STUDIA I PRACE
Kolegium Zarządzania i Finansów
ZESZYT NAUKOWY 210

210/2026
s. 61–77

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
Kolegium Zarządzania i Finansów
https://econjournals.sgh.waw.pl/SiP

Jolanta Zombirt
Społeczna Akademia Nauk
https://orcid.org/0000-0002-9578-6776

Bariery rozwoju sekurytyzacji aktywów w Europie

Streszczenie

Celem artykułu była identyfikacja barier rozwoju sekurytyzacji aktywów w Europie. W artykule poszukiwano odpowiedzi na następujące pytania badawcze: „Dlaczego skala wykorzystania sekurytyzacji w Europie utrzymuje się na niskim poziomie (zarówno pod względem liczby transakcji, jak i wolumenów) po krachu wywołanym przez kolejne kryzysy?" oraz „W jaki sposób można zwiększyć skalę transakcji sekurytyzacyjnych w Europie?". W celu uzyskania odpowiedzi na nie posłużono się metodą jakościową treści dokumentów prawnych oraz rozmów z aktywnymi uczestnikami rynku (analiza konwersacji). W artykule przedstawiono opis przykładowej, uproszczonej transakcji. Stwierdzono, że stopień skomplikowania transakcji sekurytyzacyjnych spowodował problemy z ich prawnym uregulowaniem w Europie. Pierwsze Rozporządzenie o sekurytyzacji nie spełniło pokładanych w nim nadziei, co więcej, wywołało szeroką krytykę uczestników rynku. Wskazywano m.in., że obawy przed innowacyjnymi rozwiązaniami skutkowały wieloma nadmiernie konserwatywnymi wymaganiami i ograniczeniami. Restrykcyjne przepisy stanowią ważną barierę rozwoju sekurytyzacji w Europie. W Europie trwają prace nad zmianami przepisów prawnych, co może doprowadzić do zniesienia części barier, dzięki czemu rynek sekurytyzacji będzie mógł szybciej się rozwijać.

Słowa kluczowe: sekurytyzacja aktywów, rynek kapitałowy, zarządzanie płynnością, źródła finansowania, alokacja kapitału
Kody klasyfikacji JEL: D81, F3, F65

1. Wprowadzenie

Sekurytyzacja aktywów to proces emisji papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami banków, innych instytucji finansowych lub przedsiębiorstw, w ramach którego dochodzi do przeniesienia aktywów, którymi najczęściej są należności, z inicjatora sekurytyzacji na wyspecjalizowany podmiot sekurytyzacyjny – spółkę celową (SPV, *special purpose vehicle*) lub fundusz sekurytyzacyjny – który to podmiot zajmuje się emisją papierów wartościowych, na rynku kapitałowym lub na rynku pieniężnym, zabezpieczonych przeniesionymi na ten podmiot aktywami [Ostaszewski i in., 2017, s. 161; Dąbkowski, 2014; Kreczmańska-Gigol, 2011; Schneck, 2006, s. 319; Mevissen, 2005, s. 25]. Sekurytyzacja była uważana za jedną z głównych przyczyn kryzysu, który rozpoczął się na rynku amerykańskich kredytów hipotecznych, czyli kryzysu *subprime* [Keys i in., 2009; O'Hara, 2009; Jacobs, 2009; Eggert, 2008; Brinkmann, Leibfried, Zimmermann, 2008; Becker, Jäger, 2008]. Chociaż wydawało się, że powrót na rynek europejskiej transakcji sekurytyzacyjnych już w 2009 r. – kiedy emisje przeprowadzone zostały z inicjatywy brytyjskiego TESCO, Volkswagen Leasing GmbH oraz Lloyds Banking – zwiastuje, że sekurytyzacja nie będzie dalej uważana za przyczynę kryzysu *subprime*, a skutki tego kryzysu nie będą widoczne na rynku sekurytyzacyjnym długo [Zombirt, 2015], to jednak zapaść na tym rynku jest widoczna do tej pory, a spadek liczby transakcji sekurytyzacyjnych nie był chwilowy.

Są różne przyczyny angażowania się w sekurytyzację, w zależności od miejsca zajmowanego w takiej transakcji. Na przykład inicjatorzy dzięki sekurytyzacji chcieliby uzyskać niższe koszty finansowania niż przy zastosowaniu innych produktów dłużnych oraz możliwość usunięcia niektórych aktywów ze swoich bilansów [Zombirt, 2011; Ostaszewski i in., 2017, s. 175–176]. Inwestorzy zaś mogą liczyć na przewidywalny strumień przepływów gotówkowych z walorów, które w zależności od ich miejsca w hierarchii podporządkowania transz mogą mieć wyższy poziom bezpieczeństwa (a więc niższe ryzyko, ale i niższy zwrot z kapitału) albo niższy (wtedy oczywiście pojawia się większe ryzyko, ale i wyższy zwrot) [Zombirt, 2011].

Sekurytyzacja ułatwia zarządzanie płynnością i ryzykiem w takim znaczeniu, że pomaga inicjatorom dywersyfikować źródła finansowania lub zmniejszać zapotrzebowanie na kapitał [Ostaszewski i in., 2017, s. 175], a także – co bardzo istotne dla instytucji kredytowych – dokonywać optymalnej alokacji kapitału [Ostaszewski i in., 2017, s. 176]. Sekurytyzacja umożliwia także inicjatorom procesu sekurytyzacji poprawę płynności poprzez zamianę mniej płynnych aktywów, jakimi są należności, na środki pieniężne [Benea, Duma, 2013]. Wszystko to wskazuje, że sekurytyzacja ma potencjał przyczyniania się do wzrostu gospodarczego poprzez zwiększanie dostępu do kapitału dla przedsiębiorstw i banków, a przez to pośrednio także gospodarstw domowych. Sekurytyzacja aktywów może także pozytywnie wpływać na stabilność finansową sektora bankowego i sektora przedsiębiorstw.

Biorąc pod uwagę wiele zalet sekurytyzacji, a jednocześnie niski stopień jej wykorzystania w Europie, postawiono następujące pytania badawcze, na które poszukiwano odpowiedzi w artykule:

PB1: Dlaczego skala wykorzystania sekurytyzacji w Europie utrzymuje się na niskim poziomie (zarówno pod względem liczby transakcji, jak i wolumenów) po krachu wywołanym przez kolejne kryzysy?
PB2: W jaki sposób można zwiększyć skalę transakcji sekurytyzacyjnych w Europie?

Celem artykułu była identyfikacja barier rozwoju sekurytyzacji aktywów w Europie oraz wskazanie możliwych sposobów ich likwidacji.

W celu uzyskania odpowiedzi na powyższe pytania badawcze posłużono się metodą jakościową treści dokumentów prawnych oraz rozmów z aktywnymi uczestnikami rynku (analiza konwersacji).

W styczniu 2019 r. Unia Europejska (UE) wprowadziła swoje obecne ramy regulacyjne dla sekurytyzacji (tzw. STS), mając na celu zwiększenie przejrzystości, stabilności i zaufania rynków po światowym kryzysie finansowym. Uczestnicy rynków krytykowali pewne aspekty tych ram, jakoby są one nadmiernie konserwatywne (w porównaniu do innych aktywów z podobnym profilem ryzyka), kosztowne i obciążające, stąd więc ograniczające rozwój zdrowego rynku sekurytyzacji w UE. Komisja wypracowała podobne wnioski w swoim przeglądzie w 2022 r. na temat istniejących ram oraz po konsultacjach publicznych przeprowadzonych w 2024 r.

