

Andrzej Dżuryk*
ORCID: 0000-0002-4055-7773
dzuryk@poczta.onet.pl

Perspektywy rozwoju europejskich obligacji zabezpieczonych

Streszczenie

Pomysł stworzenia nowego instrumentu rynku kapitałowego narodził się z idei unii rynków kapitałowych. Czerpie on inspirację przede wszystkim z bardzo dobrego doświadczenia listów zastawnych, które zapewniają stabilne, długoterminowe i stosunkowo tanie źródło finansowania działalności bankowej, przyczyniając się jednocześnie do budowania stabilności systemu finansowego. Europejskie obligacje zabezpieczone realizują cele unii rynków kapitałowych wspierając finansowanie małych i średnich przedsiębiorstw, stanowiących trzon unijnej gospodarki, a które zostały szczególnie dotknięte kryzysem wywołanym COVID-19. Identyfikacja przesłanek rozwoju ESNs, które zostały przedstawione w niniejszym artykule, wpisuje się w potrzebę odbudowy postpandemicznej gospodarki europejskiej.

Słowa kluczowe: europejskie obligacje zabezpieczone, listy zastawne, małe i średnie przedsiębiorstwa, finansowanie odbudowy gospodarki, zrównoważone finansowanie, unia rynków kapitałowych

JEL: G18, G28

Development Perspectives of European Secured Notes

Abstract

The idea of creating a new capital market instrument emerged from the concept of Capital Markets Union. It draws inspiration primarily from the very good experience of covered bonds, which provide a stable, long-term and relatively cheap source of financing banking activities, while contributing to building the stability of the financial system. European Secured Notes fulfill the aims of the Capital Markets Union by supporting the financing of small and medium enterprises, which are the backbone of the EU economy, and which have been particularly hard hit by the COVID-19 crisis. The identification of the requirements for the

* Andrzej Dżuryk – dr, Uniwersytet Gdański, Wydział Zarządzania, Katedra Bankowości i Finansów.

development of ESNs, presented in this article, fits with the needs of the recovery of the post-pandemic European economy.

Key words: European Secured Notes, covered bonds, small and medium enterprises, financing economic recovery, ESG financing, Capital Markets Union

Wstęp

Pomysł europejskich obligacji zabezpieczonych (*European Secured Notes*, ESN), umożliwiających, podobnie jak listy zastawne (*covered bonds*) dla kredytów hipotecznych, długoterminowe finansowanie działalności bankowej w segmencie kredytowania małych i średnich przedsiębiorstw (*small and medium enterprises*, SME), narodził się w ramach debaty Unii Rynków Kapitałowych (*Capital Markets Union*, CMU)¹.

ESNs czerpią z sukcesu listów zastawnych, wykorzystują najlepsze praktyki rynkowe finansowania działalności bankowej i adresują potrzeby inwestorów instytucjonalnych. Ideą nowego produktu finansowego jest, aby był on dostępny w sytuacjach stresowych, działał antycyklicznie i zapewniał ciągłość podaży zrównoważonego prywatnego finansowania realnej gospodarki, tak jak funkcję tę bardzo dobrze spełniają listy zastawne (Grossmann i Stöcker 2015, s. 110–111).

Idea nowego instrumentu kapitałowego zyskała na znaczeniu na skutek inicjatywy KE nowego planu działania Unii Rynków Kapitałowych (*European Commission's new CMU Action Plan (Capital markets union 2020 action plan... 2020)*) oraz z uwagi na możliwość wykorzystania ESNs do odbudowy pokryzysowej gospodarki. Kryzys spowodowany pandemią COVID-19, który dotknął w szczególności segment SME będący filarem europejskiej gospodarki, wymaga wszechstronnych i skoordynowanych działań.

Celem artykułu jest próba identyfikacji perspektyw rozwoju europejskich obligacji zabezpieczonych jako nowego instrumentu rynku kapitałowego i roli jaką mogą one odegrać w odbudowie gospodarki europejskiej po kryzysie spowodowanym pandemią COVID-19.

¹ Projekt Unii Rynków Kapitałowych ma na celu ułatwienie napływu inwestycji z innych krajów oraz przepływu i transferu kapitału głównie do spółek z sektora małych i średnich przedsiębiorstw w ramach UE m.in. przez zwiększenie finansowania przez rynki kapitałowe względem klasycznego finansowania bankowego (Rezolucja Parlamentu Europejskiego 2015; *Unia Rynków Kapitałowych* 2015).

1. Rekomendacje EBA

KE wystąpiła do EBA o przygotowanie rekomendacji standardu ESNs, które ta opublikowała w czerwcu 2018 roku (*EBA Report on European Secured Notes* (ESNs) 2018). Rekomendacje te w dużym stopniu czerpią z sukcesu zharmonizowanych ram europejskich listów zastawnych (*European Covered Bond Framework*) (Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2162).

1.1. Standaryzacja produktowa

Zgodnie z rekomendacją EBA, ESNs powinny być instrumentami o podwójnym regresie, aby inwestorzy mieli pierwszorzędne roszczenie do portfela kredytowego stanowiącego pulę zabezpieczeń (*cover pool*) oraz bezpośrednio roszczenie do banku emitującego lub gwarantującego ESNs, czyli tak jak ma to miejsce w przypadku listów zastawnych.

