
Problemy i poglądy

Ewa Nastarowicz*

WIERZYTELNOŚCI BANKOWE W FUNDUSZACH SEKURTYZACYJNYCH DZIAŁAJĄCYCH NA RYNKU POLSKIM

WSTĘP

W momencie ujawnienia się ostatniego kryzysu finansowego głośno było o sekurytyzacji. Część ekonomistów wskazywała na sekurytyzację jako główną przyczynę kryzysu na amerykańskim rynku kredytów *subprime*¹. Na rynku polskim zaczęto podchodzić z dystansem do transakcji sekurytyzacyjnych². Obawiano się, że polscy inwestorzy mogą podzielić losy inwestorów z rynku amerykańskiego. Z czasem jednak obawy te zostały rozwiane³.

* Ewa Nastarowicz jest adiunktem w Zakładzie Bankowości Uniwersytetu Łódzkiego.

¹ Szerzej: E. Szablowska, *Sekurytyzacja a rozprzestrzenianie się kryzysu kredytów subprime*, [w:] J. Czech-Rogosz, J. Pietrucha, R. Żelazny (red.), *Koniunktura gospodarcza. Od bańki internetowej do kryzysu subprime*, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 143–150.

² Papiery wartościowe emitowane w transakcjach sekurytyzacyjnych zaczęły być postrzegane przez inwestorów na całym świecie jak złożone konstrukcje, mało przejrzyste, bardzo ryzykowne. *EMEA Structured Finance Snapshot*, Fitch Ratings, lipiec 2010, s. 8. *EMEA Structured Finance Snapshot*, Fitch Ratings, luty 2010, s. 7. Zob. P. Niedziółka, *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*, SGH, Warszawa 2009; N. Jeziolowicz, *Sekurytyzacja wróci do łask?*, „Bank”, 12/2008, s. 30–32.

³ Podmioty rynku kapitałowego zainteresowane sekurytyzacją pracowały cały czas nad poprawą wizerunku transakcji sekurytyzacyjnych. Banki inwestycyjne, zwłaszcza działające na rynku amerykańskim, wypracowały własne rozwiązania, mające na celu poprawę przejrzystości transakcji sekurytyzacyjnych i, co za tym idzie, również bezpieczeństwa. Szerzej: P. Jenkins, *Securi-*

Sekurytyzacja jest procesem złożonym, który w ostatnich kilkunastu latach uległ znacznym przeobrażeniom. Większość obecnie wykorzystywanych konstrukcji sekurytyzacyjnych jest bardzo skomplikowana. Wymagają one specjalistycznej wiedzy jej uczestników, a także czasu na przygotowanie transakcji.

Jak wynika z dostępnych informacji, transakcje sekurytyzacyjne przeprowadzane na rynku polskim różnią się znacznie od transakcji na rynkach zagranicznych. Dane dla Europy wskazują, że najczęściej sekurytyzacji poddawane są wierzytelności hipoteczne⁴. W Polsce natomiast brakuje odpowiednich uregulowań i bodźców do wykorzystania w transakcjach sekurytyzacyjnych wierzytelności zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach⁵. Polskie papiery sekurytyzacyjne rzadko mają ocenę ratingową, która zazwyczaj jest nadawana w przypadku zagranicznych emisji sekurytyzacyjnych. Charakterystyczne dla polskich emisji jest wykorzystanie funduszu sekurytyzacyjnego jako formy organizacyjnej SPV⁶. Ze względu na ograniczony dostęp do informacji o funkcjonowaniu funduszy sekurytyzacyjnych w pracy dokonano analizy działalności funduszy sekurytyzacyjnych działających na polskim rynku. Zwrócono szczególną uwagę na współpracę tych podmiotów z sektorem bankowym.

1. SEKURTYZACJA W SEKTORZE BANKOWYM

Katalog wierzytelności, które mogą być poddane sekurytyzacji, zgodnie z amerykańskim stwierdzeniem *If you can grade it, you can trade it*⁷, nie jest zamknięty. Wybór wierzytelności do sekurytyzacji jest jednym z najważniejszych etapów tego procesu⁸. Istotny jest dostęp do danych historycznych dotyczących wierzytelności będących przedmiotem sekurytyzacji. Aktywa wybierane do sekurytyzacji powinny być wyrażone w pieniądzu, pochodzące z obrotu gospodarczego, jednorodne, np. pakiet aktywów składający się z kredytów hipotecznych, pakiet wierzytelności z kart

tisation reinvented to cut costs, „Financial Times”, 5.07.2009. *“Smart” securitization*, „Financial Times”, 5.05.2009.

⁴ Podobna sytuacja jest w Stanach Zjednoczonych.

⁵ Istotnym ograniczeniem są polskie przepisy prawne, które w tym momencie uniemożliwiają sekurytyzację wierzytelności hipotecznych. W Polsce emisje listów zastawnych zabezpieczone są hipotecznie, jednak ich udział w rynku jest nieznaczący.

⁶ Spółka specjalnego przeznaczenia (*Special Purpose Vehicle* – SPV, *Financial Vehicle Corporation* – FVC, spółka celowa) jest to podmiot powoływany wyłącznie na potrzeby transakcji sekurytyzacyjnych. SPV powoływana jest w formie tzw. spółki sieroty (*orphan company*) niepowiązanej organizacyjnie i kapitałowo z innymi podmiotami. Ma to na celu wyeliminowanie ryzyka związanego z prowadzeniem innej działalności niż skupowanie wierzytelności w transakcjach sekurytyzacyjnych i emisja papierów wartościowych opartych na aktywach.

⁷ Jeżeli możesz to oszacować, możesz tym handlować.

⁸ Szerzej: J. Deacon, *Global Securitisation and CDOs*, John Wiley & Sons, Inc., 2004, s. 103–142.

kredytowych⁹. Ponadto taki pakiet powinien być odpowiednio duży¹⁰ i zdywersyfikowany¹¹. Elementy te wpływają na opłacalność całej transakcji. Sekurytyzować można zarówno wierzytelności istniejące, jak i przyszłe¹². Na obecnym etapie rozwoju sekurytyzacji, poza aktywami, do procesu wykorzystuje się również pasywa¹³. Sekurytyzacja pasywów (głównie bankowych) przyczynia się do lepszej alokacji środków, większej mobilizacji kapitału, standaryzacji produktów i regulacji płynności¹⁴.

Podmiotami (inicjatorami, aranżerami) wykorzystującymi sekurytyzację w celu pozyskania finansowania są przede wszystkim¹⁵:

- ❖ banki komercyjne;
- ❖ firmy leasingowe;
- ❖ firmy ubezpieczeniowe;
- ❖ korporacje międzynarodowe;
- ❖ linie lotnicze;
- ❖ przedsiębiorstwa telekomunikacyjne itp.

Największy udział w rynku sekurytyzacyjnym mają wierzytelności bankowe¹⁶. Banki, decydując się na sekurytyzację swoich aktywów, mają na uwadze takie ko-

⁹ Przykładową procedurę konstrukcji portfela wierzytelności hipotecznych w procesie sekurytyzacji zaproponowała m.in. M. Kalasińska. Procedura ta składa się z 4 etapów: wybór jednorodnej grupy wierzytelności bankowych spełniających określone założenia, podział kredytów według klas należności, grupowanie należności kredytowych w klasy ryzyka kredytowego według stworzonego syntetycznego miernika, który został skonstruowany przy wykorzystaniu metody wzorca Z. Hellwiga oraz tworzenie portfela o zadanych parametrach z wyselekcjonowanej grupy kredytów. Szerzej: M. Kalasińska, *Konstruowanie portfela wierzytelności hipotecznych w procesie sekurytyzacji*, „Finansowanie Nieruchomości”, 4/5, 2006, s. 12–22.

