

Bogusław Półtorak

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

REGULACJE I PRAKTYKA POLSKICH FUNDUSZY SEKURYTYZACYJNYCH

Streszczenie: Pojawienie się pojęć sekurytyzacji i funduszy sekurytyzacyjnych w ustawodawstwie finansowym w 2004 r. stanowiło przełom dla zastosowania tej innowacyjnej techniki finansowania w Polsce. Brak określenia warunków funkcjonowania podmiotów specjalnego przeznaczenia przed 2004 r. powodował, że sekurytyzacja, polegająca na refinansowaniu istniejących zbiorów wierzytelności poprzez rynek kapitałowy, była przeprowadzana incydentalnie i za pomocą kapitałowych spółek specjalnego przeznaczenia. Liczne przeszkody prawne, w tym przede wszystkim brak określenia formy działania spółki celowej, powodowały, że przeprowadzanie sekurytyzacji było przede wszystkim nieopłacalne z podatkowego punktu widzenia. Towarzyszące procesowi sekurytyzacji duże ryzyko prawne i *moral hazard* związane z możliwym regresem inwestorów wobec inicjatora transakcji uniemożliwiały dodatkowo upowszechnienie tej techniki finansowania. Zastosowanie dla podmiotu specjalnego przeznaczenia struktury funduszu inwestycyjnego i wykorzystanie w tym celu formuły specjalizowanego funduszu zamkniętego ma charakter decydujący o kierunku rozwoju sekurytyzacji w warunkach polskich. Inicjatywa powołania pierwszych sekurytyzacyjnych funduszy inwestycyjnych w Polsce powstała w firmach windykacyjnych, które przygotowały kompleksową ofertę odkupu i administrowania wierzytelności straconych banków komercyjnych. Inwestorów zainteresowanych taką formą lokowania środków pozyskano przede wszystkim z zagranicy. W związku z powyższym bezpośrednim celem artykułu jest ukazanie regulacyjnych i ekonomicznych warunków wprowadzenia do polskiej rzeczywistości gospodarczej specjalistycznych funduszy inwestycyjnych, których domeną jest nabywanie pul wierzytelności.

Słowa kluczowe: fundusz inwestycyjny, towarzystwo funduszy inwestycyjnych, fundusz sekurytyzacyjny, sekurytyzacja, kredyt, wierzytelność, rynek kapitałowy

1. Wstęp

Pojawienie się pojęcia sekurytyzacji w polskim ustawodawstwie prawnym w 2004 r. stanowiło przełom dla zastosowania tej innowacyjnej techniki finansowania, gdyż stworzyło dla niej ramy instytucjonalne [3, s. 255-257]. Brak określenia warunków funkcjonowania podmiotów specjalnego przeznaczenia przed 2004 r. powodował, że sekurytyzacja, polegająca na refinansowaniu istniejących zbiorów wierzytelności poprzez rynek kapitałowy, była przeprowadzana incydentalnie. Liczne przeszkody prawne, w tym przede wszystkim brak określenia formy działania spółki celowej

(ang. *Special Purpose Vehicle*), powodowały, że przeprowadzanie sekurytyzacji było przede wszystkim nieopłacalne. Towarzyszące procesowi sekurytyzacji wysokie ryzyko prawne i *moral hazard* związany z możliwym regresem inwestorów wobec inicjatora transakcji uniemożliwiały dodatkowo upowszechnienie tej techniki finansowania. Zastosowanie dla podmiotu specjalnego przeznaczenia struktury funduszu inwestycyjnego i wykorzystanie w tym celu formuły specjalizowanego funduszu zamkniętego ma charakter decydujący o kierunku rozwoju sekurytyzacji w warunkach polskich. Inicjatywa powołania pierwszych sekurytyzacyjnych funduszy inwestycyjnych w Polsce powstała w firmach windykacyjnych, które przygotowały kompleksową ofertę odkupu i administrowania wierzytelności straconych banków komercyjnych. Inwestorów zainteresowanych taką formą lokowania środków pozyskano przede wszystkim z zagranicy.