Główne różnice między kredytami SME, na których zabezpieczone są ESNs, a kredytami hipotecznymi, na których zabezpieczone są listy zastawne, są następujące (Vogel i in. 2020, s. 4):

- kredyty SME mają wyższe wskaźniki szkodowości i są mniej jednorodne niż kredyty hipoteczne;
- dane o jakości kredytowej kredytów SME nie są ustandaryzowane, co utrudnia pożyczkodawcom i inwestorom precyzyjne określenie oraz porównanie jakości tych kredytów;
- kredyty SME są zazwyczaj niezabezpieczone, więc pożyczkodawcy zwykle nie mogą wykorzystać wskaźnika LtV do szacowania ryzyka tych aktywów w odróżnieniu od kredytów hipotecznych.

EBA przedstawiła szczegółowe zalecenia standardu produktowego ESNs oraz to, w jaki sposób należy zaadoptować model listu zastawnego do charakterystyki kredytów SME, aby ograniczyć wskazane wyżej ryzyka:

- każdy pożyczkobiorca w ramach puli zabezpieczającej powinien być przedsiębiorstwem o rocznych obrotach nie przekraczających 50 milionów euro²;
- tylko zarejestrowane instytucje kredytowe UE mogą emitować ESNs³;

² Z uwagi na różnice w definiowaniu SME między krajami członkowskimi UE, EBA zaleciła przyjęcie wspólnej definicji dla ujednoczenia ram ESNs, SME i zaproponowała wykorzystanie definicji przyjętej w art. 501(2) *Capital Requirement Regulation* (CRR), która jest szeroko stosowana w ramach instytucji unijnych. Ponadto zaletą definicji CRR jest to, że obejmuje ona większą liczbę kredytów SME niż inne definicje, a jej wykorzystanie umożliwiłoby zakwalifikowanie ESNs SME do preferencyjnego traktowania ostrożnościowego w zakresie wykorzystania kapitału (Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013).

³ Wymóg ten ma zapewnić, że ESNs będą się kwalifikować do preferencyjnego traktowania w ramach *Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities Directive* (UCITS), co umożliwia swobodę działania schematów wspólnego finansowania w ramach UE na podstawie autoryzacji danego kraju członkowskiego (Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/EU).

- ESNs powinny być instrumentami o niskim prawdopodobieństwie bankructwa (*bankruptcy-remote*), a inwestorzy powinni mieć podwójny regres do banku i do puli zabezpieczeń⁴;
- pula zabezpieczeń powinna:
 - być wydzielona⁵ i nieobciążona (*unencumbered*) przez roszczenia stron trzecich;
 - zawierać aktywa zlokalizowane na terenie europejskiego obszaru gospodarczego (*European Economic Area, EEA*)⁶;
 - stanowić ekspozycję na minimum 500. kredytobiorców;
 - mieć minimalne nadzabezpieczenie w wysokości 130% kapitału powiększonego o odsetki⁷;
 - być ograniczona do regularnie obsługiwanych kredytów i ekspozycji leasingowych SME w ramach jednej klasy aktywów⁸;

⁴ ESNs powinny mieć dwie istotne cechy chroniące je przed bankructwem tak jak listy zastawne: (i) nie powinny być przedmiotem automatycznej akceleracji spłaty zadłużenia, a inwestorzy powinni mieć zapewnione preferencyjne roszczenie do puli zabezpieczeń SME oraz (ii) emitent powinien wdrożyć procedury operacyjne zapewniające płynne przeniesienie obowiązków na administratora w przypadku niewypłacalności.

⁵ Wydzielenie może być osiągnięte przez rzeczywistą sprzedaż/zastaw lub wykorzystanie zapisów Dyrektywy 2002/47/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 6 czerwca 2002 r. w sprawie uzgodnień dotyczących zabezpieczeń finansowych (*the Collateral Directive*). Dla porównania Europejskie Ramy Listów Zastawnych (*European Covered Bond Framework*) umożliwiają segregację poprzez (i) rejestr zabezpieczeń (*cover register*) będący repozytorium wszystkich kredytów hipotecznych, które są obciążone w ramach danej puli zabezpieczeń, (ii) transfer do spółki specjalnego przeznaczenia (SPV) poprzez rzeczywistą sprzedaż lub cesję umowną (*contractual assignment*) lub (iii) segregacją do specjalistycznej instytucji kredytowej (np. specjalistycznej instytucji hipotecznej) na czas kiedy segregacja jest wiążąca i wymagana, w tym z tytułu upadłości lub restrukturyzacji emitenta. Potencjalnie jedna lub więcej przesłanek może być zaadoptowanych dla ESNs SME (Dyrektywa 2002/47/WE Parlamentu Europejskiego i Rady).

⁶ Aktywa puli zabezpieczeń powinny być ograniczone do EOG, aby w przypadku niewywiązania się z umowy przez emitenta, likwidacja zabezpieczenia była prawnie egzekwowalna. Mimo że raport EBA nie precyzuje tego, można przyjąć, że lokalizacja aktywów i siedziba kredytobiorcy powinny być zlokalizowane w jurysdykcji EOG. Europejskie Ramy Listów Zastawnych zawierają mechanizm identyfikacji ekwiwalentności dla pewnych jurysdykcji, które dopuszczają emisję międzynarodowe obejmujące pulę zabezpieczeń, w której mogą wystąpić hipoteki spoza UE. Otwarta pozostaje kwestia, czy podobny mechanizm zostanie zastosowany w ESNs.

