

*Jolanta Zombirt**

SEKURYTYZACJA A EUROPEJSKIE STANDARDY ZARZĄDZANIA PŁYNNOŚCIĄ BANKÓW

WSTĘP

W Unii Europejskiej można obecnie zaobserwować kilka ciekawych inicjatyw legislacyjnych, które wynikają z doświadczeń kryzysu finansowego. Niedostatki w zarządzaniu ryzykiem w instytucjach kredytowych, nie tylko ryzykiem kredytowym czy rynkowym, ale również ryzykiem płynności wyrażającym się w zbytym niedopasowaniu zapadalności aktywów i wymagalności pasywów oraz nikłą dywersyfikacją źródeł finansowania się, nadmierna dźwignia finansowa, zwiększyły zainteresowanie regulatorów opracowaniem niekiedy zupełnie nowych przepisów ostrożnościowych dla banków. Poza sporymi zmianami w zakresie wymogów dotyczących kapitału regulacyjnego względem ryzyka kredytowego czy rynkowego zaczęto również wprowadzać nowe przepisy odnoszące się do ryzyka płynnościowego (wymóg pokrycia płynnością (*liquidity coverage requirement*, LCR) oraz wymóg stabilnego finansowania netto (*net stable funding ratio*, NSFR)) czy dozwolonej dźwigni. Nic więc dziwnego, że oba te obszary są obecnie tematem ożywionych dyskusji między regulatorami a uczestnikami rynku. Należy jednak zauważyć, że

* Jolanta Zombirt jest doktorem habilitowanym ekonomii (specjalizacja: bankowość) w Szkole Głównej Handlowej i magistrem filologii orientalnej (arabistyka) na Uniwersytecie Jagiellońskim, pracownikiem Instytutu Europeistyki na Wydziale Studiów Międzynarodowych i Politycznych UJ. Jej zainteresowania badawcze obejmują technikę sekurytyzacji, regulacje bankowe, sektor usług finansowych w Unii Europejskiej, politykę pieniężną i fiskalną w UE.

próby wprowadzania norm zarządzania płynnością banków były podejmowane już od dawna, nigdy jednak na taką skalę.

W początkach globalnego kryzysu finansowego chętnie wskazywano na techniki sekurytyzacji jako na jedną z najważniejszych jego przyczyn. Politycy (i nie tylko) chętnie przypisywali sekurytyzacji odpowiedzialność za rozlanie się kryzysu po świecie i za straty tym spowodowane. Przy czym niemal bezkrytycznie potępiano wszelkie rodzaje transakcji sekurytyzacyjnych, nie dostrzegając, częściowo z pobudek politycznych, zdecydowanie lepszych wyników sekurytyzacji w Europie niż w USA oraz zalet sekurytyzacji na rzecz gospodarki realnej. Jednak w ostatnich latach obserwujemy wyraźne odwrócenie tej tendencji. W coraz też szerszym zakresie za pobudzeniem rynku sekurytyzacji w Europie opowiadają się już nie tylko uczestnicy tego rynku, ale także przedstawiciele europejskich instytucji finansowych, tzn. Europejskiego Banku Centralnego i Komisji Europejskiej.

Z jednej strony dąży się do wzmocnienia pozycji płynnościowej banków, z drugiej legislator europejski stara się udowodnić, że aktywa sekurytyzacyjne mogą w określonych przypadkach być również uważane za płynne aktywa.

Celem artykułu jest odpowiedź na pytanie, czy regulacyjne uwzględnienie sekurytyzacji w buforze płynnościowym może wpłynąć na wzrost zainteresowania sekurytyzacją, w warunkach ekstremalnie niskich stóp procentowych EBC oraz ograniczających ją niektórych rozwiązań regulacyjnych.

Artykuł rozpoczyna opis konstrukcji wymogu pokrycia płynnością. Przedstawione są ogólne zasady kalkulowania odpływów i dopływów gotówki w ciągu 30 dni kalendarzowych. Uwadze poświęcono także skład bufora płynnościowego wskazując na jego elementy: aktywa Poziomu 1 oraz Poziomu 2A i 2B.

Druga część artykułu dotyczy sekurytyzacji, a zwłaszcza tych jej cech, które pozwalają określać, czy pozycje sekurytyzacji są proste, wystandaryzowane i płynne (SSTS), co może pozwolić na kwalifikowanie ich do Poziomu 2B bufora płynnościowego.

W końcowej części wskazuje się na działania instytucji europejskich, mające na celu zwiększenie zainteresowania sekurytyzacją jako alternatywnym kanałem finansowania gospodarki realnej oraz na rolę jaką może odegrać wymóg pokrycia płynnością dla promowania sekurytyzacji.

1. WYMÓG POKRYCIA PŁYNNOŚCIĄ

Od paru lat widoczne są starania regulatorów na rzecz zwiększenia odporności banków na nagłe odpływy płynności. Efektem są rekomendacje w sprawie dwóch wskaźników: NSFR i LCR. Jeżeli chodzi o LCR, w Europie wymóg ten wynika z Art. 412 (1)¹

¹ Instytucje utrzymują aktywa płynne, których łączna wartość pokrywa odpływy płynności pomniejszone o przyływy płynności w warunkach skrajnych, w celu zagwarantowania utrzy-

CRR², który wprowadza dla wszystkich banków i, w przyszłości, firm inwestycyjnych UE obowiązek utrzymywania pewnego poziomu płynności oraz regularnego raportowania na temat składu całości płynnych i nieobciążonych aktywów w tzw. buforze płynnościowym. Należy wspomnieć w tym miejscu, że CRR i przepisy uzupełniające CRR (jak np. omawiany poniżej) nie są w pełni odzwierciedleniem rekomendacji bazylejskich, gdyż uwzględnia się w nich pewne cechy charakterystyczne dla Unii Europejskiej.