Utworzenie i zarządzanie funduszem sekurytyzacyjnym leży w gestii towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI). Na koniec stycznia 2009 r. pomimo gwałtownego obniżenia wartości aktywów w 2008 r., TFI ciągle zarządzały aktywami przekraczającymi wartość 71 mld zł, z czego fundusze sekurytyzacyjne stanowiły mniej niż 1% [1]. Stosunkowo niewielka wartość aktywów funduszy sekurytyzacyjnych nie umniejsza faktu posiadania przezeń olbrzymiego potencjału rozwoju wynikającego z dynamicznego wzrostu portfela kredytowego w latach 2004-2008. Fundusze sekurytyzacyjne, uzupełniane przez profesjonalnych administratorów aktywów¹, stworzyły szansę na rozwinięcie nowych możliwości w zakresie upłynnienia źródeł finansowania akcji kredytowej w polskim sektorze bankowym. Pojawienie się na polskim rynku pierwszych funduszy sekurytyzacyjnych oraz wykorzystanie ich do sekurytyzacji złych długów w sektorze bankowym pozwalają wysunąć założenie, że istniejące doświadczenia w tym zakresie mogą być podstawą szerokiej sekurytyzacji innych rodzajów wierzytelności, w tym również wierzytelności regularnych w postaci np. kredytów hipotecznych.

Stosowanie formuły kapitałowej spółki celowej jako podmiotu realizującego sekurytyzację okazuje się przy tym, wobec przyjętych regulacji prawnych, nieuzasadnione ze względów ekonomicznych. Koszty funkcjonowania spółki celowej oraz brak rozwiniętego rynku wtórnego dla papierów wartościowych spółek prywatnych powodują praktycznie brak zainteresowania taką strukturą finansowania. Wybór formy podmiotu specjalnego przeznaczenia oparty będzie na kryteriach ekonomicznych. Krytycznym elementem transakcji będzie jego efektywność finansowa. Można postawić tezę, że fundusze sekurytyzacyjne mają według tego kryterium niewątpliwą przewagę. Co więcej, po uwzględnieniu powyższych uwag rozważenia wymagają istniejące szanse i zagrożenia dla realizacji sekurytyzacji puli wierzytelności podmiotów. Bezpośrednim celem artykułu jest wobec powyższego ukazanie regulacyjnych i ekonomicznych warunków funkcjonowania specjalistycznych funduszy inwestycyjnych, których domeną jest nabywanie pul wierzytelności.

¹ W roli administratorów puli wierzytelności występują zwykle firmy windykacyjne.

2. Ujęcie sekurytyzacji w regulacjach prawnych

Pojęcie sekurytyzacji, które zostało wprowadzone w ustawodawstwie polskim przez ustawę o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r. i zmiany w Prawie bankowym [6] zawęża pojęcie sekurytyzacji do tzw. sekurytyzacji aktywów w ujęciu wtórnym. Oznacza to, że sekurytyzacja obejmuje działania związane z istniejącą bądź przyszłą pulą wierzytelności (aktywów finansowych), z którą związane prawa utożsamione w papierach wartościowych (np. certyfikatach inwestycyjnych, obligacjach) trafiają do inwestorów. Przeniesienie prawa do puli wierzytelności poddawanych sekurytyzacji może odbywać się przy tym poprzez ich przelew, co wymaga spełnienia warunków o jego skuteczności lub poprzez subpartycypację, czyli przelew świadczeń z sekurytyzowanych wierzytelności bez wyłączenia ich z bilansu inicjatora [6, art. 183.4].

Powyższe ujęcie sekurytyzacji w prawie polskim skupia się przede wszystkim na pulach wierzytelności nabywanych przez fundusze sekurytyzacyjne, szczególnie we współpracy z sektorem bankowym, co umożliwiły dodatkowe zmiany w regulacjach bankowych. Powoduje to nieuniknione preferencje dla takiej formy prowadzenia sekurytyzacji. Postulowana całościowa regulacja transakcji tego rodzaju w postaci ustawy o sekurytyzacji nie została przyjęta², co w perspektywie może hamować rozwój innych niż fundusze sekurytyzacyjne form działalności podmiotów specjalnego przeznaczenia. Należy dodać, że przedstawione ujęcie sekurytyzacji nie odnosi się do stosowania instrumentów transferu ryzyka katastroficznego przez ubezpieczycieli i sekurytyzacji pasywów. Specyfika instrumentów transferu ryzyka katastroficznego nie pozwala ich zaliczyć do instrumentów sekurytyzacji w ujęciu prawa polskiego.