⁷ Uważa się, że ESNs SME wymagają większego nadzabezpieczenia w porównaniu do tradycyjnych listów zastawnych, dla których poprzeczkę wyznaczono na poziomie minimum 105%. Wynika to z większego ryzyka straty, które może wystąpić w przypadku portfela kredytowego SME w porównaniu z portfelem kredytów hipotecznych. EBA zarekomendowała minimalny wymóg 130% nadzabezpieczenia ponieważ plasuje się on pomiędzy obserwowanymi poziomami nadzabezpieczenia dla mniej narażonych na ryzyko listów zastawnych (118%) a sekurytyzacją zabezpieczoną aktywami (138%), która niesie większe ryzyko.

⁸ Pula zabezpieczeń ESNs SME powinna spełniać minimalne warunki, aby zapewnić jej wysoką jakość. Aby nie ograniczać nadmiernie rynku, rekomendacje nie są nadmiernie szczegółowe, aby nie wykluczyć potencjalnie wysoko jakościowych kredytów. Zdaniem EBA, wysoki poziom nadzabezpieczenia wymagany dla ESNs SME w wysokości 130% powinien pokryć wszelkie ryzyka, które mogą się zmaterializować. W uzupełnieniu do ograniczonej puli aktywów, EBA postawiła następujące wymagania: (i) właściwą dywersyfikację ryzyka i odpowiednio wysoką granularność puli zabezpieczeń zapewniać powinna ilość minimum 500 kredytów; (ii) pula zabezpieczeń powinna być wolna od istotnych

- być dynamicznie, okresowo korygowana zgodnie z powyższymi kryteriami w czasie życia ESN⁹;
- emitent musi ustanowić bufor płynności¹⁰.

Rekomendacje EBA sytuują ESNs SME jako instrumenty o określonych parametrach jakościowych i tworzą podstawę dla ich minimalnej harmonizacji, aczkolwiek stanowiące zabezpieczenie kredyty i ekspozycje leasingowe SME są różne w różnych sektorach gospodarki. Prawo upadłościowe i związane z nim przepisy restrukturyzacyjne także znacząco różnią się pomiędzy poszczególnymi krajami członkowskimi UE.

1.2. Aktywa infrastrukturalne

Mimo że pierwotnie rozważano, aby finansowanie infrastrukturalne również stymulować za pomocą ESNs, ostatecznie EBA przedstawiła negatywną rekomendację w tym zakresie. W zamian za to zaproponowała, aby w tym celu wykorzystać obligacje infrastrukturalne o pojedynczym regresie zabezpieczone statyczną pulą aktywów. Według EBA instrument o podwójnym regresie nie byłby w tym przypadku właściwy. Lepszym rozwiązaniem jest instrument zabezpieczony tylko kredytami infrastrukturalnymi z uwagi na charakterystyczną naturę aktywów i heterogeniczność kredytów infrastrukturalnych, które są powiązane ze specyficznymi aktywami o indywidualnym profilu generowania przepływów (np. autostrady czy rurociągi). Instrumenty te cechują się różnymi profilami ryzyka, a grupowanie tak różnych kredytów w jedną pulę zabezpieczeń w ramach tego samego instrumentu prowadziłoby do powstania złożonego profilu ryzyka kredytowego. Według EBA, instrument o podwójnym regresie nie byłby właściwy dla projektów infrastrukturalnych, które konsumują relatywnie dużo kapitału regulacyjnego z uwagi na długi okres i wysokie kwoty finansowania oraz wymóg tworzenia rezerw. Standaryzacja obligacji infrastrukturalnych w UE będzie wymagać w związku z tym nowego instrumentu, innego niż ESNs. EBA zaproponowała stworzenie w tym celu standaryzowanych europejskich obligacji infrastrukturalnych.

koncentracji, np. zagregowana ekspozycja wobec jednego kredytobiorcy nie powinny przekraczać 2% całkowitej wartości ekspozycji puli zabezpieczeń; (iii) poza regularnym charakterem kredytów SME, instytucje kredytowe powinny mieć właściwe i dobrze zdefiniowane standardy gwarantowania emisji.

⁹ Dynamiczne zarządzanie pulą zabezpieczeń adresuje potencjalnie wysokie ryzyko uzupełniania aktywów, które jest specyficzne dla kredytów SME. Wysoce prawdopodobne jest, że pula zabezpieczeń ESNs SME będzie miała krótki okres życia, albowiem istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że pula zabezpieczeń będzie spłacona przed zapadalnością ESN. Można antycypować, że dynamiczne zarządzanie pulą zabezpieczeń pozwoli na usunięcie aktywów, które przestaną spełniać kryteria kwalifikowalności także z innych powodów (np. niewywiązania się SME z umowy kredytowej lub ich przejęcia przez inne/duże firmy), podobnie jak to występuje w przypadku listów zastawnych.

¹⁰ Bufor płynności odnosi się do gotówki i odpowiedników gotówki utrzymywanych w wydzielony sposób, który umożliwia dodatkowe zabezpieczenie ESNs.