Na podstawie CRR (Art. 460)³ Komisja, przy współpracy z Europejskim Urzędem Nadzoru Bankowego, opracowała tzw. Delegowane Rozporządzenie (UE/2015/61)⁴ odnoszące się do wymogu pokrycia płynnością (*Liquidity Coverage Requirement*, LCR) opublikowane w Dzienniku Urzędowym w styczniu 2015 r. Ma ono zastosowanie do instytucji kredytowych i określa szczegółowo przepisy ilościowe dotyczące płynności. Szczególny nacisk kładzie się na sposób kalkulowania odpływów gotówkowych netto, których każda instytucja kredytowa winna spodziewać się w czasach napięć rynkowych przez okres 30 dni kalendarzowych oraz dokonuje kategoryzacji płynnych aktywów, które mogą pomóc w utrzymaniu bieżącej działalności banku. Mimo daty wprowadzenia CRR do ustawodawstwa państw członkowskich, LCR (podobnie jak wymóg dotyczący dźwigni finansowej) będzie wprowadzany stopniowo, począwszy od 1 stycznia 2015 r. Harmonogram wprowadzania LCR przedstawia poniższa tabela.

Tabela 1. Harmonogram wprowadzania LCR

Termin	1 stycznia 2015 r.	1 stycznia 2016 r.	1 stycznia 2017 r.	1 stycznia 2019 r.	1 stycznia 2019 r.
Minimum LCR (%)	60	70	80	90	100

Źródło: European Commission, *Commission Staff Working Document. Impact Assessment, Accompanying the document: Commission Delegated Regulation to supplement Regulation (EU) 575/2013 with regard to liquidity coverage requirement for Credit Institutions*, Brussels, 10.10.2014, SWD(2014) 349 final.

mywania przez instytucje takich poziomów zabezpieczeń przed utratą płynności, które są odpowiednie w sytuacji ewentualnego zakłócenia równowagi między przyływami i odpływami płynności w warunkach wysoce skrajnych w ciągu 30 dni. W warunkach skrajnych instytucje mogą wykorzystywać swoje aktywa płynne do pokrycia odpływów płynności netto.

² Capital Requirements Regulation – 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.

³ Komisja jest uprawniona do przyjmowania aktów delegowanych zgodnie z Art. 462 w celu szczegółowego określenia wymogu ogólnego ustanowionego w Art. 412 ust. 1 Akt delegowany przyjęty zgodnie z niniejszym ustępem opiera się na pozycjach, które należy zgłosić zgodnie z częścią szóstą tytułu II i załącznikiem III, określa się w nim również okoliczności, w jakich właściwe organy muszą nałożyć na instytucje kredytowe szczególne poziomy przyływów i odpływów, w celu uwzględnienia szczególnych rodzajów ryzyka, na które są one narażone, przestrzega się także w nim progów określonych w ust. 2.

⁴ Delegated Regulation (DR).

Definiowanie płynnych aktywów wystarczających na zabezpieczenie 30 dni stresu opiera się na pojęciu „płynnych aktywów o wysokiej jakości” (*High Quality Liquid Assets*, HQLA). Jak wielokrotnie zaznacza się w dokumentach Komisji, dane aktywum jest uważane za płynne aktywum o wysokiej jakości, jeżeli może być łatwo i szybko wymienione na gotówkę przy żadnym lub niewielkim koszcie i z ewentualnie niewielką stratą⁵. W zależności od charakterystyki danego aktywa zaproponowano, aby HQLA składały się z aktywów naliczanych w całości lub części ich wartości i by poszczególne ich składniki podlegały lub nie nieco arbitralnie określonym korektom wartości. Dla odzwierciedlenia zdolności poszczególnych aktywów do szybkiej i niskokosztowej konwersji na gotówkę zaproponowano ich kategoryzację na aktywa Poziomu 1 i Poziomu 2. Poziom 2 podzielono dalej na aktywa Poziomu 2 A i 2 B. Sposób uwzględniania płynnych aktywów jako składników HQLA przedstawia tabela 2.

Tabela 2. Kategoryzowanie składników HQLA

Pozycja	Mnożnik wartości (%)
Aktywa Poziomu 1: – monety i banknoty – kwalifikowane papiery wartościowe będące przedmiotem obrotu wyemitowane przez suwerenów, banki centralne, podmioty sektora publicznego oraz banki rozwoju wielostronnego – kwalifikowane rezerwy banku centralnego – dług krajowych suwerenów czy banków centralnych wobec suwerenów o wadze ryzyka 0% (zgodnie z Metodą Standardową z Bazylei II) – listy zastawne spełniające pewne określone warunki (listy zastawne mogą jednak stanowić najwyżej 70% bufora płynnościowego i podlegają one 7-procentowej korekcie wartości)	100
Aktywa Poziomu 2 (mogą stanowić najwyżej 40% HQLA):	
Aktywa Poziomu 2 A: – aktywa suwerenów, banków centralnych, banków rozwoju wielostronnego oraz podmiotów sektora publicznego kwalifikujące się do 20% wagi ryzyka – kwalifikowane korporacyjne papiery dłużne z ratingiem AA – lub wyżej – kwalifikowane listy zastawne z ratingiem AA – lub wyżej	85

⁵ Np. European Commission, *Commission Staff Working Document. Impact Assessment...*, op. cit.

Pozycja	Mnożnik wartości (%)
Aktywa Poziomu 2 B (mogą stanowić najwyżej 15% HQLA):	
– kwalifikowane RMBS ^a	75
– kwalifikowane korporacyjne papiery dłużne z ratingiem między A+ a BBB–	50
– kwalifikowane akcje zwykłe	50
Pełna wartość HQLA	

^a Residential Mortgage-Backed Securities (papiery dłużne oparte na mieszkaniowych kredytach hipotecznych).

Źródło: European Commission, *Commission Staff Working Document. Impact Assessment...*, op. cit.

Poza kategoryzacją „wysoce płynnych aktywów” DR wprowadza również wymogi operacyjne dotyczące zarządzania takimi aktywami, szczególnie zakaz wykonywania tych aktywów do hedgingu pozycji handlowych.

HQLA, w celach wyliczania bufora płynnościowego, stanowi licznik ułamka. W jego mianowniku wyliczana jest różnica między przewidywalnymi odpływami gotówki a ograniczonymi przyływami gotówki w ciągu 30 dni kalendarzowych. Przepisy stanowią, że iloraz wynikający z podzielenia HQLA przez różnicę między odpływami a przyływami musi wynosić co najmniej 100%. Innymi słowy, HQLA muszą wystarczyć na pokrycie niedoborów płynności. Na szczególną uwagę (o czym dalej w tekście) zasługują korekty wartości i pułapy włączania do bufora płynnościowego listów zastawnych i pewnych typów papierów sekurytyzacyjnych (por. tabela 3).