¹⁰ Przy zbyt niskiej wartości portfela część inwestorów nie zdecyduje się na udział w postępowaniu przetargowym, ale zbyt duży portfel to wyzwanie organizacyjne i finansowe, któremu część inwestorów może nie podołać. Inna niż oczekiwana przez inwestorów wielkość portfela prowadzi do zmniejszenia liczby uczestników postępowania przetargowego – co może przełożyć się na zaferowaną cenę. Przyjmuje się, że wartość portfela korporacyjnego powinna wynosić pomiędzy 600 mln zł a 1 mld zł. S. Stańko, *Okiem praktyka*, „Bank”, 04/2007, s. 14.

¹¹ Na jakość portfela kredytów niespłacanych przeznaczonych do sekurytyzacji ma wpływ jego struktura oraz rodzaje zabezpieczeń gwarantujących przewidziane przepływy pieniężne. M. Matusiak, *Sekurytyzacja ante portas*, „Bank”, 06/2006, s. 37.

¹² Pierwsza transakcja sekurytyzacyjna dotycząca wierzytelności przyszłych została przeprowadzona przez Mexico's Telmex w 1987 r. S. Ketkar, D. Ratha (red.), *Innovative Financing for Development*, World Bank Publications, Washington 2008, s. 7.

¹³ Ze względu na małą liczbę transakcji sekurytyzacyjnych z udziałem pasywów, w niniejszej pracy, dla uproszczenia, przedmiot transakcji sekurytyzacyjnych będzie nazywany aktywem.

¹⁴ J. Cichorska, *Sekurytyzacja depozytów*, „Bank”, kwiecień 2000, s. 24; I. Pyka (red.), *Przełanki i formy sekurytyzacji aktywów podmiotów gospodarczych*, Wyd. Uczelniane Akademii Ekonomicznej im. Karola Adameckiego, Katowice 2003, s. 70.

¹⁵ M. Gąsior, *Sekurytyzacja jako nowoczesna forma pozyskania kapitału*, www.finance.info.pl (dostęp: 17.06.2010).

¹⁶ Sytuacja taka występowała począwszy od pierwszych transakcji sekurytyzacyjnych. Przykłady przewagi wierzytelności bankowych nad pozostałymi rodzajami wierzytelności można znaleźć

rzyści, jak: finansowanie pozabilansowe (*off-balance-sheet financing*)¹⁷, oddzielenie ryzyka inicjatora od ryzyka puli aktywów, a tym samym niższy koszt pozyskiwanego kapitału, łatwość zarządzania ryzykiem, wybór grupy inwestorów¹⁸.

Dla banków mających problem z utrzymaniem kapitałów na zadowalającym poziomie ma duże znaczenie finansowanie pozabilansowe. W następstwie sprzedaży wierzytelności do spółki specjalnego przeznaczenia zarówno aktywa, jak i zobowiązania wynikające z emisji papierów wartościowych nie są wykazywane w bilansie inicjatora. Umożliwia to poprawę lub utrzymanie na podobnym poziomie wskaźników finansowych inicjatora, w tym współczynnika wypłacalności. Bank, dla którego współczynnik wypłacalności zbliża się do minimalnego poziomu, chcąc kontynuować akcję kredytową musi zasilić się drogim kapitałem własnym. Dzięki sekurytyzacji bank może wyeliminować z bilansu aktywa o wyższej wadze ryzyka i zastąpić je gotówką o zerowej wadze ryzyka, a uwolniony kapitał może przeznaczyć na dalszą akcję kredytową¹⁹. Pozyskane środki pieniężne mogą zostać wykorzystane na ekspansję bieżącej działalności banku, realizację nowych pomysłów, poprawę konkurencyjności, zdobycie nowych rynków zbytu. Ponadto sekurytyzacja daje szansę na poprawę efektywności i rentowności, jeśli gotówka będzie wydatkowana na działalność przynoszącą wyższą dochodowość od sekurytyzowanych aktywów. Przeznaczenie środków pieniężnych ze sprzedaży aktywów do SPV na spłatę

m.in. *ESF Securitisation Data Report: Q4 2008*, European Securitisation Forum, <http://www.eurosecuritisation.com/dynamic.aspx?id=194> (dostęp: 7.07.2009) *AFME-ESF Securitisation Data Report: Q4 2010*, AFME/ESF and SIFMA, <http://www.afme.eu/document.aspx?id=4864> (dostęp: 11.04.2011).

- ¹⁷ Emisja papierów wartościowych opartych na aktywach powoduje konieczność przeniesienia aktywów od inicjatora do SPV. Najczęściej transfer ten jest konstruowany tak, aby był aktem sprzedaży. Nie można jednak wykluczyć konstrukcji, w której SPV poddane jest konsolidacji w bilansie inicjatora (*on-balance structure*). Wówczas wybrane aktywa mogą pojawić się w bilansie skonsolidowanym inicjatora, mimo że prawa do nich zostały przeniesione na SPV. Przyjęcie takiego rozwiązania można połączyć z wyborem właściwej metody sekurytyzacji. W praktyce, zamiast emitowania przez SPV papierów dłużnych wykorzystuje się sprzedaż udziałów w SPV. Dochód z papierów partycypacyjnych może być realizowany przez ich sprzedaż lub umorzenie. M. Gąsior, *Sekurytyzacja jako nowoczesna forma...*, *op. cit.*
- ¹⁸ P.J. Szczepankowski, *Nowoczesne instrumenty zarządzania aktywami: faktoring, sekurytyzacja aktywów i leasing*, Wyd. Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania, Warszawa 1998, s. 69; R. Janiak, *Długami handlowanie*, „Bank”, 09/2005, s. 57–58; B. Półtorak, *Sekurytyzacja aktywów bankowych we współpracy z firmami windykacyjnymi*, „Finansowanie Nieruchomości”, 06/2006, s. 35; J. Krawczyński, Ł. Rey, *Praktyk pomoże*, „Bank”, 06/2006, s. 40; A.A. Jobst, *Asset securitisation as a risk management and funding tool*, [w:] A. Krause (red.), *Managerial Finance: Risk Management*, vol. 32, nr 9/2006; Emerald Group Publishing Ltd, 2006, s. 733.
- ¹⁹ M. Kalasińska, *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, Związek Banków Polskich, Warszawa 2007, s. 124. Sekurytyzacja, organizując rynek wtórny dla wierzytelności, sprzyja rozwojowi rynku pierwotnego. Banki, mając możliwość zbycia należności, rozszerzają akcję kredytową, zwiększając wartość przyznawanych kredytów, co prowadzi do nasilenia konkurencji wewnątrz sektora (np. obniżenie oprocentowania, łatwość uzyskania kredytu).

zobowiązań powoduje „skrócenie” bilansu, co automatycznie wywołuje pozytywne efekty jak²⁰:

- ❖ wzrost udziału kapitałów własnych w pasywach i poprawę struktury finansowania aktywów;
- ❖ zmniejszenie się wskaźników zadłużenia;
- ❖ spadek wartości aktywów, co przyczynia się do poprawy wskaźnika ROA i wskaźnika efektywności wykorzystania majątku (rotacji aktywów).

Sprzedż wierzytelności regularnych i nieregularnych powoduje wzrost rentowności kapitału własnego banku (ROA i ROE), a dla jego akcjonariuszy oznacza maksymalizację stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału. Jest to zatem skuteczne narzędzie do zarządzania adekwatnością kapitałową banku. Pozwala zarówno obniżyć wymogi kapitałowe, jak i udzielać kolejnych kredytów. Wraz ze wzrostem wymogów kapitałowych banki zostały zmuszone do efektywniejszego zarządzania funduszami własnymi. Sekurytyzacja pozwala bankom uniknąć tworzenia rezerw, gdyż sprzedane aktywa nie wymagają rezerw²¹.