1.3. Nadzór i wymogi raportowania

W zakresie nadzoru i raportowania emisji ESNs EBA przedstawiła następujące rekomendacje:

- każdy kraj członkowski powinien desygnować właściwy kompetentny podmiot:
 - dopuszczający emisje ESNs,
 - monitorujący zgodność programów ESNs,
 - nadzorujący, badający i nakładający sankcje w zakresie ESNs w zgodzie z ustanowionymi ramami regulacyjnymi,
 - podejmujący stosowne działania w zakresie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji emitenta, podobnie jak w przypadku Europejskich Ram Listów Zastawnych;
- jeżeli właściwy organ nadzorczy kraju członkowskiego nie monitoruje bezpośrednio puli zabezpieczeń, to powinna ona być nadzorowana przez dedykowany podmiot niezależny od danej instytucji kredytowej i jej audytora finansowego (odmienne niż określają to Europejskie Ramy Listów Zastawnych)¹¹;
- emitenci powinni przeprowadzać okresowe stress testy puli zabezpieczeń, aby oszacować wpływ kluczowych parametrów ryzyka na zabezpieczenie i zdolność programu ESNs do pełnej i zgodnej z harmonogramem obsługi płatności wyemitowanych instrumentów;
- ponieważ pula zabezpieczeń ma dynamiczny charakter, emitenci powinni zapewnić inwestorom wstępne i kwartalne raporty finansowe obejmujące m.in. informację o liczbie kredytów w puli zabezpieczeń, wartości ekspozycji i pierwotnym okresie finansowania każdego kredytu, branżach, w których działają kredytobiorcy oraz lokalizacji aktywów.

Przedstawione rekomendacje w zakresie raportowania są zbliżone do wymogów Europejskich Ram Listów Zastawnych i stanowią lżejszą wersję standardów informacyjnych wobec typowych instrumentów sekurytyzacyjnych (*Securitisations Framework*) (*European Commission Proposes...* 2020). Mechanizm podwójnego regresu ESNs sprawia, że bardziej szczegółowe informacje nie są wymagane. Wdrożenie rekomendacji EBA podniosłoby atrakcyjność ESNs, byłyby one łatwiejsze do administrowania, a banki nie musiałyby uzyskiwać zgody od kredytobiorców na udostępnienie informacji lub organizować kłopotliwego procesu gromadzenia danych wewnętrznych.

¹¹ Ramy listów zastawnych tworzyły się przez ponad dwa stulecia, które ukształtowały standardy rynkowe zapewniające, że listy zastawne są dobrze monitorowane, bez konieczności dodatkowego nadzoru. W przeciwieństwie do listów zastawnych, ESNs nie mają historii, na której można by budować takie rozwiązania, a w związku z tym wymagają ściślejszego monitorowania w początkowym okresie ich funkcjonowania (np. włoskie OBC zostały poddane nadzorowi Banku Włoch, aby zapewnić odpowiedni poziom kontroli, a zarazem umożliwić preferencyjne traktowanie regulacyjne i ostrożnościowe).

1.4. Traktowanie regulacyjne

Z uwagi na wyższy profil ryzyka ESNs SME, EBA przyjęła, że będą one miały większą wagę ryzyka niż listy zastawne, co będzie wpływać na ich traktowanie regulacyjne. W zakresie wymogów kapitałowych, w odróżnieniu od tradycyjnych listów zastawnych, ESNs SME nie powinny cieszyć się preferencyjnym traktowaniem z uwagi na profil aktywów stanowiących ich zabezpieczenie. Kredyty SME nie mają wystandaryzowanego zabezpieczenia, jak w przypadku kredytów hipotecznych. Zróżnicowane traktowanie w zakresie wag ryzyka jest dopuszczalne dla ESNs SME przy założeniu określonych warunków ograniczających ryzyko. Jeżeli warunki te byłyby spełnione, ESNs miałyby zapewne wyższe wagi ryzyka niż listy zastawne ale niższe niż obligacje niezabezpieczone¹². Inwestycja w instrumenty, które generują niższe koszty kapitałowe i mają większą płynność aniżeli same kredyty SME, prowadziłaby do redukcji kosztów finansowania SME, podobnie jak listy zastawne i sekurytyzacja umożliwiają obniżenie marż kredytów hipotecznych.

EBA zarekomendowała, aby ESNs SME kwalifikowały się do preferencyjnego traktowania w ramach Dyrektywy UCITS (Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/EU). UCITS ustanawia maksymalne poziomy inwestycji funduszy, działających w UE na zasadzie jednolitego paszportu europejskiego, dla poszczególnych klas aktywów. Zasadniczo pułap ekspozycji w obligacje jest ograniczony do wysokości 5%, aczkolwiek UCITS mogą, pod pewnymi warunkami, inwestować do 25% aktywów w kwalifikowane listy zastawne¹³. EBA zarekomendowała, aby ESNs SME także uzyskały bardziej korzystne limity inwestycyjne dla funduszy UCITS. Ponadto, jako wierzytelności zabezpieczone, rządzące się dedykowaną legislacją, szczególnie jeśli rekomendowane ramy zostaną zatwierdzone przez Parlament Europejski, ESNs SME byłyby wyłączone z *bail-in*¹⁴.

¹² Zgodnie z rekomendacjami EBA, ESNs SME, aby kwalifikowały się do zróżnicowanego traktowania w zakresie wag ryzyka, powinny spełnić następujące kryteria: (i) powinny posiadać mechanizm podwójnego regresu oraz spełniać kryteria strukturalne i w zakresie aktywów zabezpieczających, aby zapewnić wystarczające wzmocnienie jakości kredytowej znoszące ryzyka tych aktywów; (ii) powinny respektować ogólną spójność ram kapitałowych CRR pomiędzy klasami ekspozycji, a w szczególności traktowanie kapitałowe ESNs SME powinno opierać się na bieżącym profilu ryzyka instrumentu i nie powinno kreować nieuprawnionych dylematów równych szans kosztem listów zastawnych; (iii) powinny być czytelnie oddzielone od listów zastawnych, aby prawidłowo odwzorować różne profile ryzyka tych dwóch klas instrumentów i nie dopuścić do jakiegokolwiek dezorientacji rynku lub negatywnych efektów ubocznych dla listów zastawnych.

