał się przedmiotem wielu rozważań¹⁹⁰, co nie może dziwić, zważywszy na sytuację, w jakiej znalazł się rynek finansowy oraz gospodarki państw zaliczanych do kategorii najbardziej rozwiniętych. Otwiera to możliwość podjęcia działań mających na celu usunięcie skutków obecnego kryzysu i zapobieżenia występowania niekorzystnych zjawisk w przyszłości w podobnej skali, jak również dokładniejszej analizy potencjalnych zagrożeń pozostających poza głównym obszarem działań ustawodawców.

1. Problemy z normami dotyczącymi księgowości

Kwestia przepisów regulujących sposób prowadzenia księgowości w instytucjach finansowych była przedmiotem rozlicznych dyskusji w początkach XXI wieku jako efekt problemów z tzw. kreatywną księgowością w amerykańskiej spółce Enron oraz we włoskim koncernie Parmalat. Szczegółowa analiza *ex post* podmiotów oraz stosowanych metod prowadzenia księgowości dostarczyła wielu istotnych informacji o mechanizmach działań i licznych niedoskonałościach procedur wykrywania oraz zapobiegania nadużyciom. Skala zjawiska była tak ogromna, iż inwestorzy stracili niemal całkowicie zaufanie do publikowanych przez zarządy informacji o spółkach notowanych na giełdach, co utrudniało wycenę oraz zmniejszyło zaufanie do rynku kapitałowego i instytucji mających chronić inwestorów indywidualnych. Ustawą *the Sarbanes-Oxley Act of 2002* amerykański ustawodawca na bardzo wysokim poziomie wyznaczył niezbędne minimum dla norm o charakterze *corporate governance*, zasad odpowiedzialności osób zarządzających za nieprawidłowości w spółkach¹⁹¹ czy wreszcie reguł związanych z prowadzeniem księgowości oraz dla przejrzystości struktury podmiotu notowanego na rynku regulowanym (spółka oraz podmioty zależne, jeżeli takie istnieją).

Sytuacja na rynku kredytów hipotecznych z połowy 2007 r. zaczęła mieć istotne znaczenie dla rynku finansowego dopiero w momencie braku płynności na rynku instrumentów kredytowych. Przepisy dotyczące zasad księgowości nakazywały przy wycenie instrumentów finansowych uwzględniać ceny rynkowe, a ponieważ wiele instrumentów o najwyższym

¹⁹⁰ *Vide inter alia* E. Avgouleas, Financial Regulation, Behavioural Finance, and the Global Financial Crisis: In Search of a New Regulatory Model, September 3, 2008 (wersja z 30.3.2009 r.), L.A. Cunningham, D.T. Zaring, The Three or Four Approaches to Financial Regulation: A Cautionary Analysis Against Exuberance in Crisis Response, May 8, 2009 (wersja z 2.6.2009 r.), L.J. White, Financial Regulation and the Current Crisis: A Guide for the Antitrust Community, June 11, 2009 (wersja z 1.7.2009 r.).

¹⁹¹ Porównaj treść Sec. 302(a) analizowanej ustawy, który czyni dyrektorów oraz dyrektorów finansowych (CEO oraz CFO) w pełni odpowiedzialnymi za każde uchybienie w treści podpisywanych raportów finansowych, gdyż ich obowiązkiem jest m.in. zapewnienie odpowiedniej jakości kontroli wewnętrznej w spółkach.

ratingu zostało nagle „upadłymi aniołami”, to inwestorzy po utracie zaufania do efektywności ratingów traktowali każdy kredytowy instrument pochodny jako inwestycję wysokiego ryzyka. Część instrumentów finansowych instytucje miały zaksięgowane w bilansach jako „instrumenty finansowe utrzymywane do terminu zapadalności”¹⁹², inne zaś jako „instrumenty finansowe przeznaczone do obrotu”¹⁹³, stąd nie mogły być przekwalifikowane do odrębnych kategorii bądź było to utrudnione¹⁹⁴. Zmiany przepisów dotyczących klasyfikacji instrumentów finansowych, w tym zasad ich wyceny (możliwość odejścia od zasady *mark-to-market* na rzecz zasady *fair value*, gdzie instytucja finansowa ma większą swobodę w ustalaniu wartości danego instrumentu finansowego), wywołały wątpliwości co do rzetelności tego procesu, szczególnie mając w pamięci wcześniejsze wydarzenia.

Należy z uwagą przyjrzeć się, jak wyglądałaby sytuacja instytucji finansowych, gdyby takich nadzwyczajnych zmian nie wprowadzono. W przypadku krajów Europy – a tym bardziej Stanów Zjednoczonych, gdzie kwestię pełnej transparentności bilansów spółek giełdowych uznaje się za wartość fundamentalną – po przywróceniu stanu względnej równowagi na rynkach finansowych zostaną zapewne podjęte działania służące ograniczeniu dyskrecjonalności instytucji finansowych przy wycenie derywatów. Trzeba zauważyć, iż wartość bilansowa aktywów instytucji finansowej byłaby znacznie niższa od stanu rzeczywistego, a podmiot byłby zobligowany do sprzedaży części instrumentów finansowych (kategoria instrumentów przeznaczonych do obrotu) poniżej ich wartości. Straty należałoby liczyć podwójnie – znacząca część instrumentów kredytowych jest spłacana regularnie, jednak ich reklasyfikacja w bilansie byłaby niemożliwa, a sprzedaż możliwa wyłącznie z wysokim dyskontem.

Dzięki rozporządzeniu Komisji (WE) nr 1004/2008, banki uzyskały możliwość opóźnienia ujawnienia strat poniesionych w wyniku załamania na rynku instrumentów finansowych wyemitowanych na podstawie kredytów typu *subprime* (poprzez możliwość przekwalifikowania instrumentów finansowych z kategorii „przeznaczone do obrotu”¹⁹⁵). Krytykując postanowienia rozporządzenia 1004/2008, zapomina się, iż bez nich straty byłyby zawyżone, a banki oraz inne instytucje finansowe na takie pozycje utrzymują rezerwę nawet do 100% wartości. Kwestia nabiera szczególnie istotnego znaczenia w sytuacji, gdy konieczne jest zwiększanie kapitału własnego przez banki i pozostałe instytucje finansowe, jednocześnie wymagając od tych instytucji zwiększenia akcji kredytowej dla przedsiębiorstw, co *ipso facto* się wzajemnie wyklucza (instytucje finansowe zamiast

¹⁹² Niski poziom ryzyka nie wymagał wysokiego zabezpieczenia dla tej pozycji bilansowej, a generowała dochody porównywalne z inwestycjami wymagającymi wyższego poziomu zabezpieczenia.

¹⁹³ Porównaj przykładowo treść § 6.1–5 rozporządzenia Ministra Finansów z 12.12.2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych (Dz.U. z 2001 r. Nr 149, poz. 1674 ze zm.).

¹⁹⁴ Vide treść § 6.3 wymienionego *supra* rozporządzenia sprzed nowelizacji rozporządzeniem Ministra Finansów z 18.12.2008 r. (Dz.U. z 2008 r. Nr 228, poz. 1508), która ma zastosowanie do zobowiązań finansowych za 2008 r. Powody zmian wyjaśnia wstęp do rozporządzenia Komisji (WE) nr 1004/2008 z 15.10.2008 r. zmieniającego rozporządzenie (WE) nr 1725/2003 przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do Międzynarodowego Standardu Rachunkowości (MSR) 39 oraz Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) 7.