Aby zwiększyć rentowność przedsięwzięcia, banki mogą prowadzić dalszą obsługę sekurytyzowanych wierzytelności. Taka obsługa zapewnia im również utrzymanie kontaktów z dotychczasowymi klientami. Banki, które obawiają się pogorszenia stosunków z klientami lub całkowitej utraty tych klientów, zazwyczaj podejmują decyzję o dalszym administrowaniu tymi aktywami.

W miarę rozwoju procesów sekurytyzacyjnych obserwuje się, że instytucje rozważające sekurytyzację wybierają przede wszystkim aktywa o niższej dochodowości, ale też o niższym ryzyku. Nie wymagają one znacznych nakładów na poprawę jakości kredytowej emitowanych papierów wartościowych. Tym samym inicjatorzy mogą pozostawiać sobie aktywa o gorszej jakości kredytowej i narażać się na nadmierną ekspozycję na ryzyko. Potwierdzeniem tezy o negatywnej selekcji aktywów są badania Banku Rozrachunków Międzybankowych, według których jedną z przyczyn gorszego standingu banków jest właśnie sekurytyzacja aktywów²².

Dla banków-inicjatorów, poza licznymi korzyściami, sekurytyzacja niesie istotne zagrożenia. Należą do nich²³:

- ❖ pokusa manipulacji bilansem banku;
- ❖ manipulacja wynikami i wskaźnikami finansowymi;
- ❖ kreowanie fałszywego obrazu banku;

²⁰ W.L. Jaworski, Z. Zawadzka (red.), *Bankowość. Podręcznik akademicki*, Poltext, Warszawa 2002, s. 440; K. Werner, *Sekurytyzacja aktywów banku*, „Nowoczesny Bank Spółdzielczy”, 05/2006, s. 40–42.

²¹ M.A. Dudek, *Problem wierzytelności*, <http://www.e-rachunkowosc.pl/arttykul.php?view=590> (dostęp: 18.06.2010).

²² M. Borek, *Techniki sekurytyzacyjne w zarządzaniu bilansem banku*, „Bank”, luty 2001 r., s. 54–60.

²³ M. Kalasińska, *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, *op. cit.*, s. 126.

- ❖ tzw. hazard moralny, przejawiający się w tworzeniu nowych aktywów obciążonych wyższym ryzykiem.

Dotychczas banki w Polsce podchodziły z rezerwą do sekurytyzacji. Inicjatorami pierwszych transakcji sekurytyzacyjnych w naszym kraju były podmioty niebankowe, tj.: dostawcy zaopatrzenia dla szpitali²⁴, firmy leasingowe²⁵. Spowodowane to było głównie ograniczeniami w prawie polskim – brak jasno sprecyzowanych przepisów dotyczących sekurytyzacji. Możliwości sprzedaży wierzytelności w ramach transakcji sekurytyzacyjnych pojawiły się w momencie utworzenia pierwszych funduszy sekurytyzacyjnych na rynku polskim.

2. FUNDUSZ SEKURTYZACYJNY ALTERNATYWĄ DLA SPÓŁKI KAPITAŁOWEJ

Forma organizacyjna SPV zależy od konstrukcji danej transakcji sekurytyzacyjnej. Na wybór formy organizacyjnej mają też wpływ przepisy prawne i podatkowe obowiązujące w danym państwie. W Polsce obecnie najczęściej SPV powoływana jest w formie funduszu inwestycyjnego zamkniętego. Spowodowane jest to głównie istnieniem preferencyjnych przepisów podatkowych dotyczących transakcji sekurytyzacyjnych z udziałem funduszy sekurytyzacyjnych²⁶.

W Polsce fundusze sekurytyzacyjne pojawiły się w 2005 r., po wejściu w życie przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych, stwarzających warunki do działalności tego typu funduszy. W 2005 r. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd²⁷

²⁴ W Polsce pierwsza transakcja została zrealizowana w 1999 r. przez firmę Urtica Zaopatrzenie Farmaceutyczne S.A. Szerzej: J. Gajdka, B. Piwowarczyk, *Wybrane praktyczne i formalno-prawne problemy związane z sekurytyzacją aktywów w Polsce*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wyd. UŁ, Łódź 2005, s. 486–489. Innymi inicjatorami transakcji sekurytyzacyjnych, w których przedmiotem sekurytyzacji były wierzytelności szpitalne, były: PHARMAG S.A. (początek transakcji maj 2001 r.) i Greenhouse Capital Management S.A. (początek transakcji kwiecień 2001 r.).

²⁵ W marcu 2000 r. pilotażową sekurytyzację wierzytelności leasingowych przeprowadziła spółka PEKAO Leasing na kwotę 4,3 miliona zł. Przedmiotem sekurytyzacji były należności PEKAO Leasing od banku Pekao S.A. z tytułu leasingu sprzętu komputerowego. M. Borek, *Rola technik sekurytyzacyjnych*, „Bank”, grudzień 2000, s. 53–55.

²⁶ Coraz częstszą praktyką jest zakładanie SPV w państwach, w których obowiązują korzystne przepisy podatkowe oraz uregulowania dotyczące obrotu papierami wartościowymi. Przykładem może być Cypr, gdzie stawki CIT są najniższe w Unii Europejskiej (stawka CIT 10%) i dodatkowo stosuje się liczne zwolnienia podatkowe, np. dochody kapitałowe nie są opodatkowane. W ostatnich latach bardzo chętnie wybieranym na siedzibę SPV państwem jest Luksemburg, który ze względu na preferencyjne przepisy podatkowe i minimum biurokracji przyciąga inwestorów. Szerzej: W. Lutz, *Raje podatkowe nie tylko dla bogaczy*, Fijor Publishing, 2010.

²⁷ Do września 2006 r. organ nadzoru nad rynkiem kapitałowym, od września 2006 r. nadzór sprawuje KNF (m.in. wydaje zgodę na utworzenie funduszu sekurytyzacyjnego).

wydała zgodę na utworzenie pierwszych 4 niestandardyzowanych funduszy sekurytyzacyjnych:

- ❖ Prokura NSFIZ;
- ❖ S-Collect FIZNFS;
- ❖ Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ;
- ❖ BEST I NSFIZ.

Pierwszą transakcję przeniesienia wierzytelności na fundusz sekurytyzacyjny (S-Collect FIZNFS) przeprowadził Bank PKO BP SA oraz PKO/Credit Suisse TFI. Transakcja dotyczyła zakupu portfela ok. 73 tys. wierzytelności nieregularnych, o wartości nominalnej ok. 660 mln zł²⁸.

Do tej pory na polskim rynku fundusze sekurytyzacyjne tworzone były głównie z myślą o konkretnym inwestorze, co w znaczny sposób ograniczało dostęp do tego typu inwestycji pozostałym podmiotom. W związku z tym, że banki (inicjatorzy sekurytyzacji) nie były zainteresowane zbywaniem wierzytelności przynoszących stały dochód, jedyną formą funduszu sekurytyzacyjnego, którą do tej pory wykorzystywano w transakcjach, był fundusz niestandardyzowany²⁹. Fundusze sekurytyzacyjne standaryzowane, z racji obowiązujących ograniczeń ustawowych w zakresie konstrukcji funduszu, postrzegane są jako mniej elastyczne, zwłaszcza w obszarze kreacji portfela inwestycyjnego³⁰.