¹³ Art. 52 Dyrektywy UCITS określa minimalne wymagania dla kwalifikowanych obligacji: (i) emitent musi być instytucją kredytową zarejestrowaną w UE podlegającą specjalnemu publicznemu nadzorowi ostrożnościowemu; (ii) prawo musi określać, które aktywa mogą być zawarte w puli zabezpieczeń; (iii) pula zabezpieczeń musi zapewniać wystarczające zabezpieczenie pokrycia roszczeń obligatariuszy przez całe życie obligacji; (iv) obligatariusze muszą mieć pierwszeństwo roszczeń do puli zabezpieczeń na wypadek upadłości emitenta. Zakładając spełnienie wymaganych warunków, fundusze UCITS mogą inwestować do 25% aktywów w dane obligacje (np. w listy zastawne), zamiast standardowych 5%.

¹⁴ Zgodnie z artykułem 44(2)(b) Dyrektywy 2014/59/EU (*the Bank Recovery and Resolution Directive*, BRRD), listy zastawne zgodne z UCITS są wyłączone z *bail-in*. Jeżeli ESNs SME będą zgodne z UCITS, jak tradycyjne listy zastawne, powinny one również wypełniać kryteria niezbędne do wyłączenia

Mimo że EBA nie zajęła stanowiska, czy regulacyjne traktowanie kapitałowe firm ubezpieczeniowych inwestujących w ESNs w kontekście Solvency II powinno ulec zmianie, postrzega bazę inwestorów ubezpieczeniowych jako szczególnie dobrze dopasowaną do finansowania kredytów SME i zasugerowała, aby Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*, EIOPA) rozważył możliwość szczególnego traktowania tych instrumentów przez firmy ubezpieczeniowe. EBA zwróciła uwagę, że proponowane traktowanie inwestycji w ESNs przez instytucje kredytowe zgodnie z CRR, pomiędzy listami zastawnymi a bezpośrednimi emisjami instytucji kredytowych, powinno przyczynić się do obniżenia spreadu z tytułu ograniczenia ryzyka firm ubezpieczeniowych stosujących model standardowy w ramach Solvency II.

EBA zasugerowała, że przy założeniu odpowiednio wysokiego nadzabezpieczenia, ESNs o standardzie produktowym zbliżonym do listów zastawnych i spełniające dodatkowo kryteria EMIR¹⁵ listów zastawnych, powinny być zwolnione z wymogu ustanawiania inicjalnego i dynamicznego depozytu zabezpieczającego, tak jak w przypadku listów zastawnych.

Zakładając, że ESNs będą spełniać wymogi kwalifikowanego zabezpieczenia w ramach eurosystemu, to będą one bardziej odporne w okresie stresu finansowego niż instrumenty sekurytyzacyjne, które mają statyczne pule zabezpieczeń. EBA zarekomendowała dynamiczne pule zabezpieczeń ESNs z często przeprowadzanymi stress testami, co czyniłoby je instrumentami bardziej atrakcyjnymi dla inwestorów.

2. Uwarunkowania rozwoju rynku ESNs

ESNs nie rozwinęły się tak jak pierwotnie tego oczekiwano. Jednocześnie pojawiły się nowe rozwiązania rynkowe, jak amerykański program gwarancji kredytowych czy europejska inicjatywa EIF, które mogą być inspiracją dla modyfikacji tego instrumentu.

ich z *bail-in*. Ponadto ESNs SME mogą być wyłączone z *bail-in* na podstawie art. 44(2)(b) i zgodnie z preambułą 70 BRRD jeżeli kwalifikują się one jako wierzytelności zabezpieczone, a zabezpieczenie pokrywa 100% należności. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. *ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych* oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012 (Tekst mający znaczenie dla EOG) (*the Bank Recovery and Resolution Directive*, BRRD).

¹⁵ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/2251 z dnia 4 października 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego (Tekst mający znaczenie dla EOG).

2.1. Bariery rozwoju

Mimo że ESNs stanowią ciekawą propozycję koncepcyjną, to jednak nie zdobyły one dotąd wystarczającego zainteresowania rynku. Nie wydaje się, aby ewentualna dalsza ich harmonizacja i współpraca interesariuszy pozwoliły na zbudowanie rynku w jego obecnej formule. Finansowanie działalności bankowej za pomocą ESNs wymagałoby ich kwalifikowalności dla transakcji *repo* z bankami centralnymi, co może stanowić wyzwanie w sytuacji stresu rynkowego. Obecna sytuacja wynikająca z pandemii COVID-19 powoduje, że wymogi IFRS 9 nakładają na banki obowiązek tworzenia rezerw. Przesuwanie się aktywów kredytowych do kolejnych przedziałów klasyfikacyjnych IFRS 9 sprawia, że pogarszająca się jakość kredytowa zaangażowania w segmencie SME powoduje pogorszenie dochodowości banków i osłabia ich kapitały. Znaczące pule kredytów SME niosą ryzyko spirali konsumpcji kapitału i są wyzwaniem dla efektywnego nim zarządzania. Transfer ryzyka przez np. sekurytyzację nie będzie możliwy gdy kredyty te stanowiącą będą pulę zabezpieczeń ESNs.