Wśród komentatorów, m.in. respondentów procesu oceny wpływu wdrożonego⁶ przez Komisję Europejską, najwięcej emocji budzi skład licznika wyżej opisanego ułamka. Niemniej jednak na ogólną wartość LCR będzie miała wpływ również prawidłowo skalkulowana wartość mianownika (różnica między przewidywalnymi odpływami gotówki a przyływami gotówki w ciągu 30 dni). Odpływy gotówki wyliczane są na podstawie pasywnej strony bilansu, a więc przede wszystkim pozycji potrzebnych do finansowania aktywów, głównie depozytów oraz finansowania się z rynku międzybankowego. Na wielkość odpływów gotówki mają również wpływ pozycje pozabilansowe (np. promesy czy linie kredytowe, gwarancje czy swapy kredytowe, niewykorzystane kredyty i zaliczki dla kontrahentów hurtowych, overdrafty, produkty pozabilansowe odnoszące się do finansowania handlu itp.). Każdej z tych pozycji wliczanej do kalkulacji odpływów gotówki (niezapadłego salda) przy-

⁶ Proces ten objął największe banki w Europie, których zagregowana suma bilansowa wynosi 33 000 mld euro (za: European Commission, *Memo*, Brussels, 10 October 2014). Z badania wynika, że LCR będzie miał zastosowanie do około 10% wartości bilansów tych banków.

pisywane są mnożniki, które mają odzwierciedlać ich stabilność. Za bardziej stabilne uważane są depozyty detaliczne (składane przez osoby fizyczne oraz MŚP) niż depozyty od większych przedsiębiorstw czy innych instytucji finansowych⁷, w tym transakcje repo. Stabilnym depozytem detalicznym przypisuje się więc najniższy mnożnik, tzn. 5% (jeśli są one objęte systemem gwarantowania depozytów, DGS⁸) lub 10% (jeżeli nie obejmuje ich DGS). Jednakże pewne depozyty wykazujące, na podstawie analiz EBA, większą chwiejność i wyższe wskaźniki odpływów będą musiały być kwalifikowane do dwóch kategorii o wyższym stopniu odpływów i będą otrzymywały odpowiednio mnożnik w zakresie 10–15% lub 15–20%. Są to np. depozyty internetowe czy depozyty o oprocentowaniu znacznie wyższym od średniego oprocentowania depozytów detalicznych. Jednakże, jeżeli wycofanie depozytu w ciągu 30 dni kalendarzowych jest związane z karą lub jest zakazane w umowie, mnożnik dla niego będzie miał nadal wartość 5%. Najwyższy mnożnik (do 100%) odpływów jest przewidziany dla takich depozytów, jak np. nadwyżka zabezpieczenia, które może być wycofane w każdej chwili przez kontrahenta.

Tabela 3. Pułapy i korekty wartości dla listów zastawnych i ABS-ów kwalifikowanych do bufora płynnościowego

HQLA	Poziom	Pułap (w %)	Korekta wartości (w %)
Listy zastawne ECAI 1 (AAA do AA ^{-a})	1	70	7
Listy zastawne ECAI 2 (A+ do A ⁻)	2 A	40	15
RMBS	2 B	15	25
ABS-y oparte na kredytach samochodowych	2 B	15	25
ABS-y oparte na kredytach dla MŚP	2 B	15	35
ABS-y oparte na kredytach konsumenckich (oraz wierzytelności z kart kredytowych)	2 B	15	35
Listy zastawne o wysokiej jakości bez ratingu	2 B	15	30

^a Rating długoterminowy według oznaczeń agencji ratingowej Fitch Ratings.

Źródło: European Commission, *Memo...*, *op. cit.*

Z kolei przychyły gotówki wyliczane są z prognozowanego zachowania aktywów, czyli np. spłaty kredytów (według typu dłużnika) oraz zwrotu gotówki z transakcji repo. Ze względów bezpieczeństwa przy kalkulacji mianownika LCR oraz celem

⁷ Za European Commission, *Memo...*, *op. cit.*

⁸ Ale możliwe będzie również stosowanie (od 1 stycznia 2019 r.) preferencyjnej stopy 3%, jeżeli Komisja Europejska uzna, że dany DSG jest zgodny z przepisami Dyrektywy o Systemach Gwarantowania Depozytów.

zmniejszenia ewentualnych błędów w szacunkach przyjęto, że całkowita wartość przyływów nie może być wyższa niż 75% wartości odpływów (ten pułap, jak się wydaje, został ustalony jednak zbyt konserwatywnie). Z tego pułapu wyłączone są przyływy gotówki w ramach jednej grupy bankowej. Dla wyliczenia wielkości przyływów kwestią zasadniczą jest, czy w kontraktach sprecyzowane jest ich zakończenie. Jeżeli nie – do przyływów może być zaliczane tylko 20% ich wartości.

Wracając do sposobu formułowania definicji HQLA, jak wspomniano, wszystkie aktywa zaliczane do Poziomu 2, a także listy zastawne, nawet te zaliczane do Poziomu 1, podlegają pułapom oraz korektom wartości (patrz tabela 3). Pułapy oznaczają maksymalny dopuszczalny udział danych aktywów w HQLA (aktywa Poziomu 1 mogą bez żadnych pułapów czy korekt wartości stanowić całość bufora płynnościowego, z wyjątkiem listów zastawnych). Znane z praktyki banków centralnych, np. EBC, korekty wartości wynikają z konieczności utrzymania niezbędnego poziomu bezpieczeństwa, tj. rynkową wartość danego aktywa pomniejsza się o pewien procent wynikający z m.in. obserwowanej płynności rynkowej. Im niższa płynność (a więc wyższe ryzyko, że danego instrumentu nie da się szybko i bez straty wartości sprzedać na rynku), tym wyższa korekta wartości.