Poza tym według Rozporządzenia (EU) 575/2013 [CRR, 2013] ekspozycje sekurytyzacji są obecnie poddane konserwatywnym wymogom kapitałowym ze względu na ich postrzegane skomplikowanie i ryzyko modelu. W szczególności obecne ramy prawne obejmują kilka cech, które zwiększają wymogi kapitałowe dla banków utrzymujących pozycje sekurytyzacji, w tym:

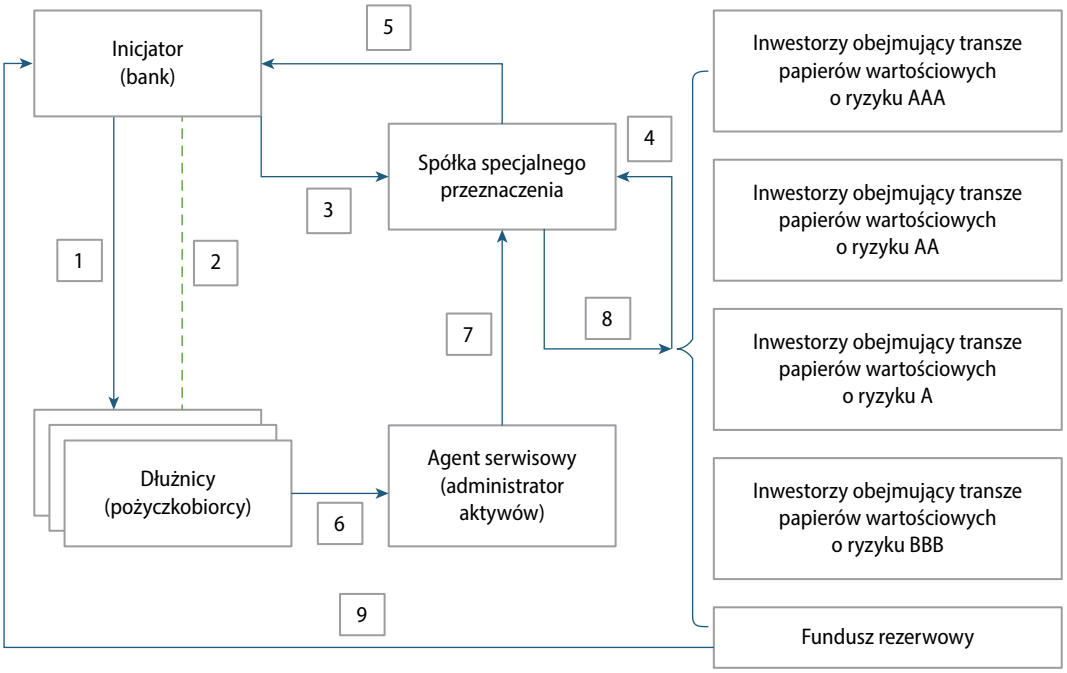
- wysoki dolny poziom wag ryzyka, szczególnie dla transz nie-STS;
- „czynnik p", dodatkowy mnożnik, który wzmacnia kwoty wag ryzyka dla ekspozycji („RWEA") dla zademonstrowania obserwowanego ryzyka modelu i strukturalnego;
- ścisła hierarchia podejść (IRBA → SA → ERBA), co może być trudne do stosowania ze względu na dostępność danych czy ograniczeń regulacyjnych;
- brak zróżnicowania między sekurytyzacją o wysokiej jakości oraz sekurytyzacją bardziej skomplikowaną pod względem traktowania kapitałowego.

Jednakże od czasów wprowadzenia powyższych przepisów rynki się zmieniły, chociażby dzięki wprowadzeniu pewnych „bezpieczników strukturalnych", które z natury rzeczy zmniejszają zakres wielu rodzajów ryzyka, a także stworzyły mniej ryzykowne otoczenie sekurytyzacji. Mimo to europejski rynek sekurytyzacji nadal nie pokazuje swojego potencjału. Emisja sekurytyzacji jest ciągle skromna i skoncentrowana tylko w kilku państwach członkowskich, u inwestorów instytucjonalnych oraz w bankach, które były zniechęcane do utrzymywania jeszcze wyższej jakości sekurytyzowanych aktywów, a porządek RWEA tworzył nierówne warunki konkurencji w porównaniu do listów zastawnych i kredytów korporacyjnych, które często korzystają z bardziej korzystnego traktowania kapitałowego, mimo podobnego (lub nawet wyższego) ryzyka.

2. Struktura transakcji sekurytyzacji tradycyjnej

Na rysunku 1 przedstawiono istotę działania sekurytyzacji tradycyjnej. Sekurytyzacja tradycyjna polega na wytypowaniu przez inicjatora, czyli posiadacza wierzytelności (najczęściej jest nim instytucja kredytowa), aktywów bazowych (głównie też z tytułu kredytów, ale także nabytych papierów dłużnych) i sprzedanie ich do SPV (jednostki do celów specjalnych).

Rysunek 1. Przebieg transakcji sekurytyzacji tradycyjnej na przykładzie bankowych należności pożyczkowych



Legenda:
1 – inicjator, którym jest bank, udziela pożyczek (przekazuje środki pieniężne) pożyczkobiorcom, którzy stają się dłużnikami banku;
2 – pożyczkobiorcy, czyli dłużnicy, spłacają bankowi raty pożyczek wraz z odsetkami i innymi kosztami do momentu przeprowadzenia procesu sekurytyzacyjnego;
3 – inicjator transferuje aktywa bazowe (czyli połączone w pakiet i wydzielone z bilansu należności z tytułu dzielonych pożyczek) do spółki specjalnego przeznaczenia;
4 – spółka specjalnego przeznaczenia emituje papiery wartościowe na podstawie aktywów bazowych, które obejmują inwestorzy i płacą za nabyte papiery (następuje przepływ środków pieniężnych od inwestorów do spółki specjalnego przeznaczenia);
5 – spółka specjalnego przeznaczenia płaci inicjatorowi za nabyte aktywa bazowe, co oznacza przepływ środków pieniężnych do inicjatora;
6 – dłużnicy (pożyczkobiorcy) spłacają raty pożyczki i odsetki agentowi serwisowemu reprezentującemu spółkę specjalnego przeznaczenia jako wierzyciela wtórnego, zamiast bankowi (wierzycielowi pierwotnemu), który przestał być wierzycielem, co oznacza przepływ środków pieniężnych od dłużników do agenta serwisowego;
7 – agent serwisowy przekazuje środki pieniężne otrzymane od dłużników spółce specjalnego przeznaczenia;
8 – spółka specjalnego przeznaczenia płaci inwestorom odsetki i wykupuje od nich papiery wartościowe w terminach zgodnych z warunkami emisji (przepływy pieniężne od spółki specjalnego przeznaczenia do inwestorów);
9 – nadwyżkowe środki pieniężne z rachunku, na którym przechowywane są środki przekraczające wartość wyemitowanych papierów wartościowych, czyli z funduszu rezerwowego, zwracane zostają inicjatorowi po rozliczeniu transakcji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Jobst [2008].

Inicjator może podjąć decyzję o sprzedaży aktywów bazowych z wielu powodów. Najczęściej wymienia się chęć uzyskania dodatkowej płynności ze sprzedaży, ale dla uzyskania atrakcyjnych funduszy powinny to być aktywa o najwyższej jakości. Usunięcie takich aktywów z bilansu będzie jednak pogarszać końcową wartość współczynnika wypłacalności. Drugim z celów sekurytyzacji może być chęć pozbycia się aktywów o złej jakości. W tym przypadku bankowi-inicjatorowi będzie zależało na usunięciu złych aktywów z bilansu i uwolnieniu związanego z nimi kapitału regulacyjnego. Oprócz tych celów, korzystając z sekurytyzacji, inicjator może chcieć osiągnąć inne cele, na przykład korzyści podatkowe.