¹⁹⁵ Porównaj treść punktu 2 uzasadnienia do wspomnianego *supra* rozporządzenia. Zwrot dotyczący możliwości opóźnienia ujawniania strat jest konsekwencją negatywnej selekcji w przypadku instrumentów przeznaczonych do sprzedaży – w ramach każdej puli instrumentów finansowych o określonym ratingu wskazać można na spłacane mniej terminowo i nie w pełnej wysokości, porównując z resztą puli, stąd są one zbywane w pierwszej kolejności z uwagi na realną perspektywę obniżenia ratingu w nie-dalekiej przyszłości.

zwiększać kapitały własne pozyskane fundusze musiałyby przeznaczyć na wzrost rezerw na „niesprzedawalne” instrumenty finansowe). Wadą takiego rozwiązania jest możliwość tworzenia wirtualnych zysków, jeżeli nie na potrzeby wypłaty premii, to bilansowego zmniejszenia strat – może być konieczne zwiększenie efektywności nadzoru nad instytucjami finansowymi, by raporty finansowe oraz bilanse instytucji finansowych miały pokrycie w rzeczywistości. Zalecany jest również możliwie jak najszybszy powrót do standardów księgowości pozwalających na mniej uznaniową ocenę wartości aktywów przez podmiot sporządzający sprawozdanie finansowe.

2. Zarządzanie ryzykiem przez instytucje finansowe – rola *corporate governance*

W tym miejscu należałoby odesłać do postanowień *Basel II*, gdyby nie fakt, iż po pierwsze jej postanowienia nie mają charakteru wiążącego, a po wtóre amerykańskie banki borykające się z trudnościami (Citigroup, Merrill Lynch) w znacznej części te normy spełniały, stąd trudno upatrywać tu remedium na wszelkie problemy instytucji finansowych. Nawet w postanowieniach *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards* – jak brzmi pełna nazwa umowy bazylejskiej – znaleźć można liczne stwierdzenia, iż są to jedynie wymogi minimalne, a instytucje finansowe zachęca się do utrzymywania wyższych poziomów ze względów bezpieczeństwa, by ewentualne negatywne zewnętrzne zdarzenia lub okoliczności nie prowadziły do destabilizacji w funkcjonowaniu instytucji finansowych.

Istotne znaczenie ma kwestia zarządzania ryzykiem przez instytucje określane jako instytucje zaufania publicznego, szczególnie banki, gdyż fundusze emerytalne, jak również różnego rodzaju fundusze pracownicze, mają ograniczone możliwości bezpośredniego inwestowania na segmentach rynku finansowego o wysokim ryzyku¹⁹⁶. Jedną z ciekawszych propozycji¹⁹⁷ jest podział banków na trzy grupy (kategorie), wyraźnie nawiązujący do *the Glass-Steagal Act of 1933*, gdzie *fundamentum divisionis* opierałoby się na poziomie ryzyka podejmowanych przez bank działań. Trudności w modyfikowaniu prawa bankowego czy nawet szerzej – regulacji, których przedmiotem są rynki finansowe oraz podmioty na nich funkcjonujące, wynikają z faktu, iż z jednej strony przedstawiciele banków domagają się zezwolenia od organów nadzoru na angażowanie się w inwestycje wysokiego ryzyka możliwie największą częścią swojego kapitału oraz depozytów, zaś w przypadku ewentualnych trudności liczą na wsparcie jako instytucje zaufania publicznego¹⁹⁸. Obecnie rozdział działalności inwestycyjnej od działalności typowo bankowej nie będzie możliwy do przeprowadzenia, stąd pozostaje skoncentrować

¹⁹⁶ Często jednak taka sytuacja jest możliwa poprzez różnego rodzaju fundusze inwestycyjne i inne podmioty tego typu. Powyższa uwaga dotyczy głównie podmiotów amerykańskich, gdyż w państwach europejskich instytucje zaufania publicznego (poza bankami) winny spełniać dodatkowe wymogi (m.in. ograniczona jest część puli aktywów, która może być inwestowana w instrumenty podwyższonego ryzyka).

¹⁹⁷ Porównaj *E. Avgouleas, op.cit.*, s. 44–46.

¹⁹⁸ Doskonałym przykładem są dwa amerykańskie banki inwestycyjne, czyli Goldman Sachs oraz Morgan Stanley, które w obliczu upadłości banku Lehman Brothers w tym samym miesiącu przekształciły się w banki uniwersalne, by ewentualnie otrzymać rządową pomoc. Zapotrzebowanie na wsparcie rządowe ze strony instytucji finansowych w Stanach Zjednoczonych zatrzymała dopiero regulacja ograniczająca możliwość wypłaty premii dla organów zarządzających w podmiotach, które skorzystały z pomocy publicznej. Nie tylko zmniejszyło to liczbę wniosków o udzielenie pomocy, lecz kilka banków, które ją uzyskały, zdecydowało się na jej zwrot, by nie podlegać wspomnianemu ograniczeniu.

się na takim uregulowaniu przepisów dotyczących minimalnego poziomu środków własnych w zależności od prowadzonej działalności, zapewnienia płynności czy zakresu możliwej działalności oraz świadczonych usług, jak również wag ryzyka na poszczególne inwestycje, by w pierwszej kolejności zapewnić bezpieczeństwo depozytów bankowych, a dopiero w następnej – maksymalizować zyski instytucji finansowych¹⁹⁹. W przypadkach, gdy obowiązujące regulacje prawne są nieadekwatne lub niewystarczające, istotnego znaczenia nabiera *corporate governance*²⁰⁰ w instytucjach finansowych.

Corporate governance (CG) zdefiniować można jako „system prawnych i ekonomicznych instytucji (formalnych i nieformalnych reguł działania) służących regulowaniu stosunków kontraktowych pomiędzy wszystkimi podmiotami zaangażowanymi w funkcjonowanie korporacji (akcjonariuszy, kredytodawców, menedżerów, pracowników, dostawców)”²⁰¹. Główne aspekty zwrotu to normy i zasady dotyczące nadzoru nad procesem zarządzania przedsiębiorstwem przez kadrę menedżerską lub członków zarządu, ochrona praw udziałowców bądź akcjonariuszy (szczególnie mniejszościowych) oraz przestrzeganie zasad i praktyk dotyczących funkcjonowania, które podmiot dobrowolnie zobowiązał się respektować (zasady i kodeksy dobrych praktyk). Nacisk jest położony również na przejrzystość, która dotyczy zarówno struktur przedsiębiorstwa jak i działalności.

W przypadku rynku kredytowych instrumentów finansowych wskazuje się²⁰², iż dotychczasowe standardy *corporate governance* okazały się dalece niewystarczające i jest to „jedna z największych porażek związanych z obecnym kryzysem”²⁰³. Zmiany mają dotyczyć przede wszystkim zmiany w systemach wynagradzania, procedurze wewnętrznego zarządzania ryzykiem (m.in. poprzez dynamiczne ustalanie rezerw lub wyższe wymogi kapitałowe w okresach dobrej koniunktury), ograniczenia w korzystaniu z operacji pozabilansowych czy zmian w systemie rachunkowości. Potwierdzeniem spadku zaufania do procedur nadzoru wewnętrznego jest zwiększenie uprawnień dla zewnętrznych organów nadzoru.