Większość obecnie działających funduszy sekurytyzacyjnych została utworzona przez firmy windykacyjne lub grupy kapitałowe z nimi powiązane³¹. W przypadku pozostałych funduszy TFI zarządzające nimi zlecają zarządzanie portfelem inwestycyjnym wyspecjalizowanym firmom windykacyjnym. Firmy windykacyjne odgrywają dużą rolę w działalności funduszy. Firmy, które uzyskały zgodę/otrzymały licencję Komisji Nadzoru Finansowego, mogą zarządzać wierzytelnościami funduszu, dokonywać wycen lokat funduszu oraz brać czynny udział w procesach przetargowych związanych z nowymi inwestycjami w portfele wierzytelności. Na polskim rynku fundusze sekurytyzacyjne obsługiwane są m.in. przez takie podmioty jak: Kruk (Prokura NSFIZ), P.R.E.S.C.O. (S-Collect NSFIZ), Best z Gdyni (BEST I NSFIZ i BEST II NSFIZ), Ultimo (Ultimo NSFIZ), UC Financial Services Sp. z o.o. (Fincrea 1 FIZNFS). Ponadto fundusze sekurytyzacyjne mają w swojej ofercie następujące towarzystwa funduszy inwestycyjnych: Allianz Polska (Kre-

²⁸ D. Liskowska, *Fundusze sekurytyzacyjne jako forma refinansowania wierzytelności*, [w:] K. Gabryelczyk (red.), *Nowe usługi finansowe*, CeDeWu, Warszawa 2006, s. 20.

²⁹ N. Chudzyńska, *Fundusze sekurytyzacyjne bez świetlanej przyszłości*, „Gazeta Giełdy Parkiet”, 31.02.2009.

³⁰ *Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce*, Analizy Online, Opracowanie dla IZFiA, Warszawa 2010, http://www.izfa.pl/files_user/pdf/Rynek%20FIZ%20w%20Polsce.pdf (dostęp: 10.01.2011), s. 12.

³¹ M. Dębniwska, J. Długosz, *Znaczenie i rozwój sekurytyzacji na rynku finansowym*, [w:] A. Bogus, M. Wypych (red.), *Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw w skali narodowej i europejskiej*, Difin, Warszawa 2007, s. 380.

dyt Inkaso I NSFIZ), BEST TFI (BEST II NSFIZ i BEST III NSFIZ), Idea TFI (GPM Vindexus NSFIZ, Electus NSFIZ), Skarbiec TFI (EGB Podstawowy NSFIZ), Intrum Justitia TFI (Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZNFS), Ipopema TFI (Corpus Iuris NSFIZ)³². Najaktywniejszym podmiotem jest Copernicus Capital TFI, który zarządza obecnie 10 funduszami sekurytyzacyjnymi³³ i współpracuje z wieloma podmiotami zajmującymi się ściąganiem wierzytelności.

Niepubliczny charakter funduszy sekurytyzacyjnych powoduje, że informacje o transakcjach przeprowadzanych przez te fundusze w większości są niejawne. Ponadto część funduszy sekurytyzacyjnych nie publikuje wycen certyfikatów, co utrudnia przeprowadzenie analiz dotyczących tego rynku. Analizując historyczne stopy zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych, które publikują wyceny certyfikatów, widać dużą niejednorodność.

Na 31 grudnia 2010 r. 9 Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych (w tym 8 krajowych) zarządzało 22 funduszami sekurytyzacyjnymi (w tym 20 krajowymi)³⁴, w których zgromadzono aktywa netto o wartości 728 mln zł³⁵ (tabela 1). Wśród tych 22 funduszy jest fundusz EGB z dwoma funduszami powiązany (konstrukcja *Master/Feeder*³⁶).

Aktywa netto niestandardyzowanych funduszy sekurytyzacyjnych w 2010 r. spadły o 196 mln zł (w stosunku do 2009 r.), co daje 21-procentowy spadek aktywów. Jest to sytuacja odwrotna niż w 2009 r., kiedy zanotowano 8,6-procentowy wzrost wartości aktywów (w stosunku do 2008 r.)³⁷.

Na tle całego sektora funduszy inwestycyjnych, spadek wartości aktywów netto funduszy sekurytyzacyjnych o 21% nie prezentuje się najlepiej – rynek funduszy

³² *Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce, op. cit.*, s. 12.

³³ Gdyby nie zakończenie działalności dwóch funduszy sekurytyzacyjnych w 2008 r. (Sekura NSFIZ oraz ProCollect NSFIZ), obecnie Copernicus Capital TFI zarządzałoby 12 funduszami.

³⁴ W roku 2010 nie utworzono ani jednego nowego funduszu sekurytyzacyjnego (KNF wydał zgodę na utworzenie Funduszu BPS 1 NSFIZ 18 listopada 2010 r., ale fundusz ten został zarejestrowany dopiero pod koniec kwietnia 2011 r.). Nie doszło również do likwidacji żadnego funduszu sekurytyzacyjnego. *Towarzystwa i Fundusze Inwestycyjne*, KNF, http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/PODMIOTY_ryнку/Podmioty_ryнку_kapitałowego/Wykaz_TFI_i_FI_HTML.html (dostęp: 5.05.2011).

³⁵ Dane o wartości aktywów netto udostępnione dla 18 funduszy sekurytyzacyjnych.

³⁶ EGB Podstawowy NSFIZ jest funduszem podstawowym w odniesieniu do EGB Skarbiec Powiązanego FIZ oraz EGB Skarbiec Bis Powiązanego FIZ. Fundusz podstawowy jest funduszem sekurytyzacyjnym, natomiast fundusze powiązane inwestują całość swoich aktywów w certyfikaty inwestycyjne funduszu sekurytyzacyjnego. Inwestorom oferowane są certyfikaty inwestycyjne funduszy powiązanych. *Rejestracja funduszu sekurytyzacyjnego*, EGB Investments SA, <http://www.egb.pl/firma-windykacyjna/wydarzenia/?id=145&sear=2006> (dostęp: 2.05.2011).

³⁷ Przyrost aktywów netto funduszy sekurytyzacyjnych w 2009 r. był znacznie mniejszy niż przyrost aktywów netto tych funduszy w 2008 r., gdzie dynamika wyniosła 32,5%, a udział (mierzony wartością aktywów netto) funduszy sekurytyzacyjnych w rynku funduszy inwestycyjnych wzrósł z poziomu 0,5% do poziomu 1,2%. Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, *Raport 2008*, http://www.izfa.pl/files_user/pdf/Raport%20Roczny%20IZFiA%20-%202008%20rok.pdf (dostęp: 10.01.2011).

inwestycyjnych w 2010 r. zanotował 24-procentowy wzrost aktywów netto (przyrost aktywów netto funduszy inwestycyjnych wyniósł 22 mld zł)³⁸. W 2009 r. sytuacja funduszy sekurytyzacyjnych na tle sektora również prezentowała się słabo (tabela 2) – przyrost aktywów netto funduszy inwestycyjnych ogółem w 2009 r. wyniósł 19 mld zł (dynamika 25,9%). Na skutek niższego tempa wzrostu udział aktywów funduszy sekurytyzacyjnych w całości aktywów funduszy inwestycyjnych spadł z 1,2% w 2008 r. do 1% w 2009 r.³⁹, a w 2010 r. osiągnął poziom 0,6%⁴⁰.

Tabela 1. Fundusze sekurytyzacyjne* w Polsce i ich aktywa netto (w zł) na dzień 31 grudnia 2010 r.