Spółka specjalnego przeznaczenia na podstawie aktywów zakupionych od inicjatora emituje papiery dłużne, które oferuje inwestorom o różnej awersji do ryzyka. Takie zróżnicowanie jest odzwierciedlane w podziale emisji na transze – transza AAA, transza AA, transza A, transza BBB (rysunek 1). Wartość wyemitowanych papierów wartościowych jest niższa niż wartość aktywów transferowanych na spółkę specjalnego przeznaczenia, co pozwala utworzyć fundusz rezerwowy (nazywany nadzabezpieczeniem), a środki z nadzabezpieczenia trafiają na rachunek zabezpieczający do momentu rozliczenia całej transakcji [Ostaszewski i in., 2017, s. 30]. Środki uzyskane z emisji SPV przekazuje inicjatorowi jako zapłatę za aktywa bazowe. Spłata inwestorów następuje według kolejności usytuowania transz w strukturze transakcji. Transza senioralna, czyli najwyższa (AAA), spłacana jest jako pierwsza, transza najniższa (BBB) na samym końcu. O sekwencji spłat i ich wielkości decyduje generowanie przepływów pieniężnych przez aktywa bazowe. Jeżeli więc w pakiecie aktywów bazowych pojawią się straty, to jako pierwsi odczują je posiadacze najniższej transzy, czyli transzy BBB.

Inicjatorowi zależy na jak najlepszych warunkach finansowych. Zważywszy na to, że rating poszczególnych transz nie zależy od rankingu inicjatora, ale od pakietu aktywów bazowych, inicjator będzie chciał, żeby największa była transza senioralna, a więc z najlepszym ratingiem, ponieważ odsetki od niej płacone dla inwestorów będą najniższe.

3. Sekurytyzacja STS (2019 r.)

Ramy STS (*Simple, Transparent and Standardised*) zostały ustanowione przez UE po globalnym kryzysie finansowym w celu zachęcania do stosowania mniej skomplikowanej, mniej niejasnej struktury sekurytyzacji [Zombirt, 2025; Pawłowski, 2020; Borys, 2018; Milic-Czerniak, 2016]. Sekurytyzacja, która kwalifikuje się do etykietki STS, daje preferencyjne traktowanie kapitałowe dla inicjatora sekurytyzowanych ekspozycji.

Większość transakcji STS to sekurytyzacje „prawdziwej sprzedaży", gdzie ryzyko kredytowe związane z pakietem ekspozycji bazowych (takich jak kredyty czy wierzytelności) jest transferowane od inicjatora (zwykle banku) do inwestorów poprzez emisję papierów opartych na aktywach (jak przedstawiono na rysunku 1). Jednakże, pewne transakcje sekurytyzacji syntetycznej bilansowej, szczególnie te wykorzystywane dla celów SRT, mogą być także

kwalifikowane do etykietki STS. W takich transakcjach inicjator transferuje swoje ryzyko kredytowe syntetycznie przez zastosowanie pochodnych kredytowych czy gwarancji, jednocześnie pozostawiając ekspozycje bazowe w swoim bilansie.

Sekurytyzacja syntetyczna może być finansowana (typowo zabezpieczona przez gotówkę) albo niefinansowana (obejmując obietnicę kontraktową przez sprzedawcę ochrony do kompensowania strat inicjatora), ale tylko ta pierwsza kwalifikuje się do etykietki STS w obecnych ramach prawnych. Zniechęcało to banki do stosowania niefinansowanych struktur (którym obecnie przyznaje się mniej korzystne traktowanie kapitałowe) i ograniczało rolę rynku STS dla ubezpieczycieli (reasekurantów), którzy są naturalnie bardziej przygotowani do udzielania ochrony niefinansowanej.

Kluczowe cechy sekurytyzacji STS:

- *simple and transparent* (prosta i przejrzysta): konstrukcja jest prosta, a aktywa bazowe to pakiet należności z tytułu kredytów lub innych ekspozycji, które zostały utworzone na podstawie tych samych standardów kredytowych;
- *standardised* (wystandaryzowana): stosowane są te same kryteria i zasady ustalone przez regulatorów, co powoduje, że łatwiej porównywać różne produkty STS;
- *risk retention* (zatrzymywanie ryzyka): inicjator musi zatrzymywać „interes ekonomiczny netto" w wysokości co najmniej 5% sekurytyzowanych aktywów, co pozwala wyrównać interesy z inwestorami;
- *clear documentation* (jasna dokumentacja): wszystkie strony zaangażowane w transakcję muszą mieć jasno zdefiniowane zobowiązania kontraktowe, zadania i odpowiedzialność;
- *ongoing disclosure* (stałe ujawnianie informacji): szczegóły struktury, sekwencja spłat oraz bieżące dane o aktywach bazowych są publikowane regularnie.

Najważniejsze korzyści z sekurytyzacji STS to:

- zaufanie inwestorów: ponieważ produkty będą łatwiejsze do zrozumienia i oceny, zasady STS mają na celu zwiększenie zaufania inwestorów i ich uczestniczenie w rynku sekurytyzacji;
- preferencyjne traktowanie kapitałowe: instytucje finansowe, które tworzą lub utrzymują pozycje sekurytyzacji STS, mogą uzyskać preferencyjne traktowanie kapitałowe, co czyni te produkty bardziej atrakcyjnymi;
- zgodność z przepisami: rozporządzenie stanowi silne podstawy prawne dla transakcji sekurytyzacji w Unii Europejskiej oraz innych jurysdykcjach, które przyjmą podobne przepisy.

4. Przyczyny niewielkiej skali transakcji sekurytyzacji w UE i najważniejsze propozycje zmian

W wyniku przeprowadzonej analizy uzyskano odpowiedź na pierwsze pytanie badawcze, które brzmiało następująco: Dlaczego skala wykorzystania sekurytyzacji w Europie utrzymuje się na niskim poziomie (zarówno pod względem liczby transakcji, jak i wolumenów) po kra-

chu wywołanym przez kolejne kryzysy? Najważniejsze przyczyny niewielkiej skali transakcji sekurytyzacji w Europie są następujące:

- niewielka skala dotyczy nie tylko rynku sekurytyzacji. Po kolejnych kryzysach rynki w UE ciągle są na etapie odbudowywania, na przykład ekosystemy *venture and growth capital* są nadal sfragmentaryzowane i niedorozwinięte;
- instytucje ubezpieczeń i reasekuracji nie mają bodźców do angażowania się w sekurytyzację, zwłaszcza syntetyczną;
- dyskusyjne traktowanie kapitałowe pozycji sekurytyzacji względem innych aktywów o podobnym profilu ryzyka;
- ograniczone zapotrzebowanie banków na dodatkową płynność;
- niedostatek dostawców gwarancji lub ochrony kredytowej dla sekurytyzacji o najwyższym ratingu.

Propozycje, które mają przeciwdziałać takiemu stanowi rzeczy w Europie:

- *Raport przeglądowy Komisji Europejskiej w sprawie sekurytyzacji z 2022 r. i konsultacje publiczne w 2024 r., a 17 czerwca 2025 r. – zestaw propozycji Komisji w sprawie ożywienia rynku sekurytyzacji* [NBP, 2025, s. 11];
- *Zmiany w regulacjach – Rozporządzenie o sekurytyzacji* [Rozporządzenie 2017/2402], Rozporządzenie (EU) 575/2013, *dwa Rozporządzenia delegowane: Liquidity Coverage Ratio* [Bank for International Settlements, 2013] *i Solvency II* [Directive 2009/138/EC].