3. Rzetelność i efektywność ratingów

W przypadku obszarów atrakcyjnych podatkowo (ang. *off-shore areas*) normy regulujące prowadzenie działalności przez spółki kapitałowe²⁰⁴ wręcz zachęcają do podejmowania

¹⁹⁹ Działalność wysokiego ryzyka można realizować nie w formie banku, lecz przykładowo jako fundusz inwestycyjny bądź też fundusz typu *venture capital*. Utrata przymiotu instytucji zaufania publicznego spowodowałaby jednak większe trudności z pozyskaniem źródeł finansowania od podmiotów zewnętrznych i – jak się wydaje – jest to kluczowy argument za funkcjonowaniem bankowości inwestycyjnej.

²⁰⁰ Polskie tłumaczenia zwrotu to ład korporacyjny, nadzór korporacyjny, nadzór właścicielski, władztwo korporacyjne (vide A. Jurkowska-Zeidler, *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Warszawa 2008, s. 107, przyp. 306), nadzór nad korporacją czy wreszcie władanie korporacyjne bądź zarządzanie korporacyjne. Z uwagi na brak powszechnie akceptowanego w doktrynie tłumaczenia oraz fakt, że polskie propozycje jedynie częściowo oddają istotę zagadnienia, w niniejszym artykule używany jest termin angielski.

²⁰¹ P. Tamowicz, Co to jest corporate governance? (ostatnio przeglądane 23.8.2009 r.) dostępne pod adresem http://www.pfcg.org.pl/article/1184_Co_to_jest_corporate_governance_.htm.

²⁰² Porównaj treść The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report chaired by Jacques de Larosière, Brussels, 25 February 2009, punkty 110–116.

²⁰³ *Ibidem*, punkt 110.

²⁰⁴ W przypadku obszarów pod jurysdykcją prawa angielskiego (zdecydowana większość) bądź holenderskiego (głównie są to Antyle Holenderskie) spółkami tymi będą najczęściej odpowiednio *Limited Liability Company*, LLC (prawo amerykańskie), względnie *Limited company by shares* (prawo brytyjskie) oraz holenderska *Besloten Vennootschap*, BV, będące odpowiednikami polskiej spółki z ograniczoną odpowiedzialnością.

inwestycji o wysokim ryzyku. Dla spółek nabywających pule wierzytelności podlegające sekurytyzacji przepisy dotyczące kapitału zakładowego nie mają większego znaczenia – istotną rolę odgrywają zabezpieczenia wewnętrzne oraz różnego rodzaju gwarancje, co powoduje, iż nawet znacznie wyższy poziom kapitału zakładowego spółki praktycznie byłby dla inwestorów irrelevantny (jeżeli pominąć wzrost ponoszonych kosztów).

Nieśmiało pojawiają się nawet propozycje, najczęściej w formie nieoficjalnych informacji, by całkowicie wyeliminować możliwość przeprowadzania procesów sekurytyzacji przez instytucje finansowe lub istotnie ją ograniczyć. Poglądy te trudno zaakceptować, gdyż wynika z nich, iż w większości przypadków ich pomysłodawcy zapewne nie mają odpowiedniej wiedzy na temat teoretycznych oraz praktycznych aspektów przeprowadzania procesu sekurytyzacji. Upraszczając, należy stwierdzić, iż obecne problemy na rynku finansowym po części są wynikiem nie tyle licznych sekurytyzacji, ile ludzi odpowiedzialnych za ich przygotowanie i przeprowadzenie – ograniczanie liczby i jakości zabezpieczeń, nie zawsze rzetelne dzielenie kredytów na poszczególne pule czy w końcu tworzenie nieprzejrzystych struktur procesu sekurytyzacji, co powodowało obniżenie wielkości strumieni finansowych (*cash flow*). Niemalą rolę odegrały również amerykańskie agencje ratingowe, przyznające najwyższe ratingi pulom wierzytelności, które ledwie kwalifikowały się na rating inwestycyjny²⁰⁵. Gwarancje podmiotów trzecich jednak pozwalały inicjatorom obniżyć oprocentowanie dla instrumentów finansowych emitowanych na bazie pul wierzytelności o wysokim ryzyku kredytowym, mimo iż pozostałe parametry sugerowały wyższy poziom ryzyka.

Proces przyznawania ratingów przez agencje ratingowe, w połączeniu z brakiem odpowiedzialności za publikowane opinie²⁰⁶, stał się jedną z przyczyn załamania na rynku instrumentów kredytowych. Pewne zmiany w tym zakresie zostały już wprowadzone, przy czym Komisja Europejska uznała je za niewystarczające, wskazując na cztery cele służące poprawie procesu wystawiania ratingów:

»[...] – po pierwsze, zapewnienie unikania przez agencje ratingowe konfliktu interesów w procesie wystawiania ratingu lub przynajmniej odpowiedniego zarządzania takimi przypadkami,

– po drugie, poprawa jakości metodyk stosowanych przez agencje ratingowe i jakości ratingów,

– po trzecie, zwiększenie przejrzystości poprzez ustanowienie obowiązku ujawniania określonych informacji przez agencje ratingowe,

– po czwarte, zapewnienie skutecznych ram rejestracji i nadzoru, unikanie poszukiwania sądu stosującego prawo najbardziej korzystne dla strony (tzw. *forum shopping*) i arbitrażu regulacyjnego pomiędzy jurysdykcjami w ramach UE²⁰⁷.

Warto odnotować, że rozporządzenie nie będzie miało zastosowania do ratingów prywatnych (por. art. 2 ust. 2 projektu), które w przypadku sekurytyzacji często określały

²⁰⁵ Porównaj treść punktu 1.1. Uzasadnienia do Wniosku Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie agencji ratingowych (KOM(2008), wersja ostateczna, Bruksela, 12.11.2008 r.).

²⁰⁶ Zmiana nastąpiła dopiero 27.6.2007 r., gdy w życie wszedł *the US Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, przy czym nie rozwiązuje on wszystkich problemów związanych z działalnością agencji ratingowych.

²⁰⁷ Punkt 1.1. *in fine* Uzasadnienia do Wniosku, *op.cit.*

ryzyko transz typu *mezzanine*, a agencje ratingowe będą ujawniać opinii publicznej „*metodyki, modele i podstawowe założenia ratingowe wykorzystywane [...] w procesie wystawiania ratingu*” (art. 7 ust. 1 projektu). Ograniczone zostanie znaczenie ratingów niezamówionych (*unsolicited credit ratings*), które często traktowane były jako środek nacisku służący odpłatnemu zamówieniu ratingu, jak również zwiększone będą możliwości administracyjno-karne wobec agencji ratingowych (art. 21 i 31 projektu). Całokształt proponowanych zmian należy ocenić pozytywnie, gdyż eliminują wiele przyczyn skutkujących spadkiem zaufania inwestorów do ratingów oraz rynku finansowego, przy czym na praktyczną ocenę efektów pozostanie jeszcze poczekać.

III. Ewentualne przyczyny następnych kryzysów

Uwagę ustawodawców oraz opinii publicznej przykuwa w znacznym stopniu aktualna sytuacja gospodarcza i próby jej naprawy, stąd mniej zainteresowania poświęca się kwestiom, które obecnie nie wymagają nadzwyczaj pilnych działań. Niemniej przepisy ich dotyczące pozostawione w obecnym brzmieniu mogą stać się przyczyną kolejnych zawirowań na rynku finansowym, a nawet zdestabilizować go w stopniu porównywalnym, jeżeli nie większym niż obecnie. O ile pierwszy wskazany poniżej przypadek może nastęrczać wielu trudności, gdyż kraje UE niechętnie odnosiły się do poprzednich planów utworzenia paneuropejskich organów nadzoru (szczególnie Wielka Brytania), o tyle już drugi ze wskazanych problemów może być stosunkowo prosto rozwiązany. W obu przypadkach znaczenie będzie mieć współpraca na poziomie ponadnarodowym i podjęcie stosownych działań w przedmiotowym zakresie.