2. SEKURYZACJA

Jak wskazano, od czasu globalnego kryzysu finansowego pojawiło się wiele projektów wskazujących na konieczność ożywienia europejskiego rynku sekuryzacji⁹ oraz propozycji regulacyjnych, które mają wpływ na rynek sekuryzacji, pomijając inicjatywy zgłaszane przez uczestników rynku). Wśród nich za najważniejsze należy uznać¹⁰:

- ❖ wymóg przejścia 5% ryzyka (CRD II, następnie włączonego do Części Piątej CRR), ujawniania informacji (przez inicjatorów, kredytodawców początkowych czy sponsorów albo inwestorów (tzw. podejście pośrednie) i wymogi przeprowadzania analiz przez inwestorów;
- ❖ Basel 2.5 – weryfikacja wymogów dotyczących sekuryzacji w księgach handlowych;
- ❖ CRD III – nowe przepisy dotyczące re-sekuryzacji;
- ❖ Bazylejskie Ramy Sekuryzacji – weryfikacja wymogów kapitałowych;
- ❖ Solvency II – weryfikacja wymogów kapitałowych (m.in. dla sekuryzacji);

⁹ M.in. Komitet Bazylejski ds. Nadzoru Bankowego, European Banking Authority, Bank of England wraz z Europejskim Bankiem Centralnym oraz Capital Markets Union Komisji Europejskiej.

¹⁰ European Banking Authority, *EBA Discussion Paper on simple, standard and transparent securitisation. Response to the Commission's call for advice of December 2013 related to the merits of, and the potential ways of, promoting a safe and stable securitization market*, EBA/DP/2014/02, 14 October 2014.

- ❖ Basel III – nowe standardy płynności (w tym wymóg LCR);
- ❖ CRR, Alternative Investment Fund Managers Directive, Solvency II i UCITS – przejęcie 5% ryzyka sekurytyzacji (według takich samych zasad jak w CRD II i Części Piątej CRR);
- ❖ wymogi bazylejskie dla wielkich ekspozycji;
- ❖ Money Markets Funds Regulation – zakaz inwestowania w sekurytyzację;
- ❖ rozporządzenie UE w sprawie działań strukturalnych poprawiających odporność europejskich instytucji kredytowych – oddzielenie pewnych rodzajów działalności handlowej;
- ❖ CRR Art. 395 – m.in. limity na ekspozycje wobec pewnych rodzajów sekurytyzacji;
- ❖ CRA¹¹ – uzupełniające do CRR wymogi ujawniania informacji na temat instrumentów finansowania strukturyzowanego i wymogi w sprawie ratingów zewnętrznych.

Ostatnie lata dostarczają dowodów na dwie przeciwstawne tendencje; jedną – wzmożoną aktywność do „ujarzmienia” sekurytyzacji, i drugą – przedsięwzięcia na rzecz odbudowy rynków sekurytyzacyjnych, wychodzącą już nie tylko od broniących sekurytyzacji uczestników rynku, ale także od takich instytucji, jak EBC i Komisja Europejska. Nie wchodząc głębiej w analizę zasadności i przydatności niektórych powyższych inicjatyw dla rozwoju europejskiego rynku sekurytyzacji, należy stwierdzić, że w kilku przypadkach rozwiązań regulacyjnych można mieć sporo wątpliwości i zastrzeżeń. Za zupełnie niepotrzebny i nie spełniający żadnych celów ostrożnościowych (poza, jak się wydaje, polityczną demonstracją) można uznać na przykład wymóg przejścia 5% ryzyka przez inicjatora transakcji sekurytyzacji, co kłóci się ze stratyfikacją jako podstawową metodą wzmacniania jakości kredytów w sekurytyzacji¹² (ale można przypuszczać, że ten wymóg zostanie zmniejszony lub w ogóle zniesiony w następstwie nacisków nie tylko uczestników rynku ale również przedstawicieli EBC). Równie sporo zastrzeżeń budzą wysokie wagi ryzyka dla pozycji sekurytyzacyjnych utrzymywanych w portfelach inwestorów, niewspółmierne do „zawartości ryzyka” w porównaniu do innych pozycji ryzyka kredytowego, jak np. obligacji korporacyjnych czy listów zastawnych. Autorzy regulacji tłumaczą to m.in. tym, że obligacje korporacyjne czy listy zastawne podlegają specjalnemu

¹¹ Rozporządzenie delegowane Komisji uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących okresowych sprawozdań o opłatach pobieranych przez agencje ratingowe, na potrzeby bieżącego nadzoru prowadzonego przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (*Credit Rating Agencies, CRA*) z 30 września 2014 r.

¹² Ponieważ stratyfikacja jest podstawową cechą transakcji sekurytyzacji i oznacza dzielenie emisji na transze według zawartości ryzyka kredytowego. Dlatego też transza najbardziej senioralna będzie zawsze zawierała mniej ryzyka kredytowego niż transza najbardziej podporządkowana, więc nie ma większego sensu zatrzymywanie ryzyka z każdej transzy.

nadzorowi publicznemu w celu ochrony inwestora, a papiery sekurytyzacyjne powstają w rezultacie, najczęściej dwustronnych zindywidualizowanych kontraktów. Chociaż nadal trwa proces kalibracji tych wag, wydaje się, że Komitet Bazylejski wciąż bazuje na doświadczeniach z rynku amerykańskiego i niechętnie będzie redukował wielkość kapitału regulacyjnego przypisywanego pozycjom sekurytyzacji.

Na uwagę zasługują również działania EBC w zakresie tzw. *quantitative easing*, dotyczące m.in. akceptacji niektórych papierów sekurytyzacyjnych jako zabezpieczenia jego operacji pożyczkowych, po spełnieniu określonych wymogów. Ma to w zamyśle skłaniać banki do sekurytyzowania aktywów oraz do obejmowania – jako inwestorzy – papierów pochodzących od innych inicjatorów.

Te działania, zwłaszcza EBC i Bank of England, mają na celu odbudowanie rynku sekurytyzacji jako miejsca dostarczania płynności dla banków inicjatorów, a dla banków inwestorów możliwości dywersyfikacji ich portfeli inwestycyjnych. Chodzi tutaj również o przyspieszenie cyrkulacji pieniądza¹³, obniżając w ten sposób – korzystny dla gospodarki realnej – koszt pieniądza w czasie. Jednak wspomniane wyżej domniemane stanowisko Komitetu Bazylejskiego, który, jak się wydaje, nie dostrzega różnicy między amerykańskimi MBS-ami z okresu globalnego kryzysu finansowego – opartymi na kredytach hipotecznych subprime – a wynikami – z porównywalnego okresu – sekurytyzacji europejskiej. Może to prowadzić do niezamierzonych efektów, z których najważniejsza byłaby destabilizacja systemu finansowego, a ponadto: (i) zmiany w modelach biznesowych instytucji kredytowych mających na celu optymalizację wykorzystywania kapitału regulacyjnego, (ii) zwiększone wykorzystywanie do finansowania się banków–cieni (*shadow banking*) czy (iii) nadmiernej koncentracji na kilku instrumentach inwestycyjnych¹⁴. Kwestia ta stała się przedmiotem rozbieżności między stanowiskiem Komitetu Bazylejskiego a Komisją Europejską odpowiedzialną za przeniesienie rekomendacji bazylejskich na grunt europejski. Na przykład J. Hill, Komisarz ds. stabilności finansowej, usług finansowych i unii rynków kapitałowych, stwierdził: *Jeżeli etykieta sekurytyzacji o wysokiej jakości mogłaby zagwarantować, że sekurytyzacja jest realizowana w sposób odpowiedzialny, to być może powinniśmy poluzować niektóre przepisy jej dotyczące*¹⁵.