W celu zniesienia barier rozwoju sekurytyzacji Komisja Europejska sugeruje zastąpienie stałych dolnych poziomów dla wag ryzyka przez dolne poziomy wrażliwe na ryzyko. Chodzi o Art. 259(1) CRR, który ustanawia stałe dolne poziomy minimalne wag ryzyka w odniesieniu do transz senioralnych sekurytyzacji (10% dla sekurytyzacji STS oraz 15% dla sekurytyzacji nie-STS), bez względu na aktualny profil ryzyka sekurytyzowanego pakietu. Komisja zaproponowała więc: a) obniżenie istniejących minimalnych stałych dolnych poziomów dla każdego typu transzy oraz b) wprowadzenie elementu wrażliwego na ryzyko do dolnego poziomu, co może automatycznie być skalowane zgodnie z profilem ryzyka pakietu aktywów bazowych, bazując na takich czynnikach jak jakość kredytowa (np. rating czy rozkład scoringu kredytowego), granulacja aktywów, wyniki historyczne oraz dane o opóźnieniach oraz koncentracja sektorowa czy geograficzna (*dynamic floor*).

Kolejne zaproponowane rozwiązanie, które ma doprowadzić do zniesienia barier w rozwoju sekurytyzacji w Europie, to **wzmocnione wymogi w sprawie raportowania, ale uproszczone szablony raportowe. Rozwiązaniem jest nowa koncepcja „odpornej sekurytyzacji" ze zredukowanym ryzykiem agenta i modelu (mechanizm amortyzacji, koncentracja i granulacja, ryzyko kredytowe kontrahenta, grubość pozycji niżej senioralnych).** Wiąże się z tym przede wszystkim rekalibracja korekty mnożnikiem *p*. W SEC-IRBA i SEC-SA czynnik *p* obecnie działa jako stały mnożnik, który zwiększa koszty kapitału dla sekurytyzowanej ekspozycji w porównaniu do bezpośredniej ekspozycji. Takie rozwiązanie miałoby uwzględniać ryzyko modelu i agenta. Zgodnie z propozycjami Komisji można by znacząco zredukować czynnik *p*, szczególnie dla: a) senioralnych ekspozycji STS; b) senioralnych ekspozycji nie-STS, gdzie

może być zademonstrowana wystarczająca ochrona strukturalna; oraz c) senioralnych ekspozycji zatrzymanych przez inicjatora i sponsora, pod warunkiem spełnienia pewnych kryteriów kwalifikowalności.

Jeżeli chodzi o nową koncepcję „odpornych pozycji sekurytyzacji", to muszą one spełniać kryteria jakościowe i ilościowe, między innymi amortyzację sekwencyjną, ograniczoną ekspozycję na dłużników o wysokim ryzyku, silne mechanizmy wzmacniania jakości kredytowej, standardy minimalnej jakości pakietu aktywów oraz progi dla granulacji oraz podporządkowania strukturalnego. Pozycje, które spełniają bardziej restrykcyjne wymogi, mogą być kwalifikowane do preferencyjnych wag ryzyka oraz dalej zredukowanego czynnika *p*. Kolejne rozwiązanie związane ze znoszeniem barier to proponowane niższe obciążenia kapitałowe dla transz senioralnych – szczególnie dla „odpornych" czy STS sekurytyzacji. Powinno to wzmocnić efektywność kapitałową (kapitału regulacyjnego), czyniąc sekurytyzację bardziej atrakcyjnym narzędziem dla transferu ryzyka kredytowego. Co więcej, zweryfikowane traktowanie RWEA mogłoby ożywić popyt na produkty sekurytyzacji jako części długoterminowego portfela inwestycyjnego, przyciągając inwestorów niezwiązanych tradycyjnie z tym obszarem, zwiększając w ten sposób płynność rynku wtórnego. Mogłoby to skutkować tym, że inwestorzy byliby bardziej skłonni do proponowania bardziej konkurencyjnej wyceny oraz szerszego partycypowania w warstwach senioralnych finansowania strukturyzowanego, a wszystko to umożliwiłoby inicjatorom uzyskiwanie korzystniejszych kosztów finansowania na podstawie skorygowanego reżimu RWEA. Warto jednak zauważyć, że skoro tzw. *dynamic floor* mógłby odtąd np. rosnąć wraz ze zmieniającym się profilem ryzyka ekspozycji bazowych, inicjatorzy staną przed koniecznością dokładniejszej analizy wewnętrznej ryzyka kredytowego w celu uzasadnienia kwalifikowalności do niższego poziomu dolnego progu kapitałowego i być może będą musieli dostarczać inwestorom zwiększonych informacji zgodnie z art. 7 Rozporządzenia o sekurytyzacji.

Aktywni uczestnicy rynku podkreślają jednak, że chociaż idea „odpornej sekurytyzacji" wydaje się zasadna, to jednak jest kilka miejsc do poprawienia w tej koncepcji. Na przykład pozytywnym krokiem jest sama rekalibracja mnożnika *p*, gdyż pomaga w wyliczaniu go dla instytucji stosujących SEC-SA, dotąd traktowanych gorzej kapitałowo od tych, które stosują SEC-IRBA. Niemniej jednak, niekoniecznie do końca słusznie, propozycje Komisji Europejskiej nie darzą zaufaniem pozycji nie-senioralnych utrzymywanych przez inwestorów, czemu dają wyraz w postaci często nadmiernych obciążeń kapitałowych. Oczywiście pozycje senioralne są – co wynika z samej struktury transakcji – najbardziej uodpornione na ryzyko (w czasie kryzysu *subprime* jednak i one zostały dotknięte). Jednakże, jeżeli transakcja obejmuje już kilkanaście transz lub więcej, co wcale nie jest rzadkością, trudno powiedzieć, że wszystkie transze poniżej senioralnej są „złe". To jest nadmiernie konserwatywne podejście. Skazuje to więc niejako transze poniżej senioralnych na inwestorów nie-bankowych, co nie jest bez wpływu na płynność rynkową takich transz.

Z powyższym wiąże się też kwestia braku kompetencji wśród nadzorców nad rynkiem finansowym. Wiele osób zatrudnianych w nadzorze finansowym nie rozumie, czym jest seku-

rytyzacja. W propozycjach Komisji pojawia się szesnaście różnych scenariuszy dla wyliczania kosztów kapitałowych. To oznacza konieczność wypracowania nowych regulacji oraz narzędzi nadzorczych przy większej współpracy i koordynacji krajowych kompetentnych władz. Można obawiać się, że będzie z tym problem, a to może doprowadzić do arbitrażu regulacyjnego i niejasnego traktowania RWA struktur sekurytyzacji. Może to też skutkować tym, że będzie to czynnik hamujący rozwój europejskiego rynku sekurytyzacji.

Jeżeli chodzi o Rozporządzenie delegowane o LCR (*Liquidity Coverage Ratio*), wprowadzone jako część CRR, to w pierwotnej wersji wprowadziło ono konserwatywne kryteria kwalifikowalności dla aktywów, by mogły się one kwalifikować do *High-Quality Liquid Assets* (HQLAs). Sekurytyzacja była w dużym stopniu wyłączona ze statusu HQLA. Było to efektem obawy o ich skomplikowanie, niejasność oraz efekty finansowe tych transakcji w okresie szoków rynkowych. Przyczyniło się to do znacznego skurczenia europejskiego rynku sekurytyzacji, ze szkodą zwłaszcza dla kredytów hipotecznych, kredytów dla MŚP oraz kredytów konsumenckich.