Gdy pojawił się pomysł nowego instrumentu finansowania banków, zaprezentowano dwa alternatywne rozwiązania dla ESNs:

- narzędzie finansowania odwzorowujące strukturę listu zastawnego, ale oparte na innej klasie aktywów (zależnie od lokalnych uregulowań jako instrument bilansowy lub SPV);
- statyczny amortyzowany ABS SME o podwójnym regresie, zapewniający odciążenie kapitałowe banku.

Wyzwania stojące szczególnie przed mniejszymi i słabszymi kapitałowo bankami, sprawiają, że finansowanie aktywów SME jest poważnym wyzwaniem w czasie zawirowań rynkowych. Z drugiej strony wsparcie dla SME jest jednym z filarów CMU UE. Rozmiar i płynność emisji stanowią kluczowe elementy sukcesu tradycyjnych listów zastawnych. Pojawia się więc pytanie, jak zaadresować wszystkie te wyzwania i stworzyć nowy, bezpieczny i atrakcyjny rynkowo instrument finansowy UE – ESNs?

2.2. Amerykański program gwarancji kredytowych

Ciekawym rozwiązaniem jest amerykański program gwarancji kredytowych. Program 7(a) prowadzony jest przez Administrację Małego Biznesu (*Small Business Administration*, SBA), która jest amerykańską agencją rządową. Szeroki wachlarz wsparcia SME obejmuje m.in. wsparcie kapitałowe, finansowanie i doradztwo (*Small Business Administration...* 2021).

Program gwarancji kredytowych umożliwia bankom udzielanie finansowania kwalifikowanym SME, z tytułu czego wnoszą one opłatę serwisową i gwarancyjną. Kryteria wsparcia nie są nadmiernie wygórowane. Kwota nie przekracza 5 milionów dolarów, a okres gwarancji zależy od jej wykorzystania. W zależności od kwoty kredytu, SBA gwarantuje od 75% do 85% ekspozycji banku, odciążając jego kapi-

ta i zapewniając stosowne finansowanie. Dedykowane podmioty grupują kredyty gwarantowane przez SBA od wielu banków i plasują je na rynku w postaci obligacji. Obligacje te mają bezwarunkową gwarancję agencji rządowej, zapewniającą terminowość i pełną kwotę płatności, co powoduje, że są one traktowane pod względem ryzyka na równi z obligacjami rządowymi (*US Treasuries*). Obligacje te mają szczególną cechę, albowiem kredytobiorcy mogą przedpłacać zaciągnięte finansowanie. Ponieważ są one często handlowane z premią, inwestorzy, mimo że nie ponoszą ryzyka kredytowego, ponoszą ryzyko przedpłaty. Mimo to, obligacje SBA są pożądaną inwestycją, którą banki mogą wykorzystywać w procesie zarządzania płynnością. Bank, który udzielił finansowania (*originating bank*), zachowuje rezydualny udział kapitałowy, co umożliwia gwarantowanie emisji (*underwriting*) oraz jej obsługę (*servicing*).

2.3. Inicjatywa Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego

W wybranych krajach członkowskich UE¹⁶ została uruchomiona Inicjatywa Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego (*European Investment Fund, EIF*) finansowania SME. Pierwsze nieograniczone kwotowo instrumenty gwarancyjne zostały uruchomione w 2015 roku w Hiszpanii. Według stanu na sierpień 2021 roku obejmowały one także kredyty SME udzielone przez banki działające w Bułgarii, Finlandii, Włoszech, Rumunii i na Malcie, a inicjatywa ta może zostać rozszerzona na kolejne kraje członkowskie UE. W ramach inicjatywy EIF banki wskazują kredyty SME, udzielone w ramach regularnej działalności, które mogą uzyskać 50% zabezpieczenie ryzyka, po wniesieniu opłaty z tytułu otrzymanej gwarancji. W ten sposób banki mogą uwolnić kapitał, uchronić się przed stratami i zwiększyć finansowanie dla SME. Inicjatywa ta jest zarządzana przez EIF, a gwarancji udziela UE i Europejski Bank Inwestycyjny (dla programu wdrożonego w Hiszpanii gwarantem jest Królestwo Hiszpanii) (*New Issue Rating Report 2017*).

Inicjatywa EIF ma pewne cechy wspólne z listami zastawnymi. Określa ona kryteria kwalifikowalności kredytów, a zachowany udział kapitałowy banku finansującego oraz mechanizm podziału straty z gwarantem zapewniają wspólnotę interesów i zapobiegają hazardowi moralnemu banków udzielających finansowania SME. W ramach tej inicjatywy został przygotowany efektywny i wystandaryzowany wzór umowy, a kryteria kwalifikowalności kredytów SME obejmują: jakość kredytową, okres finansowania, koncentrację portfela oraz ujednolicone definicje pojęć. Zaadresowane zostały także zagadnienia dotyczące pomocy publicznej. EIF, jako

¹⁶ Inicjatywa SME jest wspólnym instrumentem finansowym KE i Grupy Europejskiego Banku Inwestycyjnego (Europejskiego Banku Inwestycyjnego i Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego), która ma na celu wsparcie finansowania SME przez zapewnienie częściowego pokrycia ryzyka portfela kredytów SME instytucjom finansującym. Obok środków wniesionych przez kraje członkowskie, w ramach Europejskich Funduszy Strukturalnych i Inwestycyjnych (*European Structural and Investment Funds, ESIF*), Inicjatywa SME jest współfinansowana przez UE ze środków programów COSME i/lub Horizon 2020 oraz przez Grupę EIB. Strona European Investment Fund, Inicjatywa SME, https://www.eif.org/what_we_do/guarantees/sme_initiative/index.htm (dostęp: 29.08.2021).

zarządzający inicjatywą, zachowuje efektywny nadzór nad polityką i procedurami banków finansujących. Zapewnia on także ujednoliconą ocenę kredytową referencyjnych puli zabezpieczeń kontrybuujących banków dla zachowania wysokiej jakości portfeli kredytowych.