Niewłaściwe byłoby przypisywanie przyczyn słabego obecnie europejskiego rynku sekurytyzacji wyłącznie już istniejącym czy planowanym regulacjom odnoszącym się, bezpośrednio czy pośrednio, do technik sekurytyzacyjnych. Na niewielkie

¹³ Chodzi o to, że im dłuższy horyzont czasowy inwestycji (udzielonego kredytu), tym wyższy zwrot kapitału (oprocentowanie kredytu). Możliwość „prawdziwej sprzedaży” kredytu zwalnia miejsce w bilansie i możliwość udzielania nowych kredytów w jego miejsce, co może wpływać na skłonność kredytodawcy do zadowolenia się niższymi odsetkami pobieranymi od kredytu, który ma być następnie sekurytyzowany.

¹⁴ European Banking Authority, *EBA Discussion Paper...*, *op. cit.*

¹⁵ EU seeks to relax securitisation rules, 17.02.2015 r., <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/28d63846-b6c7-11e4-95dc-00144feab7de.html?siteedition=uk#axzz3SBOD5fZC>

zainteresowanie tym rynkiem może mieć wpływ również wiele przyczyn o charakterze zewnętrznym, a w tym:

- a) stygmat pokryzysowy przypisywany całemu rynkowi sekurytyzacji przez inwestorów;
- b) otoczenie makroekonomiczne, które było niekorzystne w niektórych jurysdykcjach od czasu globalnego kryzysu finansowego;
- c) instrumenty finansowania alternatywnego dostępne dla instytucji w UE, szczególnie dostępność finansowania z banku centralnego w warunkach kryzysu finansowego;
- d) zaostrzenie zasad i metod nadawania ratingów przez główne agencje ratingowe, wpływające na klasy aktywów sekurytyzacji po negatywnych doświadczeniach ratingów sekurytyzacji w latach kryzysu;
- e) brak wystarczającej bazy inwestorów;
- f) niepewność regulacyjna w postawach emitentów i inwestorów (nie wiedzą, jakie inicjatywy regulacyjne zarówno na szczeblu europejskim, jak i globalnym zostaną uchwalone)¹⁶.

Niektóre z powyższych czynników wymagają rozwinięcia. Na przykład jeżeli chodzi o wspomniane otoczenie makroekonomiczne, to wskazać trzeba, że czynniki regulacyjne oraz wpływ kryzysu spowodowały mniejszą dostępność aktywów bazowych nadających się do sekurytyzacji, w tym:

- ❖ niższy popyt na kredyty zarówno od osób fizycznych jak i przedsiębiorstw, np. kredytowanie hipoteczne brutto w 2013 r. w Holandii było niższe o 55% w porównaniu z poziomami z 2006 r.;
- ❖ proces ograniczania dźwigni, tzn. proces, w którym banki pozbywają się aktywów i stopniowo zmniejszają swoje sumy bilansowe w celu przygotowania się do projektowanych regulacji ostrożnościowych, a także proces ograniczania ryzyka, tzn. proces, w którym banki pozbywają się bardziej ryzykownych aktywów. Zgodnie z danymi z próby 55 banków europejskich, analizowanych przez EBA w raporcie na temat oceny ryzyka, aktywa ogółem obniżyły się o 12% w latach 2011–2013, podczas gdy aktywa ważone ryzykiem spadły o 7% między grudniem 2011 r. a grudniem 2012 r. i o 6% między grudniem 2012 r. a grudniem 2013 r.¹⁷

Odnosząc się do zaostrzenia wymogów koniecznych do uzyskania pożądanego poziomu ratingu, trzeba przede wszystkim zacząć od dość ortodoksyjnego podejścia agencji ratingowych, które uzależniają ocenę kredytową danego emitenta od ratingu kraju macierzystego. W sytuacji, gdy wiele krajów UE doświadczyło obniżenia ratingu w wyniku pogorszenia się stanu finansów publicznych, spadła również możliwość uzyskiwania wyższego ratingu emitentów krajowych, nawet mimo ich dobrej kondycji finansowej. To z kolei rzutuje nie tylko na poziom ratingu emitowa-

¹⁶ European Banking Authority, *EBA Discussion Paper...*, *op. cit.*

¹⁷ *Ibidem.*

nych papierów sekurytyzacyjnych, ale również, co jeszcze ważniejsze, na możliwość uzyskania kontrahentów w sekurytyzacji o odpowiedniej ocenie, co jest wymagane przy wszelkich formach wzmacniania jakości kredytowej dostarczanych przez podmioty zewnętrzne (np. kontrahenci swapów na stopę procentową czy kurs walutowy, dostawcy płynności itp.). W takiej sytuacji koszt przeprowadzenia sekurytyzacji rośnie, a cała transakcja, w celu uzyskania płynności, staje się nieopłacalna.

Jak już wspomniano, trwają prace nad określeniem SSTS w celu wyodrębnienia transakcji, które mogłyby być uznane za bezpieczne, a więc winny one w przyszłości uzyskiwać preferencyjne traktowanie, w tym odpowiednio niższe wagi ryzyka, a także odpowiednie ich uznawanie w innych przepisach mających związek z sekurytyzacją. Niestety, na razie, przynajmniej w odniesieniu do tytułowego wymogu pokrycia płynnością, pozycje sekurytyzacji są traktowane ze zbyt dużą ostrożnością, za dużą, jeżeli spojrzymy na to w kontekście SSTS i HQLA, o czym dalej w tekście.