Lp.	Nazwa Funduszu	TFI	Obszar	Aktywa netto	Zmiana wartości aktywów netto ^{a)} (%)
1	Kredyt Inkaso I NSFIZ ^{b)}	TFI Allianz Polska S.A.	Krajowe	bd	bd
2	BEST I NSFIZ	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	48 902 693	-59,3
3	BEST II NSFIZ	BEST TFI S.A.	Krajowe	53 232 517	95,5
4	BISON NSFIZ	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	109 312 042	-20,5
5	CORPUS IURIS NSFIZ	Ipopema TFI S.A.	Zagraniczne	33 774 708	-44,3
6	Debito NSFIZ ^{c)}	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	24 258 238	294,5
7	DTP NSFIZ ^{d)}	Ipopema TFI S.A.	Zagraniczne	12 183 311	1 217 963,1
8	EGB Podstawowy NSFIZ	SKARBIEC TFI S.A.	Krajowe	bd	bd

³⁸ Jest to najlepszy wynik rynku funduszy inwestycyjnych od momentu wybuchu kryzysu, czyli od roku 2007. Na tak korzystną sytuację funduszy inwestycyjnych wpływ miał głównie wzrost wartości instrumentów finansowych znajdujących się w ich portfelach. Istotnym czynnikiem był również popyt ze strony dotychczasowych i nowych uczestników funduszy. T. Miziołek, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce w 2010 roku*, Raport IZFiA, 17.02.2011, s. 3–4.

³⁹ *Aktywa funduszy inwestycyjnych. Grudzień 2009*, Wspólny raport Analiz Online oraz Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, 8 stycznia 2010, s. 1.

⁴⁰ *Aktywa funduszy inwestycyjnych*, IZFiA, <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10093> (dostęp: 04.05.2011).

Lp.	Nazwa Funduszu	TFI	Obszar	Aktywa netto	Zmiana wartości aktywów netto ^{a)} (%)
9	Electus NSFIZ	Idea TFI S.A.	Krajowe	1 443 488	121,8
10	Fincrea 1 FIZNFS ^{e)}	FINCREA TFI S.A.	Krajowe	bd	bd
11	GPM Vindexus NSFIZ	Idea TFI S.A.	Krajowe	15 277 377	125,1
12	Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZNFS	Intrum Justitia TFI S.A.	Krajowe	32 637 941	0,0
13	Plejada Wierzytelności 1 FIZNFS	Plejada TFI S.A.	Krajowe	bd	bd
14	Prokulus NSFIZ	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	221 266	-14,5
15	Prokura NSFIZ	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	102 394 474	70,2
16	S-Collect FIZNFS ^{f)}	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	30 534 716	-33,6
17	Ultimo NSFIZ	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	163 856 294	-12,2
18	VPF I NSFIZ	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	22 797 650	-26,7
19	VPF II NSFIZ	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	64 825	-66,2
20	VPF III NSFIZ	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	1 326 296	-81,5

* W pracy zastosowano skrócone nazwy funduszy sekurytyzacyjnych: NSFIZ – Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty, FIZNFS – Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny.

- a) Tempo zmian wartości aktywów netto funduszy sekurytyzacyjnych (rok 2010 do 2009 r.).
- b) 24 czerwca 2010 r. zmiana nazwy funduszu Allianz NSFIZ na Kredyt Inkaso I NSFIZ.
- c) 29 lipca 2009 r. zmiana nazwy funduszu P.R.E.S.C.O. INVESTMENTS I NSFIZ na Debito NSFIZ.
- d) 6 lipca 2010 r. zmiana nazwy funduszu IPOPEMA 48 NSFIZ na DTP NSFIZ.
- e) 11 maja 2009 r. zmiana nazwy funduszu GE Debt FIZ NFS na Fincrea 1 FIZNFS.
- f) Od 4 marca 2008 r.

Źródło: *Towarzystwa i Fundusze Inwestycyjne*, KNF, http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/PODMIOTY_ryнку/Podmioty_ryнку_kapitałowego/Wykaz_TFI_i_FI_HTML.html (dostęp: 10.02.2011), oraz Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10093> (dostęp: 10.02.2011).

Tabela 2. Aktywa netto poszczególnych funduszy inwestycyjnych (w mln zł) i ich udział w rynku (w %)

Rodzaj funduszu	Aktywa netto		Dynamika (%)	Udział w rynku FI (%)	
	gru-08	gru-09		gru-08	gru-09
Akcyjne	17 536	27 079	54,4	23,7	29,1
Mieszane	19 472	25 295	29,9	26,4	27,2
Stabilnego wzrostu	11 614	12 532	7,9	15,7	13,5
Dłużne	11 295	12 519	10,8	15,3	13,5
Pieniężne i gotówkowe	7 525	8 690	15,5	10,2	9,3
Ochrony kapitału	3 022	3 241	7,3	4,1	3,5
Nieruchomości	2 530	2 599	2,7	3,4	2,8
Sekurytyzacyjne	851	924	8,6	1,2	1,0
Surowcowe	45	118	163,1	0,1	0,1
Razem	73 888	92 996	25,9	100,0	100,0

Źródło: Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, *Raport 2009*, s. 9, http://www.izfa.pl/files_user/rap_mies/raporty%20roczne/2010-06-01%20Raport%20Roczny%20IZFiA%20-%202009%20rok.pdf (dostęp: 10.02.2011).

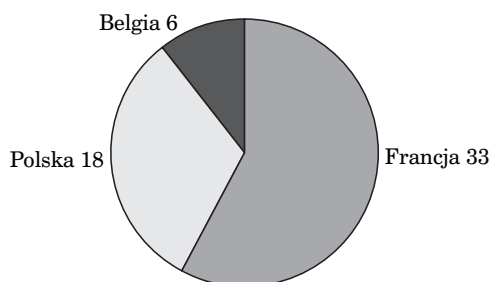
Od momentu pojawienia się w polskim prawie przepisów dotyczących funduszy sekurytyzacyjnych minęło kilka lat. W tym czasie fundusze sekurytyzacyjne stały się jedną z najprężniej rozwijających się form funduszy inwestycyjnych zamkniętych⁴¹.

Według danych EFAMA⁴² Polska zajmuje drugie miejsce w Europie pod względem liczby funkcjonujących funduszy sekurytyzacyjnych (rysunek 1) i trzecie, biorąc pod uwagę wartość aktywów zgromadzonych w funduszach sekurytyzacyjnych (rysunek 2).

⁴¹ T. Miziolek, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce pięć lat po wejściu w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych*, Raport IZFiA, 2009, s. 8.

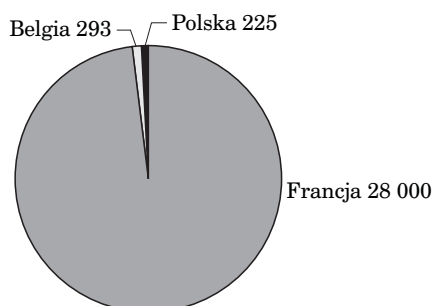
⁴² EFAMA – European Funds and Asset Management Association, pozarządowa organizacja z siedzibą w Brukseli, działająca na europejskim rynku funduszy inwestycyjnych, jej członkami są 23 organizacje narodowe z Europy i 43 członków korporacyjnych. Głównym celem EFAMA jest reprezentowanie interesów podmiotów związanych z obszarem funduszy inwestycyjnych i zarządzających aktywami, wspieranie rozwoju funduszy inwestycyjnych, promowanie badań związanych z rynkiem funduszy inwestycyjnych, tworzenie sprzyjających ram prawnych i regulacyjnych dla efektywnego działania podmiotów na rynku. *European Statistics*, European Fund and Asset Management Association, http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=75&Itemid=-99 (dostęp: 12.01.2011).

Rysunek 1. Struktura europejskiego rynku funduszy sekurytyzacyjnych (liczba funduszy sekurytyzacyjnych na koniec 2010 r.)



Źródło: dane EFAMA, <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10101&path=//0gimft%60vtfs0%60D-BUBMPH120311:0R50> (dostęp: 12.01.2011).

Rysunek 2. Wartość aktywów netto europejskich funduszy sekurytyzacyjnych w mln euro (stan na koniec 2010 r.)