Inicjatywa EIF, wprowadzona w życie w kilku krajach, najbardziej rozwinęła się w Hiszpanii, ale i tam miała ograniczony okres uzupełnień, a obecnie jest w fazie amortyzacji.

2.4. ESNs 2.0

Kolejna odsłona europejskich obligacji zabezpieczonych, aby nie stała się ponownie projektem jednorazowym, tak jak jego obecna wersja, powinna zaadresować następujące oczekiwania (Fuchs, Bergman 2020, s. 4):

- jasna i transparentna struktura gwarancyjna podobna do inicjatywy EIB, umożliwiająca preferencyjne wagi ryzyka i uzyskanie najwyższego ratingu;
- lokalne uregulowania oparte na dyrektywie UE, które powinny zapewniać wysoki poziom standaryzacji i harmonizacji zabezpieczenia, czytelny mechanizm transferu oraz podział ról i odpowiedzialności;
- krajowe struktury pulowe wspierające dywersyfikację zabezpieczeń, umożliwiające regularne emisje pierwotne i zapewniające wysoką płynność rynku wtórnego;
- elastyczna struktura zapewniająca uzupełnianie puli zabezpieczeń i emisję obligacji spłacanych jednorazowo w całości (*bullet bonds*)¹⁷;
- preferencyjne finansowanie kwalifikowanych kredytów SME będące integralną częścią CMU;
- silna i trwała wspólnota interesów banków tworzących pulę zabezpieczeń poprzez zastosowanie dynamicznej premii gwarancyjnej¹⁸;
- niezależny monitoring wymaganych standardów i przejrzystości emisji dla inwestorów.

ESNs 2.0, oparte na europejskiej strukturze gwarancyjnej i adresujące powyższe oczekiwania, dają szansę na stworzenie efektywnej platformy finansowania SME w UE. Ustanowienie wspólnej europejskiej platformy finansowania, umożliwiającej pulowanie kredytów SME, z zachowaniem udziału banków finansujących w ryzyku (*skin in the game*), mającej zabezpieczenie w postaci gwarancji UE, stworzyłoby dobrą podstawę do zbudowania nowej klasy aktywów o wysokiej jakości kredytowej.

¹⁷ Krótkoterminowy i refinansujący charakter typowych kredytów SME powoduje, że obligacje spłacane w transzach (*amortising bonds*) miałyby za niski wolumen poszczególnych emisji z punktu widzenia oczekiwań inwestorów utrzymania wysokiego LCR (wcześniejsza spłata powodowałaby obniżenie spreadów).

¹⁸ Aby wyeliminować hazard moralny, premia powinna wyceniać ryzyko kontrybuującego banku, zamiast mieć z góry określony poziom. Zachowanie ryzyka po stronie emitenta sprzyjałoby zapewnieniu wysokich standardów emisyjnych i efektywności emisji.

Regularne i duże emisje (*jumbo*) umożliwiłyby zbudowanie efektywnego rynku wtórnego, który wspierałby wykorzystanie ESNs jako płynnego zabezpieczenia o wysokiej jakości, które banki mogłyby wykorzystywać do zarządzania wymogami LCR. Kwalifikowalność do transakcji *repo* z bankiem centralnym zwiększyłaby akceptowalność rynkową ESNs. Wykorzystanie technik sekurytyzacyjnych do transferu ryzyk rezydualnych instrumentów gwarantowanych przez UE umożliwiłoby inwestorom dostęp do rynku kredytów SME UE jako całości lub przynajmniej do bardzo dobrze zdywersyfikowanego ryzyka SME danego kraju.

W środowisku inwestorów rośnie poparcie dla polityki alokacji portfela, która przeznaczalaby pewną pulę aktywów do zarządzania na projekty realizujące określone cele z zakresu ochrony środowiska, dobrostanu społecznego i ładu korporacyjnego (*environmental, social and governance, ESG*). Zwiększa to potencjał wzrostu nowego instrumentu. ESNs SME mogłyby na przykład zapewniać ekspozycję na segment gospodarki europejskiej, który tradycyjnie nie ma łatwego dostępu do finansowania, poprzez uzyskanie przezeń marki obligacji społecznej. Podobnie jak rozwija się efektywny energetycznie rynek listów zastawnych, ESNs SME mogłyby zostać pogrupowane dla obszarów o niekorzystnych warunkach ekonomicznych lub dla kredytobiorców o profilu społecznym, aby zachęcić inwestorów, którzy nie tylko zwracają uwagę na stopę zwrotu z inwestycji, ale także na profil ESG (*double bottom line approach*) instrumentów inwestycyjnych. Uwzględniając działania KE w kierunku nowej zielonej taksonomii¹⁹, zależnie od polityki gwarantowania emisji przez bank emisyjny, ESNs SME mogą stać się kolejnym instrumentem zrównoważonego finansowania, który pozwoliłby na włączenie kapitału prywatnego do realizacji celów ESG (*Financing a Sustainable European Economy 2018*). Uzupełnienie kryteriów kwalifikowalności kredytów SME o elementy ESG pozwoliłoby na objęcie tych instrumentów etykietą Europejskiego Zielonego Ładu (*European Green Deal*)²⁰, zapewniając im dodatkowe wsparcie.