W ostatnich latach opublikowano wiele badań analitycznych¹⁸ mających wyodrębnić – dla celów regulacyjnych – tzw. sekurytyzację o wysokiej jakości, słusznie wskazując na konieczność odróżniania między sekurytyzacją o niejasnych i trudnych do zrozumienia i wystandaryzowania konstrukcjach, a tzw. *simple, standard and transparent securitisation* (SSTS). Dlatego w dokumentach publikowanych przez EBC zaczęto przyjmować, że SSTS może być porównywalna nawet z listami zastawnymi historycznie uważanymi za jedne z najbardziej wartościowych (pod względem niewielkiej zawartości ryzyka kredytowego) papierów dłużnych¹⁹. Dla nadania wysokiej jakości pozycji sekurytyzacyjnych EBA i Komisja Europejska określiła, jakie cechy winna spełniać sekurytyzacja określana jako SSTS²⁰. Musi przede wszystkim być transakcją prostą i łatwą do zrozumienia. Tak więc musi odpowiadać definicji CRR (Art. 4 (61)). Za „prostą” z tego powodu nie można uznać sekurytyzacji syntetycznej, która nie spełnia podstawowego warunku „prostej” sekurytyzacji: prawa inwestujących do regresu w aktywa bazowe, ponieważ w sekurytyzacji syntetycznej dochodzi tylko do przeniesienia ryzyka kredytowego aktywów bazowych, które nadal są finansowane przez inicjatora. Tym bardziej za „prostą” sekurytyzację nie można uznać re-sekurytyzacji, w której aktywami bazowymi mogą przecież być pozycje sekurytyzacyjne.

¹⁸ Np. patrz przypis 12.

¹⁹ Może na to mieć wpływ również szok wywołany na początku marca 2015 r. w Austrii, związany z niedoborem pokrycia przez aktywa bazowe listów zastawnych w tzw. złym banku, co może oznaczać, że ich regulacyjne wyłączenie spod wymogu *bail-in* (konieczności ratowania zagrożonego banku najpierw przez jego akcjonariuszy i wierzycieli) okaże się fikcją. Listy zastawne są wyłączone z obowiązku *bail-in* ze względu na swoją konstrukcję: w przypadku niewypłacalności emitującego je banku (hipotecznego) aktywa bazowe dla tych papierów nie wchodzi do masy upadłościowej.

²⁰ European Banking Authority, *EBA Discussion Paper...*, *op. cit.*

„Prosta” sekurytyzacja powinna opierać się na prostych aktywach bazowych, a te aktywa muszą być jednym źródłem spłaty inwestorów, oczywiście według kolejności podporządkowania transz sekurytyzacji. Za proste aktywa bazowe uważa się aktywa o jednakowej charakterystyce, a więc przede wszystkim aktywa inicjowane w tym samym porządku prawnym, tej samej walucie i, co pożądane, tego samego typu²¹. Poza tym aktywa bazowe nie powinny być aktywami, w których inicjator nie jest wyspecjalizowany²², co ma zagwarantować istnienie u inicjatora odpowiednich i sprawdzonych kryteriów udzielania kredytów (aktywów). Jest to też istotne w przypadku pełnienia funkcji serwisanta transakcji, bez względu na to, czy jest nim inicjator czy też inny podmiot (nie wydaje się jednak, by wyznaczenie innego podmiotu, ze względu na kwestionowane umiejętności inicjatora w zakresie udzielania i obsługi kredytów, stanowiło wskazanie do określania sekurytyzacji jako „prostej”).

Oczywiście w „prostej” sekurytyzacji aktywa w pakiecie bazowym muszą być aktywami „zdrowymi” (tzn. nie mogą być ani obciążone, ani przeterminowane), a w szczególności dłużnik – przed włączeniem danego aktywa do pakietu bazowego – dokonał już przynajmniej jednej płatności. Co ważne, pakiet bazowy musi być odpowiednio zdywersyfikowany (zgranulowany), przez co rozumie się to, że największa ekspozycja w tym pakiecie nie może wynosić więcej niż 1% całego salda pakietu.

Poza wieloma innymi jeszcze kryteriami (zwłaszcza dotyczących dokumentacji transakcji i dostępu inwestorów do niej), które muszą być spełnione, by sekurytyzacja była uznawana za SSTS, za bardzo istotne należy uznać także i to, że w dokumentacji transakcji winna znaleźć się obowiązkowa ocena (weryfikacja) zewnętrzna próby aktywów bazowych, dokonana przez podmiot inny niż agencja ratingowa, z poziomem ufności co najmniej 95%. Jest to więc wyraźne odejście od wyłącznego opierania się na ocenach agencji ratingowych, które, jak udowodnił kryzys finansowy, nierzadko miały nieodpowiednie metody i modele do przeprowadzania oceny ryzyka kredytowego transakcji sekurytyzacyjnych.

3. WPLYW LCR NA RYNEK SEKURTYZACJI

Determinacja niektórych instytucji europejskich, w tym EBC i Komisji Europejskiej, do uwzględniania pozycji sekurytyzacyjnych w HQLA, jest chyba pierwszym tak ważnym działaniem pobudzania instytucji finansowych do angażowa-

²¹ Oznacza to, że w „prostej” sekurytyzacji nie należy „mieszać” np. kredytów udzielonych na zakup samochodu, konsumenckich czy hipotecznych.

²² Np. bank specjalizujący się w udzielaniu kredytów konsumenckich nie może sekurytyzować np. kredytów hipotecznych, których udzielił jakby „przypadkiem”. Zresztą ten wymóg jest dosyć łatwy do przestrzegania, gdyż dla opłacalności sekurytyzacji kierowanej na rynek publiczny pakiet kredytów bazowych, jak wskazują praktycy, winien mieć wartość wyjściową co najmniej 100 mld USD (lub równowartość).

nia się w sekurytyzację, zarówno na początku, w środku, jak i na końcu całego tego procesu. Działania tych instytucji następują po długotrwałym lobbowaniu ze strony uczestników rynku sekurytyzacji, którzy od dawna dowodzą, że istnieje „dobra” i „zła” sekurytyzacja. Od nich właśnie pochodzi inicjatywa „Prime Collateralised Securities” (PCS). Jest to projekt non profit opracowany przez sektor mający na celu stworzenie produktu dla sekurytyzacji o wysokiej jakości, który spełniałby kryteria najwyższej jakości w zakresie przejrzystości, prostoty i standaryzacji.