Źródło: dane EFAMA, <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10101&path=//0gimft%60vtfs0%60D-BUBMPH120311:0R50> (dostęp: 12.01.2011).

Wyniki funduszy sekurytyzacyjnych, które prezentuje tabela 3, wskazują na dużą rozpiętość stóp zwrotu. Trudno jest wskazać ogólną tendencję w tym segmencie rynku kapitałowego. Dla najdłużej działających funduszy sekurytyzacyjnych długoterminowa stopa zwrotu (za ostatnie 3 lata) była dodatnia (najniższą 3-letnią stopę zwrotu osiągnął fundusz BEST I NSFIZ, wyniosła ona zaledwie 1,68%). Najwyższą 3-letnią stopę zwrotu uzyskał fundusz Prokura NSFIZ (ponad 460%), a następnie GPM Vindexus NSFIZ (ponad 260%). W krótkim czasie najlepiej prezentowały się wyniki funduszu Prokulus NSFIZ (stopa zwrotu ok. 54%), a najgorszy wynik osiągnął fundusz Debito (stopa zwrotu ok. -142%)⁴³.

⁴³ <http://www.notowania.pb.pl/fundtable/300/fundusze-sekurytyzacyjne-universalne> (dostęp: 4.05.2011).

Tabela 3. Wyniki funduszy sekurytyzacyjnych*

Lp.	Nazwa funduszu	Data wyceny	Wartość jednostki netto	Waluta	Stopy zwrotu				
					1M	3M	6M	12M	36M
1	Kredyt Inkaso I NSFIZ	30.09.2010	286 267,14	PLN	131,21	131,21	117,82	113,06	60,96
2	BEST I NSFIZ	30.09.2010	1,21	PLN	-12,32	-11,68	-9,70	-10,37	1,68
3	BEST II NSFIZ	31.12.2010	1,74	PLN	0,58	0,58	10,13	37,01	
4	BISON NSFIZ	31.08.2010	2,73	PLN	1,87	0,00	5,00	7,48	101,10
5	Debito NS FIZ	6.11.2009	0,05	PLN	-141,67	-141,67	400,00	-90,91	
6	Electus NSFIZ	31.12.2010	144 348,77	PLN	-3,70	-3,70	32,22	10,88	
7	GPM Vindexus NSFIZ	31.12.2010	664 233,80	PLN	-7,14	-7,14	130,57	125,10	261,75
8	Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZNFS	31.12.2010	182 334,87	PLN	16,19	16,19	13,52	-0,01	20,84
9	Plejada Wierzytelności 1 FIZNFS	31.03.2009	3 096,93	PLN	-15,44	-15,44	-22,23	-27,83	
10	Prokulus NSFIZ	30.09.2010	1,40	PLN	53,85	53,85	8,53	-32,37	133,33
11	Prokura NSFIZ	30.09.2010	6,03	PLN	8,26	8,26	29,96	34,60	463,55
12	Ultimo NSFIZ	30.09.2010	214 681,52	PLN	3,73	6,73	11,83	37,20	64,20
13	VPF I NSFIZ	30.09.2010	0,33	PLN	-19,51	-21,43	-26,67	50,00	
14	VPF II NSFIZ	30.09.2010	0,31	PLN	-13,89	-31,11	-45,61	-59,21	
15	VPF III NSFIZ	30.09.2010	1,98	PLN	5,32	7,03	7,03	15,79	104,12

* Dane na 31.12.2010 r. dla funduszy sekurytyzacyjnych, które upubliczniają swoje wyceny.

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.notowania.pb.pl

3. SPRZEDAŻ WIERZYTELNOŚCI BANKOWYCH DO FUNDUSZY SEKURTYZACYJNYCH

Na początku działalności funduszy sekurytyzacyjnych banki ostrożnie podchodziły do tego typu podmiotów⁴⁴. Po pierwszych poprawnie przeprowadzonych transakcjach sprzedaży wierzytelności bankowych do funduszy sekurytyzacyjnych zaczęły zgłaszać się kolejne banki chcące pozyskać dodatkowe finansowanie⁴⁵, albo chcące „wyczyścić” swój bilans ze złych kredytów. Ze względu na fakt, że banki działające w Polsce cechowała przez ostatnie lata nadpłynność finansowa⁴⁶, to głównym powodem angażowania się banków w transakcje sekurytyzacyjne była możliwość poprawy struktury bilansu.

Analiza deklarowanych przez fundusze polityk inwestycyjnych oraz dostępnych informacji o wierzytelnościach będących przedmiotem inwestycji badanych funduszy sekurytyzacyjnych działających na polskim rynku wskazuje na przewagę wierzytelności bankowych w portfelach funduszy sekurytyzacyjnych. Zestawienie deklarowanych polityk inwestycyjnych poszczególnych funduszy prezentuje tabela 4. Z kolei tabela 5 przedstawia strukturę wierzytelności zgromadzonych przez fundusze sekurytyzacyjne w latach 2005–2009.

⁴⁴ J. Krawczyński, Ł. Rey, *Praktyk pomoże*, „Bank”, 06/2006, s. 40.

⁴⁵ Z uwagi, że polski sektor bankowy cechowała nadpłynność w analizowanym okresie, decyzje o sprzedaży wierzytelności do funduszy sekurytyzacyjnych banki podejmowały przede wszystkim z myślą o pozbyciu się złych kredytów ze swoich portfeli.

⁴⁶ W dużym stopniu nadpłynność ta wynikała ze stałego dopływu funduszy unijnych. A. Waszkiewicz, *Sekurytyzacja w Polsce – trudna droga do sukcesu*, Zarządzanie zmianami, Biuletyn POU, 2 (14) 2008.

Tabela 4. Deklarowana polityka inwestycyjna funduszy sekurytyzacyjnych

Fundusz	Deklarowana polityka inwestycyjna
Kredyt Inkaso I NSFIZ	Fundusz inwestuje aktywa na rynku wierzytelności
BEST I NSFIZ	Min. 75% aktywów fundusz lokuje w określone wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne, prawa do świadczeń z tytułu wierzytelności
BEST II NSFIZ	Aktywa funduszu inwestowane są w wierzytelności, prawa do świadczeń z tytułu wierzytelności, instrumenty rynku pieniężnego, jednostki funduszy rynku pieniężnego oraz depozyty bankowe. Fundusz może inwestować w wierzytelności wysokiego ryzyka, w tym wierzytelności przedawnione, niezabezpieczone lub zajęte
BISON NSFIZ	Fundusz inwestuje aktywa w wierzytelności
Corpus Iuris NSFIZ	Min. 75% aktywów fundusz lokuje w określone wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne, prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności
DEBITO NSFIZ	Min. 75% aktywów jest lokowane w wierzytelności, prawa do ich świadczeń i w papiery dłużne inkorporujące wierzytelności oraz papiery wartościowe, których emitentem, gwarantem lub poręczycielem jest Skarb Państwa RP lub państwa należące do OECD. Do 25% aktywów funduszu jest lokowane w instrumenty rynku pieniężnego, fundusze rynku pieniężnego oraz depozyty bankowe
DTP NSFIZ	Do 75% aktywów funduszu jest lokowane w wierzytelności i prawa do świadczeń z tytułu wierzytelności, w tym wynikających z umów o subpatycypację, oraz do 25% może być lokowane w papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne
EGB – Skarbiec BIS Powiązany FIZ	100% aktywów funduszu będzie inwestowane w certyfikaty funduszu EGB Podstawowy Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny FIZ
EGB – Skarbiec Powiązany FIZ	100% aktywów funduszu będzie inwestowane w certyfikaty funduszu EGB Podstawowy Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny FIZ