Taka sytuacja utrzymała się nawet po wprowadzeniu STS w 2019 r., mimo wskazywania na ten błąd ze strony chociażby Europejskiego Banku Centralnego. W omawianych propozycjach Komisja wskazuje na możliwość poszerzenia kwalifikowalności do HQLA, by ujmować transze senioralne tradycyjnej sekurytyzacji STS z krokami jakości kredytowej CQS5 do CQS7 (ekwiwalent ratingu od A+ do A– od S&P lub jego ekwiwalent z innych agencji ratingowych), ale z korektą wartości 50%. Kolejną korektą miałoby być zlikwidowanie tzw. wymogu WAL (*maximum weighted average life*), który oznacza, że jeżeli pozycja sekurytyzacji miałaby się kwalifikować do bufora płynności, to musi mieć pozostały WAL pięciu lat lub mniej – co uzasadnia się koniecznością kierowania więcej finansowania długoterminowego do spółek i projektów infrastrukturalnych. W obecnym reżimie wymóg WAL ogranicza kwalifikowanie sekurytyzacji o początkowej zapadalności z dłuższym okresem – takie jak papiery zabezpieczone mieszkaniowymi kredytami hipotecznymi – ze względu na charakter ich aktywów bazowych, chociaż nie ma to odpowiednika w standardzie Basel.

Propozycje związane z LCR redukują też korektę wartości (z 35% do 25%) dla kwalifikowanych sekurytyzacji STS, w ten sposób wyrównując je z traktowaniem listów zastawnych oraz papierów dłużnych przedsiębiorstw w Level 2B. Co więcej, „odporna sekurytyzacja" będzie mogła nawet korzystać z korekty wartości 15%, pod warunkiem, że rozmiar emisji spełnia wymóg kwoty minimalnej (proponuje się, by było to 250 mln euro – lub ekwiwalent – dla sekurytyzacji z długoterminowym ratingiem kredytowym między CQS1 i CQS4).

Transakcje SRT, często określane w USA jako transakcje „transferu ryzyka kredytowego" lub „sekurytyzacja syntetyczna", a w przepisach UE „sekurytyzacja bilansowa", są narzędziem, które umożliwia bankom redukcję ich wymogów dotyczących kapitału regulacyjnego [Balicka, 2008]. Podobnie jak w przypadku wcześniej omawianej struktury sekurytyzacji tradycyjnej, wyróżnia się trzy główne podmioty biorące udział w sekurytyzacji syntetycznej: inicjator (bank), spółka do celów specjalnych oraz inwestorzy. Na uwagę zasługuje sposób obejmowania transz przez inicjatora (transza senioralna i transza na pierwszą stratę).

Transza środkowa (*mezzanine*) natomiast jest chroniona poprzez porozumienie z SPV na mocy kontraktu (inicjator – SPV) *Credit Default Swap* (CDS) [Augustin, 2014; Arora, Gandhi, Longstaff, 2012; Chan, Fung, Zhang, 2009]. Oznacza to, że na podstawie tego kontraktu wszelkie straty zaistniałe w tej transzy są pokrywane przez SPV, a dokładniej, przez powiernika zatrudnionego przez SPV. SPV emituje instrument pochodny znany jako *Credit Linked Notes* (CLN) dla inwestorów (zwykle są to wyspecjalizowane fundusze kredytowe, zarządzający aktywami, publiczne lub wielostronne banki rozwoju czy firmy ubezpieczeniowe), a przychody z tej emisji zasilają rachunek powierniczy [Wang, Qian, 2025; Rathgeber, Wang, 2011; Hui, Lo, 2002].

Żeby uzyskać korzystne traktowanie kapitałowe dla transzy *mezzanine* (tzn. transza uzyskująca taką ochronę zmniejsza kapitał regulacyjny inicjatora, gdyż dzięki ochronie jest uznana za usuniętą z bilansu), propozycje Komisji dotyczą przeprowadzenia dwóch testów (zgodnie z testami ilościowymi i jakościowymi określonymi w Art. 244 i 245 Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady [CRR, 2013]):

- test *mezzanine* – transfer co najmniej 50% kredytów w transzy *mezzanine* (w sekurytyzacji o trzech transzach) lub co najmniej 80% kwoty nominalnej pozycji na pierwszą stratę (w sekurytyzacji o dwóch transzach);
- test na pierwszą stratę, żeby ulga kapitałowa uzyskana przez bank była niższa niż transferowana strata.

Dla zachęcenia do inwestowania przez podmioty ubezpieczeniowe i reasekuracyjne w znaczące transakcje transferu ryzyka (SRT) Komisja zaproponowała poszerzenie etykiety STS do niefinansowanych form ochrony kredytowej świadczonych przez kwalifikowane (re)ubezpieczeniowe przedsiębiorstwa. Kwalifikowani (re)ubezpieczyciele będą musieli spełniać pewne ostre warunki, w tym podlegać Solvency II, wykorzystywać zaakceptowany model wewnętrzny dla mierzenia ryzyka kredytowego i być w zgodzie z silnymi wymogami kapitałowymi i standardami dywersyfikacji.

Wszystko to wymaga dodatkowych korekt Solvency II w celu zachęcania do inwestycji dokonywanych przez ubezpieczycieli w transakcje SRT. Między innymi stosowane czynniki ryzyka dla inwestycji w sekurytyzację będą zredukowane dla wyrównania przepisów ubezpieczeniowych ze zweryfikowanymi przepisami bankowymi [CRR, 2013]. W sekurytyzacji kwalifikowane jako STS, zgodnie z Rozporządzeniem o sekurytyzacji, traktowanie ostrożnościowe transz senioralnych będzie zrównane z traktowaniem listów zastawnych. Etykieta STS pozwala stronom zaangażowanym w sekurytyzację na stosowanie niższych wymogów kapitałowych niż w nie-STS.

Nowy reżim zwiększy też atrakcyjność rynków SRT dla wielostronnych banków rozwoju przez zniesienie wymogów zatrzymywania ryzyka i *due diligence* dla sekurytyzacji SRT zgodnie z Rozporządzeniem o sekurytyzacji, kiedy transza na pierwszą stratę jest gwarantowana lub utrzymywana przez takie banki. Taka transza będzie musiała stanowić co najmniej 15% wartości nominalnej sekurytyzowanych ekspozycji.

5. Inne propozycje, które mogą doprowadzić do wzrostu rynku transakcji sekurytyzacyjnych w UE

Innym sposobem na znoszenie barier rozwoju sekurytyzacji w Europie jest poluzowanie wymogu granulacji dla pakietu aktywów bazowych (ekspozycje wobec MŚP) w sekurytyzacji STS. Wszystkie transakcje sekurytyzacji, poza nie-ABCP, ABCP oraz pozabilansowe, muszą spełniać wymóg „jednorodności pakietu" w celu kwalifikowania się do etykiety STS, zgodnie z, odpowiednio, artykułami 20(8), 24(15) oraz 26b (8) Rozporządzenia UE STS. Zgodnie z tym wymogiem sekurytyzacje STS muszą być zabezpieczone przez pakiet ekspozycji bazowych, które: a) są jednorodne pod względem typu aktywów, mając na uwadze specyficzne cechy charakterystyczne odnoszące się do przepływów gotówkowych danego typu aktywów, w tym ich cechy kontraktowe, ryzyka kredytowego i przedpłaty; oraz b) obejmują tylko jeden typ aktywów. Oznacza to, że – na podstawie obecnych ram – sekurytyzacja kredytów dla MŚP (na przykład) musi być zabezpieczona przez pakiet bazowy zawierający wyłącznie kredyty dla MŚP w celu kwalifikowania się jako sekurytyzacja STS. Obecnie, żeby sekurytyzacja mogła kwalifikować się jako STS, 100% ekspozycji z pakietu bazowego musi składać się z kredytów udzielanych MŚP. Korekty proponują obniżenie tego wymogu do 70%, w ten sposób otwierając możliwość dla etykiety STS i wynikających z tego korzyści (tzn. niższe wymogi kapitałowe) dla transakcji SRT obejmujących kredyty korporacyjne o ocenie inwestycyjnej.