Po zgromadzeniu wielkiej bazy danych, na wniosek Komisji EBA przygotowała rekomendacje, które obecnie są analizowane przez Komisję wraz ze wszystkimi zainteresowanymi. Z kolei EBC gromadzi dane (European Data Warehouse, działający od 2012 r.), na podstawie których wyodrębnił kilka klas aktywów bazowych dla sekurytyzacji:

- ❖ Mieszkaniowe kredyty hipoteczne (RMBS)²³;
- ❖ Komercyjne kredyty hipoteczne (CMBS);
- ❖ Transakcje sekurytyzacji na podstawie kredytów dla MŚP (SMES);
- ❖ Kredyty samochodowe (ABS);
- ❖ Kredyty konsumenckie (ABS);
- ❖ Leasing (ABS).

Takie właśnie aktywa sekurytyzacji są przyjmowane przez EBC w operacjach finansowania zabezpieczonego.

W zakresie sekurytyzacji, a przede wszystkim LCR, Komisja nieco odeszła od definicji rekomendacji bazylejskich, żeby ująć specyficzne cechy europejskiego rynku finansowego. Poza tym, rekomendacje bazylejskie odnosiły się tylko do największych banków na świecie, aktywnych na skalę międzynarodową, podczas gdy przepisy sformułowane przez Komisję mają, już od początku tego roku, zastosowanie wobec wszystkich banków w UE. Drugim specyficznym aspektem europejskiego LCR jest wprowadzenie właśnie pozycji sekurytyzacyjnych (oraz listów zastawnych) do bufora płynnościowego, i to zarówno do Poziomu 1 (tylko listy zastawne), jak i Poziomu 2. Można to traktować jako dowód, że niektóre papiery sekurytyzacyjne w UE (por. tabela 3) wykazywały się doskonałymi wynikami i wysoką płynnością.

Przepisy dotyczące LCR i związane z nim przepisy odnoszące się do sekurytyzacji nie kłóć się, jak to bywało w niektórych innych inicjatywach legislacyjnych, z równoległe opracowywanymi aktami prawnymi, biorąc pod uwagę zarówno specyfikę różnych celów, jakie miałyby osiągnąć poszczególne akty prawne, jak i specyfikę ich adresatów. Można tu wspomnieć chociażby o Akcie Delegowanym związanym z tzw. dyrektywą Solvency II, mającą zastosowanie do przedsiębiorstw ubezpieczeniowych. Zarówno w tym akcie, jak i w będącym przedmiotem analiz niniejszego tekstu, mówi się

²³ Mieszkaniowe kredyty hipoteczne muszą spełniać wymogi dotyczące LtV i LiI określone w CRR.

o aktywach sekurytyzacji jako o aktywach, które mogą być włączane do bufora płynnościowego (czy to instytucji kredytowych, czy firm ubezpieczeniowych) po spełnieniu przez nie wymogów dotyczących wysokiej jakości. W obu też przypadkach podkreśla się znaczenie płynności emisji papierów sekurytyzacji, punktując dwie ważne jej cechy: konieczną minimalną wartość jednej emisji na poziomie 100 mln euro i maksymalną średnią ważoną zapadalność nie przekraczającą 5 lat. Wysoką jakość sekurytyzacji w obu aktach należy utrzymywać poprzez podzielenie emisji na transze, ale jedyną transzą, która może kwalifikować się do celów płynnościowych, jest transza senioralna, czyli stojąca najwyżej w strukturze podporządkowania. Trzeba wspomnieć, że w czasie kryzysu problemy dotyczyły również i transz senioralnych, co oznaczało, że brakowało przychodów z aktywów bazowych nawet na zaspokojenie inwestorów w transze senioralne, jednakże takie sytuacje nie zdarzały się w Europie. W USA straty z tego powodu były tak dotkliwe, że odczuli je nie tylko inwestorzy, ale również inne podmioty zaangażowane w sekurytyzację przez SPV. Mowa tu o ubezpieczycielach typu monoline, którzy specjalizowali się w gwarantowaniu płatności (wzmacniania jakości kredytowej) właśnie z transz senioralnych. W Europie do takich zdarzeń nie dochodziło, więc Komisja Europejska pozwoliła na zaliczanie do bufora płynnościowego transzy senioralnej sekurytyzacji pod warunkiem jednak, że taką pozostanie przez cały okres trwania transakcji, a jej jakość będzie dodatkowo weryfikowana przez obowiązek notowania na uznanych giełdach papierów wartościowych.

Zmasowane działania instytucji europejskich na rzecz pobudzenia rynku sekurytyzacji zbiegają się w czasie z kalibrowaniem wskaźnika LCR, a zwłaszcza HQLA. Stwarza to dobrą okazję do zwiększenia zainteresowania sekurytyzacją w Europie nie tylko w kontekście możliwości finansowania zabezpieczonego z EBC, ale również, co szerzej i głębiej dotyka wszystkich instytucji kredytowych, w kontekście regulacyjnym.

PODSUMOWANIE

Wprowadzenie wymogu pokrycia płynnością w przepisach międzynarodowych jest reakcją na problemy jakie pojawiły się w wielu instytucjach finansowych w okresie kryzysu ze względu na to, że nadmiernie opierały się one na finansowaniu krótkoterminowym oraz finansowaniu z banków centralnych. Ogromne koszty poniesione również przez podatników europejskich na ratowanie banków spowodowały, że instytucje europejskie pospieszyły z opracowaniem nowych ram prawnych mających na celu ograniczenie ryzyka wydatkowania pieniędzy publicznych do minimum. Kończą się prace nad tzw. Unią Bankową, której elementami są nie tylko przepisy odnoszące się do naprawy czy likwidacji banków, ale także wzmacniające odporność banków na przyszłe szoki.