¹⁹ Taksonomia UE to system jednolitej klasyfikacji działań na rzecz zrównoważonego rozwoju gospodarczego, które zostały określone rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088 (Tekst mający znaczenie dla EOG) (Kwiatkowska 2020).

²⁰ Europejski Zielony Ład to plan działań na rzecz zrównoważonej gospodarki UE, którą chce ona osiągnąć poprzez przekształcenie wyzwań związanych z klimatem i środowiskiem w nowe możliwości we wszystkich obszarach polityki, a także dbałość o to, by transformacja była sprawiedliwa i przyjaźna włączeniu społecznemu. Zmiany klimatu i degradacja środowiska stanowią zagrożenie dla Europy i reszty świata. Aby sprostać tym wyzwaniom, UE ogłosiła założenia nowej strategii na rzecz wzrostu służącej przekształceniu Unii w nowoczesną, zasobooszczędną i konkurencyjną gospodarkę, która w 2050 r. osiągnie zerowy poziom emisji gazów cieplarnianych netto, w której nastąpi oddzielenie wzrostu gospodarczego od zużywania zasobów i w której żadna osoba ani żaden region nie pozostaną „w tyle”. Inicjatywa ta ma również wspierać wyjście z pandemii COVID-19. Finansowanie tego projektu stanowi kwota 600 miliardów euro z planu odbudowy NextGenerationEU i 7-letniego budżetu UE. Strona Komisji Europejskiej, Europejski Zielony Ład, https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_pl (dostęp: 29.08.2021).

Podsumowanie

Odbudowa postpandemicznej gospodarki europejskiej, a segmentu SME w szczególności, wymaga stworzenia nowego instrumentu finansowania oraz stymulacji rozwoju europejskiego rynku kapitałowego w ramach projektu CMU. ESNs SME powinny zostać sformatowane poprzez stworzenie wspólnych, transparentnych ram na poziomie całej UE.

Jednym z osiągnięć Europejskich Ram Listów Zastawnych było zbudowanie szerokiego europejskiego rynku, dla którego uzgodniono minimalne wymagania, przyczyniając się do zwiększania zaangażowania inwestorów. Także dla ESNs można stworzyć katalog wymagań technicznych, prawnych oraz standardy produktowe. W ten sposób instrumenty te mogłyby stać się kolejnym narzędziem stabilnego, długoterminowego finansowania banków, obniżenia kosztów finansowania SME, przyczyniając się jednocześnie do odbudowy postpandemicznej gospodarki europejskiej i zwiększenia stabilności systemu finansowego.

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

Capital markets union 2020 action plan: A capital markets union for people and businesses, European Commission, 24 September 2020.

EBA Report on European Secured Notes (ESNs), European Banking Authority, 24 July 2018.

European Commission Proposes Amended Framework for the Securitisation of Non-Performing Exposures, Latham & Watkins, Client Alert, 8 September, 2020.

Financing a Sustainable European Economy, High-Level Expert Group on Sustainable Finance, European Commission, January 2018.

Fuchs K., Bergman D., *Making the case for European Secured Notes as an EU safe asset*, Scope Ratings, 6 October 2020.

Grossmann R., Stöcker O., *Overview of Covered Bonds*, [w:] 2015 ECBC European Covered Bond Fact Book, ed. W. Kälberer, ECBC Publication, Brussels 2015.

Kwiatkowska J., *Czym jest taksonomia UE i jak wpłynie na przedsiębiorców?*, Atmoterm SA, 16 listopada 2020.

New Issue Rating Report. SME Initiative Uncapped Guarantee Instruments – Spain. SME Structured Finance, Scope Ratings, 4 July 2017.

Small Business Administration: A Primer on Programs and Funding, Congressional Research Service, 18 March 2021.

Unia Rynków Kapitałowych. Stanowisko Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w sprawie koncepcji Unii Rynków Kapitałowych, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., 27 kwietnia 2015.

Vogel T., Sava-Montanari S., Reyes Gaskin R.L., Rudin S., Ansart J., *European Secured Notes – Coming to a Bank Near You?* Latham & Watkins Financial Regulatory and Capital Markets Practices, No. 2798, 23 September 2020.

Dokumenty prawne

Dyrektywa 2002/47/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 6 czerwca 2002 r. w sprawie uzgodnień dotyczących zabezpieczeń finansowych.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012 (Tekst mający znaczenie dla EOG) (*the Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD*).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/EU z dnia 23 lipca 2014 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe w zakresie funkcji depozytariusza, polityki wynagrodzeń oraz sankcji, która zmieniła Dyrektywę 2009/65/EC (*Undertakings for the collective investment in transferable securities, UCITS*).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2162 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie emisji obligacji zabezpieczonych i nadzoru publicznego nad obligacjami zabezpieczonymi oraz zmieniająca dyrektywy 2009/65/WE i 2014/59/UE (Tekst mający znaczenie dla EOG).

Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 9 lipca 2015 r. w sprawie tworzenia unii rynków kapitałowych, 2015/2634 (RSP).

Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/2251 z dnia 4 października 2016 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego (Tekst mający znaczenie dla EOG).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Capital Requirements Regulation, CRR).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088 (Tekst mający znaczenie dla EOG).

Materiały internetowe

Strona European Investment Fund, Inicjatywa SME, https://www.eif.org/what_we_do/guarantees/sme_initiative/index.htm

Strona Komisji Europejskiej, Europejski Zielony Ład, https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_pl