Dla wspierania dostępu MŚP do finansowania Komisja zaproponowała zredukowanie progu dla jednorodności pakietów, które składają się głównie z kredytów dla MŚP. Szczególnie, zgodnie z tymi propozycjami, pakiet ekspozycji bazowych będzie uważany za jednorodny dla celów STS, kiedy przynajmniej 70% ekspozycji w momencie inicjacji transakcji składa się z ekspozycji wobec MŚP (obecnie, jak wskazano, ten wymóg wynosi 100%). Pozostała część pakietu mogłaby obejmować inne typy ekspozycji – w tym z różnych państw członkowskich – bez naruszenia statusu STS transakcji.

Wprowadzenie zredukowanego progu jednorodności pakietu dla sekurytyzacji zabezpieczonej przez kredyty dla MŚP jest prawdopodobnie dobrą informacją dla uczestników rynku. Wymóg jednorodności pakietu ma na celu promowanie prostoty – pozwalając inwestorom na zrozumienie ryzyka swoich inwestycji bez konieczności analizowania wysoce zróżnicowanego pakietu. Jednakże obecne wymogi są szeroko uważane za przeszkodę dla sekurytyzacji MŚP, ponieważ banki często inicjują zmieszane portfele, które zawierają zarówno kredyty dla MŚP, jak i inne typy aktywów. Taka zmiana mogłaby ułatwić bankom wprowadzenie sekurytyzacji MŚP na rynek pod etykietką STS, ponieważ nie będą musiały one potrzebować „czystego" portfela MŚP. Mając na uwadze to, że kredytowanie MŚP jest często połączone z innymi produktami (takimi jak małe kredyty na zakup nieruchomości komercyjnej), korekta winna wspierać więcej emisji, potencjalnie poszerzając dostęp inwestorów do tej części gospodarki oraz poprawiając dostęp MŚP do finansowania.

Warto jednak odnotować, że 30% porcji „nie-MŚP" w pakiecie może nadal zawierać całkiem różne typy aktywów, co może skomplikować profil ryzyka dla inwestorów. Jeżeli nie będą

ostrożnie podchodzić do tej kwestii, mogą mieć trudności w ocenianiu całego pakietu. Nadzorcy i weryfikujący – strony trzecie – będą więc prawdopodobnie oczekiwali szerokich informacji co do zawartości części nie-MŚP w pakiecie oraz wyjaśnienia, dlaczego pakiet jako całość nadal może być uważany za ogólnie jednolity. W praktyce od inicjatorów będzie się oczekiwać ustalenia przejrzystych kryteriów selekcji oraz wykazania, jak różne ekspozycje zachowują się zgodnie z częścią MŚP dla unikania podważania zamierzonej jednolitości sekurytyzacji STS.

Kolejna propozycja znoszenia barier w rozwoju sekurytyzacji dotyczy wymogu *due diligence* dla inwestorów w propozycjach Komisji, która, poza propozycjami korekt, wprowadza też pewne zmiany, a ich nieprzestrzeganie – jak się proponuje – może skutkować sankcjami, w tym karami sięgającymi nawet do 10% wartości światowych obrotów. Wśród propozycji największe obawy budzi wciąż obowiązek sporządzania badań *due diligence*. Nie jest ciągle jasne, czy te propozycje opracowane na rzecz bardziej spójnego i odpornego rynku sekurytyzacji w UE nie zostaną ograniczone przez ewentualne sankcje. Proponowane zmiany to:

- Inwestorzy nie będą już musieli stosować wymogów weryfikacji z Art. 5(1) oraz Art. 5(3)(c) Rozporządzenia o sekurytyzacji, kiedy podmiot po stronie sprzedaży jest ustanowiony i nadzorowany w UE. Podmioty po stronie sprzedaży podlegają już nadzorowi w UE i mogą być karane w przypadku, kiedy naruszą swoje obowiązki zawarte w Rozporządzeniu o sekurytyzacji. Jest więc pożądane, by inwestorzy nie musieli już dokonywać weryfikacji, czy takie podmioty po stronie sprzedaży, kiedy działają w imieniu stron sprzedających w transakcji, są zgodnie z tymi wymogami *due diligence*.
- Wymogi *due diligence* będą proporcjonalne do profilu ryzyka pozycji sekurytyzacyjnych, koncentrując się na charakterystyce ryzyka, które może znacząco wpływać na wyniki.
- Transze senioralne będą wymagały mniej intensywnego *due diligence* ze względu na znaczące wzmocnienie ich jakości kredytowej oraz niższy profil ryzyka.
- Uproszczone *due diligence* winno być dozwolone dla powtarzalnych transakcji z dobrze rozumianymi cechami ryzyka.
- Kiedy pozycja sekurytyzacji jest w pełni, bezwarunkowo oraz nieodwołalnie gwarantowana przez wielostronny bank rozwoju wymieniony w CRR, to ekspozycja ryzyka jest obniżona do takiego poziomu, który wyłącza inwestorów instytucjonalnych, z wyjątkiem podmiotu świadczącego gwarancję, z wymogu *due diligence*.
- Proponuje się 35% redukcji w polach danych obowiązkowych dla szablonów raportowania publicznego, co powinno zredukować obciążenia IT i raportowania.

Dodanie sankcji karnych do istniejących ram sankcji sektorowych może być uznane za nieproporcjonalne dla reżimu *due diligence*, co pierwotnie jest opracowane dla „pomocy" inwestorom instytucjonalnym. Takie posunięcie niesie ryzyko wysłania złych wiadomości dla rynku i może zniechęcać nowych inwestorów do wchodzenia w przestrzeń sekurytyzacji. Co więcej, w powiązaniu z usunięciem niemożliwości do delegowania pierwotnej odpowiedzialności regulacyjnej do zarządzającego aktywami (nawet jeżeli zarządzający aktywami sam jest inwestorem instytucjonalnym), proponowane reformy mogą mieć niezamierzone konsekwencje w postaci popchnięcia niektórych obecnych inwestorów do opuszczenia rynku. Bez opcji

transferowania pierwotnej odpowiedzialności regulacyjnej do władz zarządzających inwestycjami, funkcje zarządcze i zgodności z przepisami mogą okazać się już nieadekwatnie zapewnione, co czyniłoby mniej atrakcyjnym stałe uczestnictwo. Sami zarządzający aktywami mogą być mniej dotknięci, ale ogólny wpływ to byłoby raczej skurczenie się bazy inwestorów niż zamierzona ekspansja.