1. Rozproszony nadzór nad rynkiem finansowym

Niska skuteczność wewnętrznych metod zarządzania ryzykiem oraz fakt, że regulacje Basel II zawierały niewiele przepisów dotyczących zarządzania ryzykiem płynności, spowodowały podjęcie stosownych działań celem zmiany tej sytuacji. Wśród przyczyn kryzysu wymieniono wiele zdarzeń i okoliczności²⁰⁸, przede wszystkim wskazując na brak odpowiedniego nadzoru makroostrożnościowego oraz nieskuteczne mechanizmy wczesnego ostrzegania. Proponowanym rozwiązaniem jest budowa europejskiego systemu nadzoru i zarządzania w sytuacjach kryzysowych, gdzie decydujące znaczenie będzie miała Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego, ERRS (*European Systemic Risk Council – ESRC*) pod przewodnictwem Prezesa EBC i przy wsparciu tej instytucji (nadzór makroostrożnościowy). Za nadzór mikroostrożnościowy ma odpowiadać Europejski System Nadzoru Finansowego, ESNF (*European System of Financial Supervision – ESFS*), czyli sieć europejskich organów nadzoru finansowego składających się na zdecentralizowaną strukturę, niezależną od ewentualnych wpływów politycznych i branżowych oraz neutralną w odniesieniu do organów nadzoru państw członkowskich. Dla instytucji transgranicznych miałyby zostać utworzone kolegia nadzorcze.

²⁰⁸ Vide The High-Level Group..., punkty 152–166.

Europejski System Nadzoru Finansowego ma być budowany dwuetapowo (I etap to lata 2009–2010, drugi – 2011–2012), przyczyniając się m.in. do wspierania stabilności systemu finansowego w skali globalnej, zwiększenia spójności rozwiązań regulacyjnych oraz wzmocnienia współpracy pomiędzy organami nadzoru. Istotne jest, że *expressis verbis* wskazano konieczność bezzwłocznego podjęcia działań, trudno jednak stwierdzić, jak będzie wyglądać ich realizacja.

Wśród przyczyn obecnego kryzysu wymienia się również politykę wynagrodzeń w sektorze usług finansowych²⁰⁹, zarówno jeżeli chodzi o poziom wynagrodzeń, jak i ich strukturę (premiowanie nadmiernego ryzyka). Zalecenia Komisji Europejskiej dotyczą ograniczenia wysokości premii, jak również powiązania ich z wynikami zarządzanej instytucji finansowej. Negatywnie oceniono praktykę gwarantowania premii bez względu na osiągnięte wyniki, co w Stanach Zjednoczonych było standardem w bankowości²¹⁰, bądź obliczania wysokości premii na podstawie wyników kwartalnych, co zachęcało do podejmowania ryzykownych decyzji inwestycyjnych. Według zaleceń Komisji podstawą dla obliczania wysokości premii ma być zdecydowanie dłuższy okres niż dotychczas – nawet 5 lat – a przynajmniej raz do roku powinna być przeprowadzana niezależna kontrola polityki wynagrodzeń (nadzór nad wysokością i strukturą płac). Wysokość wynagrodzeń oraz premii winna być skorelowana nie tylko z poziomem osiągniętych zysków, lecz również wielkością zarządzanego podmiotu. Raport de Larosièrè'a zawiera również propozycję, by istotnie wzmocnić rolę osób zajmujących się kontrolą ryzyka, zarówno co do zajmowanych stanowisk w strukturze instytucji finansowej lub przedsiębiorstwa, jak i wynagrodzenia za wykonywaną pracę²¹¹. Z uwagi złożoność problemu trudno znaleźć optymalne rozwiązanie, gdyż z jednej strony celem jest zwiększenie efektywności wykonywanej pracy, z drugiej zaś – poprawienie procedur zarządzania ryzykiem przez instytucje finansowe, by zwiększyć bezpieczeństwo całego systemu finansowego.

2. Brak obowiązku ujawniania zaangażowania w instrumenty pochodne

Przykładem problemów, do jakich może prowadzić nieprzejrzystość odnośnie do zaangażowania podmiotów w transakcje na rynku instrumentów pochodnych, był wcześniej już zasygnalizowany *casus* Volkswagena, gdzie Porsche poprzez derywaty, *de facto* i *de iure*, próbowało przejąć kontrolę nad spółką Volkswagen AG St. Temat nie był widoczny w mediach, gdyż w owym czasie praktycznie chwiał się w posadach cały system finansowy (ogłoszenie upadłości przez bank Lehman Brothers), a po wtóre straty poniosły głównie fundusze hedgingowe, które zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Europie nie cieszą się sympatią mediów czy polityków pełniących funkcje w państwach oraz organach Unii Europejskiej (by wspomnieć w tym miejscu jedynie destabilizujący

²⁰⁹ Poza dokumentem wskazanym *supra* znaczenie ma Zalecenie Komisji z 30.4.2009 r. w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych (2009/384/WE).

²¹⁰ Porównaj A.M. Cuomo, No Rhyme or Reason: The 'Heads I Win, Tails You Lose' Bank Bonus Culture, 30.7.2009 r., *passim*, publikacja (ostatnio przeglądana 23.8.2009 r.) dostępna pod adresem http://www.oag.state.ny.us/media_center/2009/july/pdfs/Bonus%20Report%20Final%207.30.09.pdf.

²¹¹ „Mechanizmy zabezpieczające nie będą skuteczne, jeżeli osoby zajmujące się kontrolą ryzyka w dalszym ciągu będą otrzymywały znacznie niższe wynagrodzenia niż osoby, których praca polega na podejmowaniu ryzyka”, punkt 123 *in fine*.

wpływ funduszy hedgingowych na frankfurcki DAX). Uczynienie rynku OTC bardziej transparentnym jest o tyle pożądane, ile niezmiernie trudne w realizacji, gdyż brak jest jednej centralnej instytucji, gromadzącej dane o wszystkich transakcjach (istnieje wiele różnych systemów transakcyjnych, a każdy gromadzi dane o własnych transakcjach). Relację między rynkami regulowanymi oraz rynkiem pozagiełdowym można przedstawić w dużym uproszczeniu w postaci kręgów koncentrycznych, gdzie jeżeli najszerszym kręgiem będzie rynek finansowy, a w jego wnętrzu zostaną umiejscowione rynki regulowane (relacje pomiędzy tymi rynkami są dla analizowanej kwestii irrelevantne), to pozostała przestrzeń rynku finansowego wyznaczy ramy dla rynku *over-the-counter*.