Z analiz przeprowadzonych przez EBA²⁴ wynika, że bufor płynnościowy będzie stanowił około 10% sumy bilansowej poszczególnych banków. Wydawać by się mogło, że wymóg utrzymywania „wysoce płynnych aktywów” był spełniany już wcześniej, gdyż z tych samych analiz wynikało, że banki w UE mogły wykazać się (koniec 2013 r.) wskaźnikiem LCR na poziomie wyższym od wymaganego przez CRR, a więc na poziomie powyżej 110%. Jednakże jest to poziom uśredniony, nie uwzględniający różnic między poszczególnymi bankami. Dla wielu banków wprowadzenie LCR będzie się wiązało ze znaczącymi i kosztownymi zmianami składu aktywów. Jest to też szansa na większe zainteresowanie banków sekurytyzacją, gdyż – skoro do 15% bufora płynnościowego będzie mogło składać się z pozycji sekurytyzacji – banki powinny chętniej występować w roli nie tylko inicjatora, ale także inwestora. Dodatkowo, trwające prace nad dookreśleniem SSTS powinny przywrócić zaufanie inwestorów do produktów sekurytyzacji, a to, przez zgłaszany przez nich popyt, powinno zwiększyć bodźce dla banków.

Dla zwiększenia zainteresowania sekurytyzacją będzie potrzebne dalsze kalibrowanie wag ryzyka w CRR oraz – być może – podwyższenie pułapu w Poziomie 2 LCR z obecnych 15% i włączenie kolejnych typów aktywów bazowych. W tym kontekście warto wreszcie zwrócić uwagę na niektóre „miękkie” sformułowania w CRR i Akcie Delegowanym, np. konieczność utrzymywania „odpowiednio zdwersyfikowanego” bufora płynnych aktywów w odniesieniu do ich względnej płynności i jakości kredytowej. Czy sekurytyzacja z ratingiem na poziomie tzw. Pierwszego Kroku (CRR), czyli na wysokim poziomie inwestycyjnym, różni się zasadniczo od listów zastawnych z takim samym ratingiem? Czy więc ewidentnie bardziej korzystne traktowanie listów zastawnych przez europejskiego legislatora nie powinno być z czasem zweryfikowane? Wydaje się, że w podniesieniu znaczenia sekurytyzacji może pomóc jednak wymóg okresowego sprawdzania płynności danego instrumentu wchodzącego w skład HQLA (określenie „okresowy” nie jest sprecyzowane) poprzez zbywanie części pakietu bufora płynnościowego na rynku.

Na zakończenie należy wspomnieć o innym projekcie, poza omawianym wyżej w kontekście CRR wymogu pokrycia płynnością, z którym uczestnicy rynku sekurytyzacji wiążą duże nadzieje. Jest to projekt, którego realizacja wymagać będzie kilku głębokich zmian wprowadzanych do istniejących przepisów prawnych, w tym dyrektywy w sprawie prospektu emisyjnego. Chodzi o projekt unii rynków kapitałowych, którego plan został przedstawiony przez Komisję Europejską w komunikacie z listopada 2014 r. o nazwie „Plan inwestycyjny dla Europy”. Wskazuje się w nim m.in. na konieczność zdefiniowania „sekurytyzacji o wysokiej jakości”. Jak podkreśla Komisja, *Ogólnoeuropejska inicjatywa „sekurytyzacji wysokiej jakości”* będzie

²⁴ European Commission, *Commission Delegated Regulation (EU) No.../.. of 10.10.2014 to supplement Regulation (EU) 575/2013 with regard to liquidity coverage requirement for Credit Institutions*, Brussels, 10.10.2014, C(2014) 7232 final.

musiała zapewnić wysokie standardy procesu, pewność prawną i porównywalność w ramach różnych instrumentów sekurytyzacyjnych poprzez wyższy stopień standaryzacji produktów. Podniosłoby to w szczególności poziom przejrzystości, spójność i dostępność informacji o kluczowym znaczeniu dla inwestorów, w tym w obszarze kredytów dla MŚP, oraz sprzyjałoby poprawie płynności finansowej. Powinno to ułatwić emisję produktów sekurytyzowanych oraz umożliwić inwestorom instytucjonalnym przeprowadzenie analizy due diligence w odniesieniu do produktów, które odpowiadają ich potrzebom w zakresie dywersyfikacji aktywów, zwrotu i czasu trwania²⁵. Obecnie trwa zainicjowany 18 lutego 2015 r. proces konsultacyjny (do 13 maja 2015 r.) na podstawie Zielonej Księgi zatytułowanej „Building a Capital Markets Union”.

Słowa kluczowe: płynność, zarządzanie płynnością, aktywa płynne, przyływy i odpływy płynności, pozycje sekurytyzacji

Abstract

This paper contains a description of a new so called liquidity coverage requirement and its possible relations with securitization positions in Europe. The author indicates that European securitization transactions performed significantly better during the financial crisis than American ones. Because of this fact they could be treated as an alternative channel to finance the real economy.

The new regulations matter in this context, regulations designed with an aim to diminish the probability for similar crises in the future. One of the most important sets of regulations is the Capital Requirements Regulation (CRR) where the liquidity coverage requirement has been inserted. In LCR, for the first time in European rules, the advantages of securitization have been noticed so that certain securitizations are recognized as possible partial insurance in credit institutions against liquidity outflow during 30 calendar days.

The research question is: could this recognition of securitization have – together with work performed by the ECB and European Commission – an influence on a recovery of securitization markets in Europe.

Key words: liquidity, liquidity management, liquid assets, inflows and outflows of liquidity, securitisation positions

²⁵ http://ec.europa.eu/polska/news/150218_unia_pl.htm

Bibliografia

European Banking Authority, *EBA Discussion Paper on simple, standard and transparent securitisation. Response to the Commission's call for advice of December 2013 related to the merits of, and the potential ways of, promoting a safe and stable securitization market*, EBA/DP/2014/02, 14 October 2014.

European Commission, *Commission Delegated Regulation (EU) No.../. of 10.10.2014 to supplement Regulation (EU) 575/2013 with regard to liquidity coverage requirement for Credit Institutions*, Brussels, 10.10.2014, C(2014) 7232 final.

European Commission, *Commission Staff Working Document. Impact Assessment, Accompanying the document: Commission Delegated Regulation to supplement Regulation (EU) 575/2013 with regard to liquidity coverage requirement for Credit Institutions*, Brussels, 10.10.2014, SWD(2014) 349 final.

European Commission, *Memo*, Brussels, 10 October 2014.

EU seeks to relax securitisation rules, 17.02.2015 r., <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/28d63846-b6c7-11e4-95dc-00144feab7de.html?siteedition=uk#axzz3SBOD5fZC>

http://ec.europa.eu/polska/news/150218_unia_pl.htm