Kolejne proponowane rozwiązanie dotyczy aktywnego zarządzania. Do obowiązku bycia wystarczająco jednorodnymi, ekspozycje bazowe sekurytyzacji STS nie mogą być aktywnie zarządzane według uznania [Artykuły 20(7), 24(7) oraz 26b (7) Rozporządzenia UE STS]. Jakiekolwiek zmiany ekspozycji bazowych muszą spełniać wcześniej określone, wyraźne i udokumentowane kryteria kwalifikowalności, zapewniając, że inwestorzy mogą mieć możliwość oszacowania ryzyka kredytowego pakietu aktywów bazowych przed dokonaniem inwestycji. W odniesieniu do sekurytyzacji bilansowej Art. 26b (7) prezentuje listę dozwolonych działań, które nie są uważane za „aktywne zarządzanie portfelem na bazie uznaniowej" dla tych celów. Inicjator sekurytyzacji bilansowej może usunąć – bez łamania zakazu aktywnego zarządzania portfelem – ekspozycje bazowe, które:

- zostały w pełni spłacone lub osiągnęły zapadalność;
- zostały usunięte podczas zwykłego prowadzenia biznesu inicjatora, pod warunkiem, że takie usunięcie nie stanowi „pośredniego wsparcia" dla sekurytyzacji;
- są przedmiotem korekty, która nie wynika z jakości kredytowej, takiej jak refinansowanie czy restrukturyzacja długu, i która pojawia się w zwykłym toku obsługi tej ekspozycji bazowej;
- nie spełniały kryteriów kwalifikowalności w momencie włączania ich do sekurytyzacji.

Komisja zaproponowała rozszerzenie listy dozwolonych działań, które nie zaliczałyby się do „aktywnego zarządzania". Wśród tych propozycji znajduje się zapis, że inicjatorzy nie mogą usunąć ekspozycji, jeżeli:

- dłużnik (lub związany z nim podmiot) staje się poddany sankcjom UE czy też zaangażował się w udowodnione praktyki oszustwa; albo
- zmiana w prawie krajowym powoduje, że dana ekspozycja nie jest prawnie wymagana.

Korekty Komisji do zakazu „aktywnego zarządzania" zwiększają elastyczność inicjatorów w zakresie rozwiązywania pewnych nieoczekiwanych problemów bez zagrożenia dla statusu sekurytyzacji STS. Te zmiany mogą być również przychylnie przyjęte przez inwestorów, ponieważ umożliwiają one usuwanie ekspozycji, których inwestorzy mogliby generalnie nie chcieć pozostawiać w pakiecie: dokładnie, ekspozycje uznane za niemożliwe do zrealizowania z względu na zmiany w prawie oraz takie, dla których odnośny dłużnik stał się przedmiotem sankcji UE czy też wykryto, że zaangażował się w oszustwo. W obecnych przepisach dokonanie takich korekt mogłoby zagrozić tym, że będzie to traktowane jako „aktywne zarządzanie" i stąd nie byłoby kwalifikowane do traktowania sekurytyzacji jako STS.

Zweryfikowane podejście wydaje się dawać większą równowagę, utrzymując główny wymóg, żeby sekurytyzacja STS nie była zarządzana efektywnie na bazie uznaniowości, przy jednoczesnym uznawaniu, że niektóre usunięcia są konieczne. Niemniej jednak, nadal

będzie potrzeba dobrego zarządzania oraz dokumentacji dotyczącej tego, jak takie wydarzenia są identyfikowane i procedowane. Na przykład, to, co uważa się za „udowodnione oszustwo", będzie wymagało jasnych kryteriów, a inicjatorzy będą prawdopodobnie musieli utrzymywać dowody z audytu demonstrujące, że usunięcia zostały spowodowane tylko przez takie specyficzne wydarzenia, a nie z motywów szerokiego zarządzania portfelem. Ogólnie rzecz biorąc, taka zmiana da inwestorom większe zaufanie, że ich ekspozycje pozostaną zyskowne, a jednocześnie będą chronieni przed oczywistymi okolicznościami jak kredyty oszukańcze czy niezgodne z prawem.

Kolejne propozycje znoszenia barier w rozwoju sekurytyzacji w Europie dotyczą różnego traktowania sekurytyzacji publicznej i prywatnej. Proponowana nowa architektura regulacyjna rozróżnia sekurytyzację publiczną i prywatną, umożliwiając bardziej proporcjonalne traktowanie regulacyjne przy zachowaniu odpowiedniego nadzoru, a więc bardziej rygorystyczne traktowanie sekurytyzacji publicznej. Proponuje się, by sekurytyzacja publiczna obejmowała transakcje, gdzie a) noty bazowe wymagają, by prospekt był opublikowany zgodnie z Rozporządzeniem o prospektach (Regulation (EU) 2017/1129) [Chyla, 2019], b) sekurytyzacja jest oznaczona notami, które stanowią pozycje sekurytyzacji przyjęte do obrotu na rynku regulowanym, MTF lub OTF (jak zdefiniowano w MiFID II) oraz c) transakcje przeznaczone dla inwestorów na niezmienionych warunkach na podstawie *take-it-or-leave-it*, gdzie inwestorzy nie mają bezpośredniego kontaktu z inicjatorami czy sponsorami.

Takie zróżnicowanie umożliwia ramom regulacyjnym uznanie, że publiczna sekurytyzacja uzasadnia inne traktowanie w porównaniu do transakcji prywatnych, które mogą zawierać więcej struktur „szytych na miarę" oraz bezpośrednich negocjacji między stronami. Sekurytyzacje prywatne będą przedmiotem uproszczonych wymogów raportowania z poufnymi danymi, uznając ich unikalne cechy charakterystyczne w porównaniu z sekurytyzacją publiczną.

6. Podsumowanie

W artykule zidentyfikowano najważniejsze bariery rozwoju rynku sekurytyzacji w Europie. Tym samym uzyskano odpowiedź na pierwsze pytanie badawcze, które brzmiało: „Dlaczego skala wykorzystania sekurytyzacji w Europie utrzymuje się na niskim poziomie (zarówno pod względem liczby transakcji, jak i wolumenów) po krachu wywołanym przez kolejne kryzysy?". Stwierdzono, że bariery są związane przede wszystkim z regulacjami prawnymi, które są nadmiernie restrykcyjne. W poszukiwaniu rozwiązań, które pomogłyby znieść bariery rozwoju sekurytyzacji (PB2: „W jaki sposób można zwiększyć skalę transakcji sekurytyzacyjnych w Europie?"), dokonano analizy propozycji zmian regulacji prawnych dotyczących sekurytyzacji opracowanych przez Komisję Europejską. Obecnie omawiane propozycje są przedmiotem analizy przez Parlament Europejski oraz Radę UE. Być może nowe przepisy będą obowiązywać od 2027 r. Nie wiadomo jeszcze, czy propozycje Komisji zostaną poparte przez Parlament Europejski oraz Radę Unii Europejskiej, czy też te instytucje będą chciały dokonać

zmian w obecnych propozycjach. Obserwując postęp prac w Komitecie ECON Parlamentu Europejskiego, można jednak zauważyć, że pewne punkty propozycji Komisji są traktowane – znowu – nazbyt konserwatywnie.

Przeprowadzona analiza pozwoliła stwierdzić, że analizowane propozycje są właściwe. Mogą spowodować, że europejski rynek sekurytyzacji będzie bardziej konkurencyjny na skalę światową, mogą także zachęcać do stosowania sekurytyzacji jako wiarygodnej techniki finansowej w innych kontekstach (takich jak finansowanie projektów, finansowanie nieruchomości, finansowanie akwizycji oraz magazynów).