Dostrzec można funkcjonalne powiązanie rynku OTC z rynkami regulowanymi, gdyż znacząca część²¹² pochodnych instrumentów finansowych (derywatów), które są przedmiotem obrotu na tym rynku, bazuje na towarach, względnie na instrumentach sprzedawanych na rynkach regulowanych (przykładowo ceny baryłki ropy określonego typu, złota, obligacji skarbowych, papierów wartościowych czy nawet instrumentów pochodnych) bądź też na wartościach związanych z takimi rynkami (typu wysokość stóp procentowych, poziom indeksów giełdowych itp.). Ceny towarów, instrumentów czy też wysokość wskaźników stanowią wartość bazową (*underlying asset*) dla derywatów, zaś zmiana tej wartości bezpośrednio wpływa na cenę takiego pochodnego instrumentu finansowego. Z uwagi, iż pewne strategie inwestycyjne (m.in. krótka sprzedaż) są nakierowane na czerpanie profitów ze spadków cen surowców, akcji bądź instrumentów finansowych, co określa się jako „grę na zniżkę”, pojawiają się głosy o całkowitym zakazie ich stosowania. W pewnych sytuacjach – z uwagi na szczególne okoliczności – takie regulacje są wprowadzane²¹³, gdyż wspomniane strategie inwestycyjne pogłębiają spadki indeksów.

Transakcje zawierane na rynku nieregulowanym czy nawet same informacje o nich mają istotny czy wręcz dominujący wpływ na transakcje giełdowe („wpływ na notowania instrumentu bazowego celem zwiększenia zysków z transakcji na rynku OTC”), co powoduje, iż te transakcje na rynku giełdowym postrzega się jako spekulacyjne, domagając się wprowadzenia regulacji mających zapobiegać takim sytuacjom i ustanowienia przepisów dotyczących obrotu na nieregulowanym przepisami o charakterze *lex specialis* rynku. Pomija się jednak dość istotną okoliczność – o tym, jakie działania lub zachowania są uznawane za manipulację, decydują przepisy regulujące obrót giełdowy, stąd w pierwszej kolejności zalecane jest od nich zacząć procedury sanacyjne. Wskazuje się również na konieczność wprowadzenia obowiązków informacyjnych dotyczących ujawniania zaangażowania na rynku OTC, co ma przeciwdziałać takim praktykom (traktowanie ich podobnie jak transakcji terminowych na rynkach regulowanych), otwarte pozostaje jednak pytanie o charakter tego obowiązku – czy byłby to obowiązek względny (ujawnienie wszystkich transakcji jedynie z podmiotami notowanymi na danej giełdzie), czy też obowiązek bezwzględny,

²¹² Nie można jednak twierdzić, iż dotyczy to każdego derywatu, gdyż w obrocie znajdują się pochodne instrumenty finansowe, dla których wartością odniesienia jest cena innego derywatu.

²¹³ Porównaj treść Statement of SEC Division of Trading and Markets Regarding Technical Amendments to Short Sale Order z 21.9.2008 r., którym to oświadczeniem, z uwagi na gwałtowne spadki na NYSE, Sec zakazał krótkiej sprzedaży, jednak firmy miały możliwość wyłączenia swoich akcji spod tego zakazu (*opt out clause*) poprzez notyfikowanie tego zamiaru SEC, z czego liczna grupa podmiotów skorzystała – *vide* pełna treść tego komunikatu <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-218.htm> (ostatnio przeglądany 23.8.2009 r.).

polegający na konieczności ujawnienia wszelkich transakcji zawartych na rynku OTC i jaka byłaby podstawa prawna udzielania tak istotnych dla każdego podmiotu informacji (*de facto* można tu mówić o obowiązkowym pełnym ujawnieniu strategii inwestycyjnej).

Wydaje się, iż prostszym, tańszym i znacznie mniej kłopotliwym dla podmiotów zawierających transakcje na rynku *over-the-counter* rozwiązaniem jest odwrócenie tej sytuacji – to podmiot inwestujący na rynku regulowanym miałby obowiązek ujawnienia swego poziomu zaangażowania w inwestycje na danym rynku, ale już nie w poszczególne spółki (jeżeli założyć niższy poziom transparentności), a dane te byłyby ogólnodostępne. Obowiązek dotyczyłby wszystkich podmiotów inwestujących na tym rynku środki powyżej określonej wartości (typu instytucje finansowe, fundusze inwestycyjne, fundusze typu *hedge*), by inwestorzy indywidualni, obracający relatywnie niskimi sumami, nie byli traktowani jak podmioty inwestujące setki milionów czy nawet miliardy dolarów, euro bądź funtów. Umożliwiłoby to bardziej skuteczną ochronę przed nagłymi zmianami zaangażowania na danym rynku w celu spekulacyjnym (przepisy określające czas i wysokość środków inwestowanych na danym rynku czy też ich wycofanie), a przy tym nie odbiegałoby znacząco od przepisów aktualnie obowiązujących. Wskazane też jest dalsze doprecyzowanie regulacji dotyczących powiązań kapitałowych pomiędzy podmiotami (podmioty o strukturze holdingowej, relacja dominacja–zależność, spółki powiązane itp.) oraz zwiększenie współdziałania pomiędzy organami nadzoru nad różnymi segmentami rynku finansowego czy w różnych państwach, co nie tylko zwiększy efektywność procedur nadzorczych, lecz również poprawi transparentność rynku finansowego. Pozwoliłoby to także na ograniczenie swobody inwestycyjnej dla funduszy hedgingowych²¹⁴, gdyż każda z takich instytucji miałaby możliwość decyzji, czy pozostać poza rynkiem regulowanym i nie mieć na niego wpływu oraz nie podlegać tym obowiązkom (co wydaje się jednak skrajnie mało prawdopodobne), czy też zdecydować się na ujawnienie swego zaangażowania na danym rynku.

PODSUMOWANIE

Echa kryzysu finansowego widoczne w innych sektorach gospodarki, *prima facie* często nie powiązanych bezpośrednio z rynkiem kredytów hipotecznych, w pełni potwierdzają pogląd nakazujący traktować rynek finansowy w skali globalnej jako pewną całość, gdzie trudności jednej gałęzi gospodarki prędzej czy później wpłyną na inne, a pytanie może co najwyżej dotyczyć wielkości wpływu. Wcześniej wskazano na niektóre możliwe przyczyny, bez wystąpienia których trudności na rynku nieruchomości jednego państwa nie mogłyby wpłynąć na globalny system finansowy, zaś pozostałe zawirowania na innych rynkach są już bardziej pochodną kryzysu finansowego, jednak ich wystąpienie jest również skutkiem wcześniejszych zaniedbań.

²¹⁴ Pominięto treść Rezolucji Parlamentu Europejskiego zawierającej zalecenia dla Komisji w sprawie funduszy hedgingowych i niepublicznego rynku kapitałowego 2007/2238(INI) – „Projekti Rasmussena”, z uwagi na ogólność, zbyt wczesny etap tej procedury oraz fakt, iż ma ona na celu nie tyle rozwiązanie problemów rynku OTC, ile próby przekształcenia go w twór przypominający alternatywny system obrotu – „europejski system emisji papierów wartościowych na niepublicznych rynkach kapitałowych” (*vide* Zalecenie 2 *in principio*).

Pierwsze oznaki kryzysu na rynku nieruchomości miały początkowo minimalny wpływ na system finansowy, nie licząc późniejszego mniejszego zainteresowania kredytowymi instrumentami finansowymi, lecz brak szybkiej reakcji organów nadzoru na zaistniałą sytuację oraz niezwracanie większej uwagi na istniejące w tym sektorze gospodarki praktyki wśród uczestników, które nijak miały się do tak promowanych w Stanach Zjednoczonych zasad *corporate governance*, znacznie przyspieszyły kryzys na tym rynku. Nie można też przecenić znaczenia praktyk i zachowań wielu różnych podmiotów uczestniczących w *National Homeownership Strategy*, które w większości traktowały ten projekt jako *sui generis perpetuum mobile* służące wyłącznie maksymalizowaniu zysków. Przykładem jest zawyżanie wycen nieruchomości oraz cen transakcyjnych czy dość beztrudne podejście do kwestii zarządzania ryzykiem kredytowym przez banki i inne instytucje finansowe, które udzielając kredytów hipotecznych, zakładały dalszy znaczący wzrost cen, zapominając o *casusie* Japonii z końca lat 90. XX wieku oraz jego skutkach dla japońskiej gospodarki.