Przeprowadzenie sekurytyzacji wymaga więc spełnienia następujących warunków formalnych:

- możliwe powinno być wyodrębnienie puli wierzytelności z majątku inicjatora,
- inicjatorami sekurytyzacji mogą być podmiot gospodarczy, który posiada wierzytelności, lub bank,
- przeniesienie praw do wierzytelności lub świadczeń z ich tytułu (subpartycypacja) na fundusz sekurytyzacyjny wymaga zachowania formy pisemnej,
- fundusz sekurytyzacyjny powinien uzyskać zgodę Komisji Nadzoru Finansowego, a zakres jego działalności określać będzie statut – konieczne jest m.in. określenie inicjatora, a także wskazanie umów o administrację oraz innych porozumień zawieranych w trakcie procesu sekurytyzacji, jeżeli fundusz sekurytyzacyjny tworzony jest jako fundusz standaryzowany (zob. pkt 4),
- fundusz sekurytyzacyjny tworzony jest jako fundusz zamknięty,
- minimalna wysokość wpłat do funduszu inwestycyjnego wynosi 4 mln zł.

² Więcej na temat konsekwencji braku kompleksowej regulacji sekurytyzacji nie tylko w odniesieniu do formy funduszowej w [4, s. 188-189].

Z punktu widzenia potrzeb sektora finansowego sekurytyzacja określona w prawie polskim jest możliwa do przeprowadzenia, przede wszystkim poprzez przelew (cesję) wierzytelności. Obrót wierzytelnościami istniejącymi bądź przyszłymi pozwala na zidentyfikowanie określonego zestawu przesłanek i korzyści osiąganych w transakcjach tego rodzaju. Poważnym ograniczeniem może być natomiast niska jakość aktywów finansowych.

3. Przesłanki i cele sekurytyzacji

W przypadku sekurytyzacji złych długów jako korzyść dla inicjatora często wskazywana jest na pierwszym miejscu poprawa wskaźników finansowych oraz jej efekty bilansowe. Ujęcie korzyści tylko przez pryzmat inicjatora nie wyczerpuje jednak przesłanek sekurytyzacji. Przygotowanie wierzytelności do sekurytyzacji wymaga przede wszystkim ustrukturyzowania ryzyka oraz przepływów finansowych. Wymaga to poznania sytuacji finansowej dłużnika i dokonania realnej wyceny jego zobowiązań. Takie ujęcie sekurytyzacji ma charakter porządkujący dla przyszłej struktury zobowiązań i w przypadku sektora finansowego może mieć charakter prewencyjny przed narastaniem zadłużenia. Sprzyjać będzie temu również obniżenie kosztów finansowania, gdyż w przypadku zadłużenia przeterminowanego koszty jego obsługi są zwykle zwielokrotniane. Finansowanie przez sekurytyzację pozwala na zmniejszenie ryzyka finansowego przez wydłużenie okresu obsługi długu i refinansowanie na rynku kapitałowym. Nie oznacza to, że długi te nie muszą być spłacone. Uzupełnieniem sekurytyzacji musi być więc restrukturyzacja dłużników. Dzięki wykorzystaniu sekurytyzacji ma ona szansę powodzenia dzięki ustabilizowaniu warunków płatności i rozłożeniu ich w czasie. Zapewnienie płynności procesu sekurytyzacji wymaga jednak zapewnienia realnych podstaw określenia ryzyka inwestycyjnego. Błędy w założeniach modeli wycen lub przyjęcie nadmiernej dźwigni finansowej dla zabezpieczeń transakcji może doprowadzić do problemów z zachowaniem płynności finansowej procesu sekurytyzacji³.