Fundusz	Deklarowana polityka inwestycyjna
EGB Podstawowy NSFIZ	Aktywa funduszu będą inwestowane w nieregularne wierzytelności banków, firm telekomunikacyjnych oraz ubezpieczeniowych. Obsługą tych wierzytelności zajmie się firma EGB
Electus NSFIZ	Aktywa funduszu są lokowane w wierzytelności i prawa do świadczeń z tytułu wierzytelności. Min. 30% aktywów stanowią wierzytelności wobec publicznych zakładów opieki zdrowotnej i prawa do świadczeń z ich tytułu. Do 25% aktywów może być ulokowane w fundusze rynku pieniężnego. Pozostałe aktywa mogą być lokowane w depozyty bankowe oraz lokaty w papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności
Fincrea 1 FIZNFS	Min. 75% aktywów funduszu będzie inwestowane w wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne i prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności. Pozostałe środki będą inwestowane w dłużne papiery wartościowe, depozyty bankowe i instrumenty rynku pieniężnego
GPM Vindexus NSFIZ	Min. 75% aktywów funduszu jest inwestowane w wierzytelności i prawa do świadczeń z tytułu wierzytelności oraz w dłużne papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności, których emitentem, gwarantem lub poręczycielem jest Skarb Państwa RP lub państwa należące do OECD, ich banki centralne, IFC, EBI oraz EBOR. Max. 25% aktywów funduszu będzie inwestowana w instrumenty rynku pieniężnego, jednostki uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego oraz w depozyty bankowe
Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZNFS	Fundusz inwestuje aktywa w wierzytelności nabywane od instytucji finansowych
Plejada Wierzytelności 1 FIZNFS	Do 100% aktywów funduszu może być inwestowane w wierzytelności, przy czym max. 25% aktywów funduszu może być inwestowane w papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne. Pozostałe aktywa mogą być inwestowane w dłużne papiery wartościowe, jednostki uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego, depozyty bankowe, instrumenty rynku pieniężnego i instrumenty pochodne

Proculus NSFIZ	Min. 75% aktywów fundusz lokuje w określone wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne, prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności
Prokura NSFIZ	Podstawowym aktywem funduszu będą wierzytelności pieniężne. Zebrane środki będą inwestowane przede wszystkim w wierzytelności bankowe, ale także w dłużni wobec operatorów telekomunikacyjnych, telewizyjnych, zakładów energetycznych i gazowniczych, ubezpieczycieli, pośredników kredytowych, spółdzielni mieszkaniowych. Mogą to być zarówno wierzytelności bieżące, jak i przedawnione. Statut funduszu dopuszcza inwestycje w wierzytelności wysokiego ryzyka
S-Collect FIZNFS	Fundusz inwestuje aktywa w wierzytelności nabywane od instytucji finansowych
Ultimo NSFIZ	Min. 75% aktywów fundusz lokuje w określone wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne, prawa do świadczeń z tytułu wierzytelności
VPF I NSFIZ	Min. 75% aktywów funduszu jest inwestowane w wierzytelności lub pakiety sekuryzowanych wierzytelności, dłużne papiery wartościowe (max. 25%), inkorporujące wierzytelności pieniężne, których emitentem, gwarantem lub poręczycielem jest Skarb Państwa. Max. 25% aktywów może być inwestowane w instrumenty rynku pieniężnego, jednostki uczestnictwa funduszy pieniężnych lub depozyty
VPF II NSFIZ	j.w.
VPF III NSFIZ	j.w.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych funduszy sekuryzacyjnych publikowanych w Monitorze Polskim B.

Tabela 5. Wierzytelności funduszy sekurytyzacyjnych według rodzaju zgromadzone w latach 2005–2009 (w tys. zł)

Rodzaj wierzytelności	2005	2006	2007	2008	2009
Bankowe	82 162	182 363	249 431	400 648	326 595
Brak danych		237 422	142 846	80 613	44 578
Handlowe		6 578	10 111	30 749	10 603
Telekomunikacyjne		1 827	6 231	14 418	3 640
Ubezpieczeniowe		593	419	1 085	
Wierzytelności ogółem	82 162	428 783	409 038	527 513	385 416

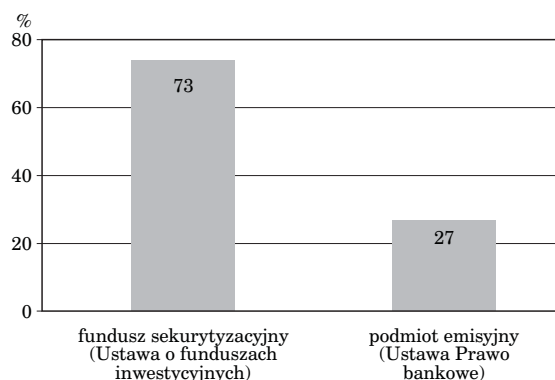
Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych funduszy sekurytyzacyjnych opublikowanych do 31 grudnia 2010 r. w Monitorze Polskim B.

Tabela 5 przedstawia dane, z których wynika, że systematycznie wzrasta udział wierzytelności pozyskanych od banków w portfelach funduszy sekurytyzacyjnych⁴⁷. W 2009 r. udział wierzytelności bankowych wyniósł prawie 85% ogółu wierzytelności, którymi dysponowały fundusze sekurytyzacyjne. Część funduszy również w deklarowanych przez siebie politykach inwestycyjnych wskazywała na wierzytelności bankowe, jako główny cel swoich inwestycji⁴⁸. Dominujący udział wierzytelności bankowych w lokatach funduszy sekurytyzacyjnych jest przede wszystkim wynikiem przepisów ustawy o funduszach inwestycyjnych, które uprzywilejowały banki w procesach sprzedaży wierzytelności do funduszy sekurytyzacyjnych. Z badań przeprowadzonych wśród banków działających w Polsce wynika, że banki są zainteresowane współpracą z funduszami sekurytyzacyjnymi (rysunek 3).

⁴⁷ Potencjalny wzrost udziału wierzytelności bankowych w portfelach wierzytelności zgromadzonych przez fundusze sekurytyzacyjne może również wynikać ze zmiany treści przekazywanych informacji przez te fundusze w sprawozdaniach finansowych. W początkowych latach funkcjonowania funduszy sekurytyzacyjnych odsetek wierzytelności, na temat których informacje nie pozwalają zakwalifikować ich do jednej z grup wierzytelności wymienionych w tabeli 5, był bardzo wysoki – w 2006 r. przekraczał 50%, w 2007 r. brakowało informacji o ok. 35% wierzytelnościach będących przedmiotem lokat funduszy sekurytyzacyjnych. W kolejnych latach sytuacja uległa poprawie. Dzięki pełniejszym informacjom, przekazywanym w sprawozdaniach finansowych, w 2008 r. aż 85% wierzytelności funduszy sekurytyzacyjnych udało się zakwalifikować do grup (sektorów, z których pochodzą), a w 2009 r. było to już ponad 88%.

⁴⁸ Wszystkie analizowane fundusze deklarowały Polskę jako zasięg geograficzny swoich inwestycji.

Rysunek 3. Zainteresowanie różnymi formami organizacyjnymi SPV wśród banków w Polsce



Źródło: Sekurytyzacja w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym, Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, Warszawa 2007, s. 50.

Prognozuje się dalszy wzrost wartości wierzycelności bankowych odsprzedawanych funduszom sekurytyzacyjnymi⁴⁹.

PODSUMOWANIE

W Polsce ukształtował się specyficzny model sekurytyzacji wierzycelności. Zamiast typowej spółki kapitałowej, do której sprzedaje się wierzycelności, powołano fundusz inwestycyjny zamknięty – fundusz sekurytyzacyjny. Transakcje odsprzedaży wierzycelności do tego typu funduszy stają się coraz popularniejsze.