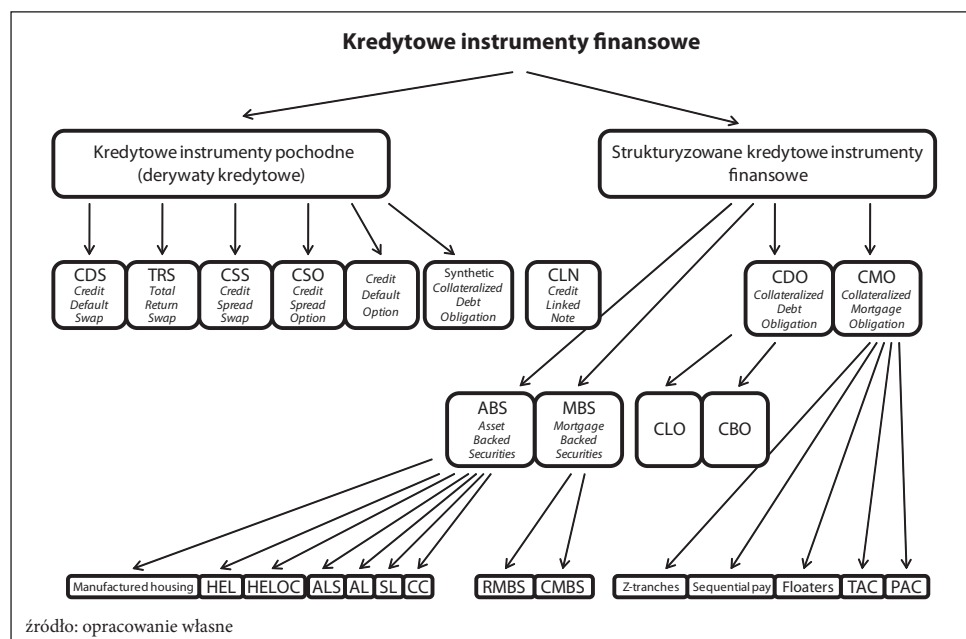
Nie bez winy był sektor finansowy w Stanach Zjednoczonych, gdzie dźwignia finansowa na poziomie 30–40:1 nie była zjawiskiem wyjątkowym, a raczej pewną normą. Instrumenty finansowe – w założeniach o charakterze akademickim – służące przenoszeniu ryzyk kredytowych poza sektor bankowy, były traktowane podobnie jak obligacje rządowe²¹⁵, jeżeli chodzi o ryzyko inwestycyjne, zaś podobnie jak komunalne instrumenty o charakterze dłużnym, odnośnie do ich oprocentowania. Nabywców znajdowały również liczne strukturyzowane kredytowe instrumenty finansowe, również te o wysokim poziomie ryzyka inwestycyjnego, po części z uwagi na niski poziom stóp procentowych, który intensyfikował poszukiwania przez inwestorów inwestycji o wysokich stopach zwrotu. Niska przejrzystość struktur, zarówno przy tworzeniu puli wierzytelności, jak i na etapie tworzenia ram prawnych dla danego kredytowego instrumentu finansowego, skłaniała inwestorów do podejmowania decyzji inwestycyjnych na podstawie ratingów, które paradoksalnie nawet podmioty je wydające traktowały li tylko jako opinie *quasi-dziennikarskie*, miarodajne jedynie na moment ich wystawienia. Liczne wątpliwości budziła nie tylko metodologia ocen, lecz nawet zwykła rzetelność w ich wystawianiu, gdyż nierzadko ten sam podmiot, który oceniał daną emisję, miał w udział w jej tworzeniu, co powodowało, iż nazbyt często obiektywizm ocen był iluzoryczny. „Podbijanie” ratingów danej emisji przez liczne instytucje ubezpieczeniowe, przy znacznie obniżonych wymogach dotyczących innych rodzajów zabezpieczeń, też odegrało niepoślednią rolę przy wprowadzaniu inwestorów w błąd co do rzeczywistego poziomu ryzyka dla danej emisji instrumentów finansowych. Cały ten skomplikowany system wzajemnych powiązań pomiędzy podmiotami i inwestycjami opierał się bowiem *de facto* wyłącznie na jednej okoliczności – prawie bezgranicznym zaufaniu inwestorów do udostępnianych im informacji. Nagła utrata zaufania spowodowała załamanie się rynku kredytowych instrumentów finansowych.

Awersja do ponoszenia jakiegokolwiek ryzyka związanego z sektorem nieruchomości oraz instrumentami finansowymi powiązanymi z tym rynkiem dotknęła zarówno

²¹⁵ Obligacje emitowane na szczeblu stanowym – najczęściej różnego rodzaju obligacje komunalne z tego przywileju nie korzystały, stąd oferowały wyższe oprocentowanie celem rekompensaty wyższego ryzyka kredytowego.

rynek pozagiełdowy, jak i rynki regulowane. W przypadku rynków giełdowych już od połowy 2007 r. można było obserwować spadki indeksów giełdowych, zaś momentem krytycznym była połowa września 2008 r., gdy w Stanach Zjednoczonych notowano znaczne spadki indeksów giełdowych przy wysokiej wartości obrotów, co w pełni potwierdzało spadek zaufania inwestorów do instytucji giełdy oraz spółek na niej notowanych. Dopiero od marca 2009 r. można dostrzec wzrosty indeksów.

Można przypuszczać, że te dwie drogi rozwoju widoczne na rynku instrumentów pochodnych, czyli rynki regulowane oraz rynek OTC będący ich naturalnym uzupełnieniem, będą dalej funkcjonować, niekoniecznie jednak niezależnie od siebie. Wzrost wartości obrotów nie będzie pewnie tak intensywny jak ostatnimi laty, po części z uwagi na kryzys finansowo-gospodarczy, a po części na dużo większą ostrożność w zawieraniu transakcji (awersja do ryzyka) przez instytucje finansowe najbardziej tym kryzysem dotknięte. Na rynek regulowany trafiają zazwyczaj instrumenty finansowe, które wcześniej były relatywnie długo obecne na rynku OTC i spełniły oczekiwania stron zawierających transakcje, więc uczestnicy rynków finansowych znają zarówno ekonomiczne, jak i prawne aspekty tych instrumentów, a dzienny obrót liczony jest globalnie w dziesiątkach lub setkach miliardów dolarów. Wydaje się, iż rynek pozagiełdowy jest najbardziej oczywistym i zarazem sensownym wyborem dla wszelkiego rodzaju innowacji finansowych, zaś wspomniany wcześniej układ kręgów koncentrycznych najlepiej przedstawia relacje między rynkiem pozagiełdowym a rynkiem regulowanym. Rynki regulowane wykorzystują rozwiązania oraz nowe produkty finansowe obecne na rynku OTC, dlatego też brak jest konieczności jego regulacji, gdyż nie będzie gdzie testować innowacji finansowych, a założone cele związane z bezpieczeństwem i stabilnością systemu finansowego można osiągnąć innymi środkami.