Jednak proponowane reformy nadal nie rozwiązują stałego problemu inwestorów UE, jakim jest wymóg ujawniania informacji w szablonach w stylu UE w sprawie inwestycji w sekurytyzację w państwach trzecich. Obowiązek ten prowadzi do obniżenia ich konkurencyjności, ponieważ efektywnie ogranicza ich możliwości do uczestniczenia w sekurytyzacji poza UE. Chociaż zamiarem być może było, by kapitał europejski wspierał priorytety UE, to praktycznym efektem jest ograniczenie elastyczności inwestorów instytucjonalnych do dywersyfikacji geograficznej. Tak długo jak ten wymóg będzie utrzymywany, zainteresowani inwestorzy będą w Europie prawdopodobnie ograniczani, z mniejszymi możliwościami dostępu do światowych rynków sekurytyzacji oraz związanych z tym korzyści szerszej dywersyfikacji.

Bibliografia

Dokumenty prawne

1. CRR (2013). Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz. Urz. L 176 z.
2. Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council of 25 November 2009 on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II), OJ L 335, 17.12.2009.
3. Relaxation of EU Securitization Framework: Spotlight on Significant Risk Transfer (SRT) Transactions, https://www.mcdermottlaw.com/insights/relaxation-of-eu-securitization-framework-spotlight-on-significant-risk-transfer-srt-transactions/
4. Rozporządzenie 2017/2402 w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniające dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 648/2012, Dz. U. UE.L.2017.347.35.

Wydawnictwa zwarte

1. Kreczmańska-Gigol, K. (2011). Istota sekurytyzacji aktywów. W: *Windykacja należności – ujęcie interdyscyplinarne* (s. 509–512), K. Kreczmańska-Gigol (red.). Warszawa: Difin.
2. Ostaszewski, J., Cicirko, T., Kreczmańska-Gigol, K., Martysz, C., Russel, P., Wrzesiński, M. (2017). *Podstawy finansowania spółki akcyjnej*. Warszawa: Difin.

3. Zombirt, J. (2011). Istota sekurytyzacji a sekurytyzacja należności bankowych. W: *Windykacja należności – ujęcie interdyscyplinarne* (s. 517–520), K. Kreczmańska-Gigol (red.). Warszawa: Difin.
4. Zombirt, J. (2015). Sekurytyzacja aktywów. W: *Płynność finansowa przedsiębiorstwa. Istota, pomiar, zarządzanie* (s. 299–310), K. Kreczmańska-Gigol (red.). Warszawa: Difin.

Artykuły prasowe i okolicznościowe

1. Arora, N., Gandhi, P., Longstaff, F.A. (2012). Counterparty Credit Risk and the Credit Default Swap Market, *Journal of Financial Economics*, 103(2), s. 280–293.
2. Augustin, P. (2014). Sovereign Credit Default Swap Premia, *Forthcoming, Journal of Investment Management*.
3. Balicka, H. (2008). Bezpieczeństwo transakcji bankowych realizowanych za pośrednictwem Internetu, *Bezpieczny Bank*, 37(2), s. 93–112.
4. Bank for International Settlements (2013). Basel Committee on Banking Supervision. Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools, January.
5. Becker, J., Jäger, J. (2008). Die subprime Krise und Europa, *Kurswechsel*, 2(2008), s. 82–95.
6. Benea, I., Duma, F. (2013). Financing with Receivables: Factoring, Securitization and Collateral, *Finance: Challenges of the Future*, 15, s. 79–86.
7. Borys, G. (2018). Zielona sekurytyzacja jako technika mobilizacji kapitału na transformację gospodarki europejskiej w kierunku gospodarki niskoemisyjnej, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 532, s. 43–50.
8. Brinkmann, R., Leibfried, P., Zimmermann, M.D. (2008). Die Subprime-Kreditkrise im Spiegel der Rechnungslegung, *IRZ: Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung*, 3 (7/8), s. 333–340.
9. Chan, K.C., Fung, H.G., Zhang, G. (2009). On the Relationship between Asian Credit Default Swap and Equity Markets, *Journal of Asia Business Studies*, 4(1), s. 3–12.
10. Chyla, Ł. (2019). Nowe prawo prospektowe – ocena zmian, *Przegląd Prawno-Ekonomiczny*, 48(3), s. 247–275.
11. Eggert, K. (2008). The Great Collapse: How Securitization Caused the Subprime Meltdown, *Conn.L. Rev.*, 41, 1257.
12. Hui, C.H., Lo, C.F. (2002). Effect of Asset Value Correlation on Credit-Linked Note Values, *International Journal of Theoretical and Applied Finance*, 5(05), s. 455–478.
13. Jacobs, B.I. (2009). Tumbling Tower of Babel: Subprime Securitization and the Credit Crisis, *Financial Analysts Journal*, 65(2), s. 17–30.
14. Keys, B.J., Mukherjee, T., Seru, A., Vig, V. (2009). Financial Regulation and Securitization: Evidence from Subprime Loans, *Journal of Monetary Economics*, 56(5), s. 700–720.
15. Milic-Czerniak, R. (2016). Sekurytyzacja jako źródło finansowania kredytów, *Przedsiębiorczość i Zarządzanie*, 17 (8.2), s. 239–250.
16. NBP (czerwiec 2025). *Przegląd spraw europejskich*. Warszawa: NBP.
17. O'Hara, P.A. (2009). The Global Securitized Subprime Market Crisis, *Review of Radical Political Economics*, 41(3), s. 318–334.
18. Pawłowski, S. (2020). Obowiązek informacyjny podmiotów zaangażowanych w proces sekurytyzacji, *Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego*, 6, s. 18–24.

19. Rathgeber, A.W., Wang, Y. (2011). Market Pricing of Credit-Linked Notes: The Case of Retail Structured Products in Germany, *The Journal of Credit Risk*, 7(4), s. 73–101. DOI: 10.21314/jcr.2011.149.
20. Wang, X., Qian, X. (2025). Valuation of Credit-Linked Notes Under Government Implicit Guarantees, *Mathematics*, 13(15), 2398.
21. Zombirt, J. (2025). Mitygowanie ryzyka w procesie sekurytyzacji, *Społeczeństwo i Polityka*, 2(83), s. 41–56.

Materiały internetowe

1. Fligstein, N., Goldstein, A. (2011). *Catalyst of Disaster: Subprime Mortgage Securitization and the Roots of the Great Recession*, https://escholarship.org/uc/item/83x2h03n (dostęp: 26.11.2025).
2. Jobst, A. (2008). *What Is Securitization? Finance & Development*, September, 48–49, https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/09/pdf/basics.pdf (dostęp: 26.11.2025).

Barriers to the Development of Asset Securitisation in Europe

Abstract

The aim of the article was to identify the barriers to the development of asset securitisation in Europe. The study sought to answer the following research questions: (RQ1) Why has the use of securitisation in Europe remained at a low level, both in terms of the number of transactions and transaction volumes, following the downturn caused by successive crises? (RQ2) How can the scale of securitisation transactions in Europe be increased? To address these research questions, the study employed a qualitative methodology based on the analysis of legal documents and conversational analysis of interviews with active market participants. The article presents a description of a simplified securitisation transaction as an illustrative example. It concludes that the complexity of securitisation transactions has created significant challenges for their legal regulation in Europe. The first Securitisation Regulation failed to meet expectations and, moreover, attracted widespread criticism from market participants. Critics argued, among other things, that concerns about innovative financial solutions led to numerous excessively conservative requirements and restrictions. Restrictive regulations constitute a major barrier to the development of securitisation in Europe. Efforts are currently underway to revise the relevant legal framework, which may help remove some of these barriers and enable the European securitisation market to develop more rapidly.

Keywords: asset securitisation, capital market, liquidity management, sources of financing, capital allocation

Unless stated otherwise, all the materials are available under the Creative Commons Attribution 4.0 International license. Some rights reserved to SGH Warsaw School of Economics.