Fundusze sekurytyzacyjne nie ukrywają zainteresowania wierzycelnościami pochodzącymi z sektora bankowego. Również druga strona – banki przejawiają zainteresowanie współpracą z tymi funduszami. Analiza dostępnych danych wskazuje na wzrost udziału wierzycelności bankowych w aktywach funduszy sekurytyzacyjnych. W kolejnych latach należy się spodziewać dalszego wzrostu wartości wierzycelności bankowych w portfelach funduszy sekurytyzacyjnych.

⁴⁹ Ponad 1/3 ankietyowanych banków działających w Europie Środkowo-Wschodniej sprzedaje część swoich wierzycelności firmom windykacyjnym, a kolejne 21% rozważa taką współpracę w przyszłości. Z. Reda, *Więcej osób ma problem ze spłatą kredytu*, „Rzeczpospolita”, 27.04.2011.

Abstract

The paper is devoted to securitization and securitization funds operating on the Polish market. At the beginning the securitization process is characterized from the banks perspective. Afterwards the author undertakes an analysis of the securitization funds operating on the Polish market in 2005–2009. Then, the author present, the data showing the rise in banks interest in resale of their claims to securitization funds. An analysis of the investment policies declared by the securitization funds showed that these funds are also interested in taking over debts from banks.

Keywords: securitization, securitization funds, banks, claims, receivables

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

- Aktywa funduszy inwestycyjnych. Grudzień 2009*, Wspólny raport Analiz Online oraz Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, 8 stycznia 2010 r.
- Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, John Wiley & Sons, Inc., 2004.
- Dębniowska M., Długosz J., *Znaczenie i rozwój sekurytyzacji na rynku finansowym*, [w:] A. Bogus, M. Wypych (red.), *Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw w skali narodowej i europejskiej*, Difin, Warszawa 2007.
- EMEA Structured Finance Snapshot*, Fitch Ratings, lipiec 2010.
- EMEA Structured Finance Snapshot*, Fitch Ratings, luty 2010.
- Gajdka J., Piwowarczyk B., *Wybrane praktyczne i formalno-prawne problemy związane z sekurytyzacją aktywów w Polsce*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wyd. UŁ, Łódź 2005.
- Jaworski W. L., Zawadzka Z. (red.), *Bankowość. Podręcznik akademicki*, Poltext, Warszawa 2002.
- Jobst A. A., *Asset securitisation as a risk management and funding tool*, [w:] A. Krause (red.), *Managerial Finance: Risk Management*, vol. 32, nr 9/2006, Emerald Group Publishing Ltd, 2006.
- Kalasińska M., *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, Związek Banków Polskich, Warszawa 2007.
- Ketkar S., Ratha D. (red.), *Innovative Financing for Development*, World Bank Publications, Washington 2008.
- Liskowska D., *Fundusze sekurytyzacyjne jako forma refinansowania wierzytelności*, [w:] K. Gabryelczyk (red.), *Nowe usługi finansowe*, CeDeWu, Warszawa 2006.
- Lutz W., *Raje podatkowe nie tylko dla bogaczy*, Fijor Publishing, 2010.

- Miziołek T., *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce pięć lat po wejściu w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych*, Raport IZFiA, 2009.
- Miziołek T., *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce w 2010 roku*, Raport IZFiA, 17.02.2011.
- Niedziółka P., *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*, SGH, Warszawa 2009.
- Pyka I. (red.), *Przestanki i formy sekurytyzacji aktywów podmiotów gospodarczych*, Wyd. Uczelniane Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego, Katowice 2003.
- Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce*, Analizy Online, Opracowanie dla IZFiA, Warszawa 2010.
- Sekurytyzacja w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym*, Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, Warszawa 2007.
- Szablowska E., *Sekurytyzacja a rozprzestrzenianie się kryzysu kredytów subprime*, [w:] J. Czech-Rogosz, J. Pietrucha, R. Żelazny (red.), *Koniunktura gospodarcza. Od bańki internetowej do kryzysu subprime*, C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Szczepankowski P. J., *Nowoczesne instrumenty zarządzania aktywami: faktoring, sekurytyzacja aktywów i leasing*, Wyd. Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania, Warszawa 1998.

Artykuły prasowe

- Borek M., *Rola technik sekurytyzacyjnych*, „Bank”, grudzień 2000 r.
- Borek M., *Techniki sekurytyzacyjne w zarządzaniu bilansem banku*, „Bank”, luty 2001 r.
- Chudzyńska N., *Fundusze sekurytyzacyjne bez świetlanej przyszłości*, „Gazeta Giełdy Parkiet”, 31.02.2009.
- Cichorska J., *Sekurytyzacja depozytów*, „Bank”, kwiecień 2000 r.
- Janiak R., *Długami handlowanie*, „Bank”, 09/2005.
- Jenkins P., *Securitisation reinvented to cut costs*, „Financial Times”, 5.07.2009.
- Jeziolowicz N., *Sekurytyzacja wróci do łask?*, „Bank”, 12/2008.
- Kalasińska M., *Konstruowanie portfela wierzytelności hipotecznych w procesie sekurytyzacji*, „Finansowanie Nieruchomości”, 4/5, 2006.
- Krawczyński J., Rey Ł., *Praktyk pomoże*, „Bank”, 06/2006.
- Matusiak M., *Sekurytyzacja ante portas*, „Bank”, 06/2006.
- Półtorak B., *Sekurytyzacja aktywów bankowych we współpracy z firmami windykacyjnymi*, „Finansowanie Nieruchomości”, 06/2006.
- Reda Z., *Więcej osób ma problem ze spłatą kredytu*, „Rzeczpospolita”, 27.04.2011.
- “Smart” securitization, „Financial Times”, 5.05.2009.
- Stańko S., *Okiem praktyka*, „Bank”, 04/2007.
- Waszkiewicz A., *Sekurytyzacja w Polsce – trudna droga do sukcesu*, „Zarządzanie zmianami”, Biuletyn POU, 2 (14) 2008.
- Werner K., *Sekurytyzacja aktywów banku*, „Nowoczesny Bank Spółdzielczy”, 05/2006.

Materiały internetowe

AFME-ESF Securitisation Data Report: Q4 2010, AFME/ESF and SIFMA, <http://www.afme.eu/document.aspx?id=4864>

Aktywa funduszy inwestycyjnych, IZFiA, <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10093>

Dudek M.A., *Problem wiarytelności*, <http://www.e-rachunkowosc.pl/artukul.php?view=590>

ESF Securitisation Data Report: Q4 2008, European Securitisation Forum, <http://www.europeansecuritisation.com/dynamic.aspx?id=194>

European Statistics, European Fund and Asset Management Association, http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=75&Itemid=-99

Gąsior M., *Sekurytyzacja jako nowoczesna forma pozyskania kapitału*, www.finance.info.pl

Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, *Raport 2008*, http://www.izfa.pl/files_user/pdf/Raport%20Roczny%20IZFiA%20-%202008%20rok.pdf

Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, *Raport 2009*, http://www.izfa.pl/files_user/rap_mies/raporty%20roczne/2010-06-01%20Raport%20Roczny%20IZFiA%20-%202009%20rok.pdf

Rejestracja funduszu sekurytyzacyjnego, EGB Investments SA, <http://www.egb.pl/firma-windykacyjna/wydarzenia/?id=145&syar=2006>

<http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10093>

<http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10101&path=//0gjmf%60vtfs0%60DBUBM%60PH120311:0R50>

http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/PODMIOTY_ryнку/Podmioty_ryнку_kapitałowego/Wykaz_TFI_i_FI_HTML.html

<http://www.notowania.pb.pl/fundtable/300/fundusze-sekurytyzacyjne-uniwersalne>