BIBLIOGRAFIA

- M. Aleksandrowicz, M. Grzybowski*, Sekurytyzacja wiarytelności bankowych – zagadnienia prawne i podatkowe, *Glosa* 2004, Nr 12, s. 4–12;
- T.J. Andersen*, *Global Derivatives: A Strategic Risk Management Perspective*, London 2006;
- D.W. Arner*, *The Global Credit Crisis of 2008: Causes and Consequences* (wersja z 7.5.2009 r.), *The International Lawyer*, Vol. 43, 2009, s. 101–190;
- Asset Transfers and Securitisation, Basel Committee on Banking Supervision, September 1992;
- E. Avgouleas*, *Financial Regulation, Behavioural Finance, and the Global Financial Crisis: In Search of a New Regulatory Model*, September 3, 2008, publikacja dostępna na stronach internetowych Social Science Research Network (SSRN, wersja z 30.3.2009 r.) – <http://www.ssrn.com>;
- D. Baur, E. Joossens*, *The effect of credit risk transfer on financial stability*, January 2006, publikacja dostępna na stronach SSRN (wersja z 8.2.2006 r.);
- T. Bąkowski*, *Administracyjnoprawna sytuacja jednostki w świetle zasady pomocniczości*, Warszawa 2007;
- red. *J. Borrows*, *Current Issues in Securitisation*, London 2002;
- J. Chłód*, *Ogólne oraz deregulacyjne funkcje sekurytyzacji*, *Prawo Bankowe* 2006, Nr 11, s. 77–84;
- A. Chłopecki, M. Dyl*, *Rynek kapitałowy*, Warszawa 2000;
- Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information, Basel Committee on Banking Supervision Working Papers, No. 3 – August 2000;
- M.G. Crouhy, R.A. Jarrow, S.M. Turnbull*, *The Subprime Credit Crisis of 07*, March 25, 2008, publikacja dostępna na stronach SSRN (wersja z 9.7.2008 r.);
- L.A. Cunningham, D.T. Zaring*, *The Three or Four Approaches to Financial Regulation: A Cautionary Analysis Against Exuberance in Crisis Response*, May 8, 2009 (wersja z 2.6.2009 r.), publikacja dostępna na stronach SSRN;
- A.M. Cuomo*, *NO RHYME OR REASON: The 'Heads I Win, Tails You Lose' Bank Bonus Culture*, 30.7.2009 r., publikacja dostępna na stronie WWW: http://www.oag.state.ny.us/media_center/2009/july/pdfs/Bonus%20Report%20Final%207.30.09.pdf;
- R. Czyżewski, A. Mazurkiewicz*, *Program Sekurytyzacji – przypadek Pharmag S.A. w Gdańsku*, prezentacja PowerPoint dostępna na stronie WWW: http://www.komunalne.info/repository/files/sekurytyzacja_-_przypadek_Pharmagu.pdf oraz dane uzupełniające do niej dostępne na stronie WWW: http://www.komunalne.info/repository/files/SEKURYTYZACJA_Rafal_Czyzewski.pdf;
- J. Deacon*, *Global Securitisation and CDOs*, Chichester 2004;
- Y. Demyanyk, O. Van Hemert*, *Understanding the Subprime Mortgage Crisis*, December 5, 2008, publikacja dostępna na stronach SSRN (wersja z 20.6.2009 r.);
- red. *A. Drewicz-Tulodziecka*, *Sekurytyzacja aktywów ze szczególnym uwzględnieniem wiarytelności hipotecznych*, Warszawa 2003;
- P. Dziekoński*, *Nowa Bazylejska Umowa Kapitałowa – konsekwencje dla rynku kredytowego*, *Materiały i Studia NBP*, zeszyt Nr 164, czerwiec 2003;
- red. *F.J. Fabozzi*, *The Handbook of Financial Instruments*, Hoboken, New Jersey 2002;
- red. *F.J. Fabozzi*, *The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, New York 2005;
- red. *F.J. Fabozzi, M. Choudhry*, *The Handbook of European Structured Financial Products*, Hoboken, New Jersey 2004;
- Fannie Mae Reports Second Quarter 2008 Results, dane dostępne na stronie WWW http://www.fanniemae.com/media/pdf/newsreleases/q22008_release.pdf;
- Financial Stability Report, Bank of England, July 2006;
- Freddie Mac Consolidated Statements of Income (Unaudited), dostępny na stronie WWW http://www.freddiemac.com/investors/er/pdf/financial-statements_080608.pdf;
- Global Financial Stability Report, Market Developments and Issues, International Monetary Fund, April 2005;
- R.G. Hagstrom*, *The Warren Buffett Way*, Hoboken, New Jersey 2005;
- S. Heffernan*, *Modern Banking*, Chichester 2005;
- M. Hellwig*, *Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis*, December 2008 (wersja z 11 grudnia 2008);

- Ch.E. Herbert, D.R. Haurin, S.S. Rosenthal, M. Duda*, Homeownership Gaps Among Low-Income and Minority Borrowers and Neighborhoods, U.S. Department of Housing and Urban Development – Office of Policy Development and Research, May 2005;
- C.A. Hill*, Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons, *Washington University Law Quarterly*, vol. 74, no. 4, 1996, s. 1061–1120, publikacja dostępna również na stronach SSRN (wersja z 29.1.2003 r.);
- Historical Tables, Budget of the U.S. Government, Fiscal Year 2010, Office of Management and Budget, Washington 2009, publikacja dostępna w wersji elektronicznej na stronie WWW <http://www.whitehouse.gov/omb/budget/fy2010/assets/hist.pdf>;
- J.C. Hull*, *Options, Futures, and Other Derivatives*, New Jersey 2006;
- A. Ineichem, K. Silberstein*, AIMA's Roadmap to Hedge Funds, publikacja dostępna na stronie WWW http://www.aima.org/en/knowledge_centre/education/aimas-roadmap-to-hedge-funds.cfm;
- International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, Basel Committee on Banking Supervision, June 2006;
- ISDA 2008 A Yearbook of ISDA Activities, International Swaps and Derivative Association, 2008;
- W.D. Jackson*, Glass-Steagall Act: Commercial vs. Investment Banking, June 29, 1987, dokument dostępny w wersji elektronicznej na stronie WWW <http://digital.library.unt.edu/govdocs/crs/permalink/meta-crs-9065:1>;
- P. Jaroński*, Sekurytyzacja wiarytelności bankowych. Cz. I, *Monitor Prawniczy* 2000, Nr 1, s. 4–8;
- Ch. Johnson*, At the Intersection of Bank Finance and Derivatives: Who Has the Right of Way?, *Tennessee Law Review*, vol. 66, No. 1, Fall 1998, publikacja dostępna również na stronach SSRN (wersja z 13.6.2008 r.);
- P. Jorion*, *Financial Risk Manager Handbook*, Fourth Edition, Hoboken, New Jersey 2007;
- A. Jurkowska-Zeidler*, Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej, Warszawa 2008;
- B.J. Keys, T. Mukherjee, A. Seru, V. Vig*, Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence From Subprime Loans, December 2008, publikacja dostępna na stronach SSRN (wersja z 11.1.2009 r.);
- Ch.P. Kindleberger, R.Z. Aliber*, *Manias, Panics, and Crashes: a History of Financial Crises*, Fifth Edition, Hoboken, New Jersey 2005;
- J. Koleśnik, M. Rewieński*, Sekurytyzacja wiarytelności bankowych – wybrane aspekty, *Prawo Bankowe* 2000, Nr 7/8, s. 81–96;
- A. Kosiński*, Sekurytyzacja aktywów na świecie i w Polsce, Warszawa 1997;
- red. *J. Lehman, S. Phelps*, *West's Encyclopedia of American Law*, 2nd Edition, Vol. 1, 2005;
- F.S. Mishkin*, *Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Seventh Edition, Boston 2004;
- Mortgage Loan Fraud. An Industry Assessment based upon Suspicious Activity Report Analysis, Financial Crime Enforcement Network, November 2006;
- New developments in clearing and settlement arrangements for OTC derivatives, Basel Committee on Banking Supervision, March 2007;
- T. Nieborak*, *Pochodne instrumenty finansowe – aspekty prawnopodatkowe*, Warszawa 2004;
- M.A. Olszak*, Międzynarodowy rynek instrumentów transferu ryzyka kredytowego, *Bank i Kredyt* 2006, Nr 3, s. 30–52;
- F. Partnoy*, How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers, *San Diego Legal Studies Paper No. 07–46*, 2006, s. 59–102, publikacja dostępna również na stronach SSRN (wersja z 24.5.2006 r.);
- F. Partnoy*, ISDA, NASD, CFMA, and SDNY: The Four Horsemen of Derivatives Regulation?, *University of San Diego School of Law Public Law and Legal Theory Working Paper 39*, Spring 2000, publikacja dostępna również na stronach SSRN (wersja z 20.9.2004 r.);
- M. Pawliszyn*, Rozwój rynku pochodnych instrumentów kredytowych, *Bank i Kredyt* 2004, Nr 11–12, s. 4–16;
- I.A. Raczkowska*, Sekurytyzacja wiarytelności bankowych, Warszawa 2001;
- D.J. Reiss*, Subprime Standardization: How Rating Agencies Allow Predatory Lending to Flourish in the Secondary Mortgage Market, *Florida State University Law Review*, Vol. 33, 2006, publikacja dostępna również na stronach SSRN (wersja z 1.12.2006 r.);
- Ł. Reksa*, Sekurytyzacja wiarytelności na rynkach międzynarodowych, *Bank i Kredyt* 2004, Nr 2, s. 59–70;
- Risk-Based Capital Guidelines; Capital Adequacy Guidelines: Standardized Framework; Proposed Rule, Office of the Comptroller of the Currency, Treasury; Board of Governors of the Federal Reserve System; Federal Deposit Insurance Corporation and Office of Thrift Supervision, Treasury, July 29, 2008, dokument dostępny na stronie WWW <http://edocket.access.gpo.gov/2008/pdf/E8-16262.pdf>;

W. Rogowski, Prawo pomaga przerwać milczenie. Prawne uwarunkowania whistleblowing'u w spółkach, Przegląd Corporate Governance 2007, Nr 3 (11), s. 1–13, publikacja dostępna również na stronie WWW http://rogowski.files.wordpress.com/2008/10/pcg-311-2007-rogowski_whistle.pdf;

D. Rosati, Przyczyny i mechanizmy kryzysu finansowego w USA, Ekonomista 2009, Nr 3, s. 315–351;

S.G. Ryan, Accounting in and for the Subprime Crisis, March 2008, publikacja dostępna na stronach SSRN (wersja z 23.4.2008 r.);

S.L. Schwarcz, The Alchemy of Asset Securitization, Stanford Journal of Law, Business and Finance 1994, vol. 1, s. 133–154;

Sekurytyzacja aktywów bankowych, Zeszyty BRE Bank – CASE 2006, Nr 82, Warszawa 26.1.2006 r.;

P. Sobolewski, Instrumenty pochodne na współczesnych rynkach finansowych, Bank i Kredyt 2009, dodatek Instrumenty finansowe w globalnej gospodarce, s. 1–24;

A. Sopoćko, Rynkowe instrumenty finansowe, Warszawa 2005;

Ch.A. Stone, A. Zissu, The Securitization Markets Handbook. Structures and Dynamics of Mortgage-and Asset-backed Securities, Princeton 2005;

P. Tamowicz, Co to jest corporate governance?, publikacja dostępna pod adresem http://www.pfcg.org.pl/article/1184_Co_to_jest_corporate_governance_.htm;

Testimony by Alan Greenspan, Chairman, Board of Governors of the Federal Reserve System before the Committee on Banking, Housing & Urban Affairs United States Senate, July 12, 1990, pełna treść wystąpienia dostępna na stronie WWW http://fraser.stlouisfed.org/historicaldocs/ag90/download/27814/Greenspan_19900712.pdf;

The Clinton Administration's National Urban Policy Report, U.S. Department of Housing and Urban Development, prepared by Office of Policy Development and Research, July 25, 1995;

The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report chaired by Jacques de Larosière, Brussels, 25 February 2009;

The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis, Financial Services Authority, March 2009, opracowanie dostępne na stronie WWW http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf;

Urban Policy Brief, Number 2, August 1995, wersja tekstowa dostępna na stronie WWW <http://www.huduser.org/publications/txt/hdbrf2.txt>;

A. Waszkiewicz, „Papierowe” bogactwo sekurytyzacji, Bank i Kredyt 2004, Nr 4, s. 16–30;

C. Wiener, Inflacja prawa i jej konsekwencje, [w:] Państwo, prawo, obywatel, Warszawa–Wrocław 1989, s. 437–463;

Wniosek Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie agencji ratingowych (KOM(2008), wersja ostateczna, Bruksela, 12.11.2008 r.), dokument (wniosek, uzasadnienie oraz załączniki) dostępny na stronie WWW http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_pl.pdf;

L.J. White, Financial Regulation and the Current Crisis: A Guide for the Antitrust Community, June 11, 2009 (wersja z 1.7.2009 r.), publikacja dostępna na stronach SSRN;

P.R. Wood, Title Finance, Derivatives, Securitizations, Set-off and Netting, London 1995;

R.R. Zdzieborski, Umowa o podporządkowaniu wierzytelności (subordination agreement) w praktyce anglosaskiej, Prawo Spółek 2004, Nr 7–8, s. 82–90;

R.R. Zdzieborski, Umowa o podporządkowaniu wierzytelności w polskiej praktyce kontraktowej. Zagadnienia wybrane. Cz. I, Monitor Prawniczy 2003, Nr 12, s. 552–556;

R.R. Zdzieborski, Umowa o podporządkowaniu wierzytelności w polskiej praktyce kontraktowej. Zagadnienia wybrane. Cz. II, Monitor Prawniczy 2003, Nr 13, s. 601–606;

red. F. Zoll, Prawo bankowe. Komentarz, t. II, Zakamycze 2005;

J. Zombirt, Instrumenty sekurytyzacyjne, Prawo Bankowe 2003, Nr 5, s. 52–60;

J. Zombirt, Sekurytyzacja w świetle bankowych regulacji europejskich, Warszawa 2002;

J. Zombirt, I. Styn, Transakcje sekurytyzacyjne na świecie i w Polsce, Rynek Terminowy 2001, Nr 1, s. 17–19;

A. Zwolińska-Doboszyńska, Sekurytyzacja wierzytelności z udziałem funduszy sekurytyzacyjnych na tle innych uregulowań dotyczących sekurytyzacji, Przegląd Prawa Handlowego 2005, Nr 2, s. 17–25.

Ogół publikacji ze źródeł internetowych był dostępny na podanych stronach 23.8.2009 r.