Uzyskanie płynności przez system w dalszej kolejności będzie rzutowało na możliwości sekurytyzacji zobowiązań obsługiwanych regularnie oraz sekurytyzacji wpływów z kontraktów z kasami chorych. Pozwoliłoby to uzyskać dodatkowe środki, np. na inwestycje lub spłatę zadłużenia. Z punktu widzenia warunków przeprowadzania takich transakcji konieczne jest spełnianie przez aktywa finansowe kilku podstawowych zasad kluczowych dla powodzenia przeprowadzanej transakcji. Wyodrębniane do celów sekurytyzacji wierzytelności powinny mieć ściśle określone cechy [2, s. 129]:

³ Jako przykład można podać problemy z zachowaniem płynności na amerykańskim rynku finansowym w 2007 r. Ograniczenie płynności w efekcie kryzysu na rynku tzw. *subprime mortgages* doprowadziło do zatrzymania procesów sekurytyzacji również w innych, bardziej bezpiecznych segmentach wierzytelności. Reakcją amerykańskiej administracji finansowej była bezpośrednia interwencja i skup papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (ang. *asset backed securities*). Por. [5, s. 21-27].

- aktywa muszą być homogeniczne ze względu na rodzaj, wystandaryzowane,
- powinny wykazywać zróżnicowanie geograficzne,
- posiadać podobieństwo terminów i warunków umów, możliwa musi być ich cesa,
- ich wypłacalność powinna być sprawdzalna za pomocą metod statystycznych,
- w przypadku zbyt wysokiego ryzyka kredytowego ich jakość powinna być poprawiona poprzez gwarancje.

Zachowanie powyższych zasad pozwala na obniżenie ryzyka powodzenia transakcji dla inicjatora (np. może być nim hurtownia farmaceutyczna). Podsumowując, do głównych korzyści dla inicjatora sekurytyzacji zaliczyć należałoby przede wszystkim:

- możliwość poprawy efektywności ekonomicznej,
- poprawę wskaźników finansowych w efekcie skrócenia bilansu,
- dywersyfikację źródeł finansowania,
- uwolnienie kapitału związanego długoterminowymi aktywami,
- transfer ryzyka związanego z pulą aktywów na podmioty trzecie,
- szansę utrzymania długotrwałych relacji z klientami w przypadku administrowania portfelem sprzedawanych aktywów przez inicjatora.

Obrot wierzycelnościami podmiotów gospodarczych może być traktowany nie tylko jako doraźny sposób na poprawę ich sytuacji finansowej. Wymagalne długi firm są przede wszystkim zagrożeniem dla ich dalszej działalności. Uzyskanie trwałych i bezpiecznych (niestwarzających ryzyka pułapki zadłużenia) źródeł finansowania okazuje się więc priorytetowym celem restrukturyzacji finansowej. W dalszej kolejności można rozważyć wykorzystanie sekurytyzacji jako jednego ze sposobów uzupełniającego system kompleksowego zarządzania wierzycelnościami. Stworzenie takiego systemu oraz jego instytucjonalizacja wydają się niezbędne. Brak tego typu rozwiązań powoduje pojawianie się zjawisk niekorzystnych czy wręcz patologicznych w sposobach finansowania działalności poszczególnych zakładów. Konieczność spełnienia warunków kluczowych dla przeprowadzenia sekurytyzacji samo w sobie wymaga określenia standardów finansowania. Korzyścią z sekurytyzacji byłoby więc ich upowszechnienie, a to jest jednym z warunków uporządkowania i normalizacji systemu finansowego.

4. Fundusze sekurytyzacyjne standaryzowane i niestandaryzowane

Wprowadzenie do polskiego systemu finansowego zamkniętych funduszy inwestycyjnych w celu przeprowadzania sekurytyzacji było odpowiedzią na rosnące znaczenie takiej formy lokowania aktywów finansowych w polskiej gospodarce. W relatywnie stabilnych warunkach makroekonomicznych i niskim poziomie inflacji inwestorzy coraz chętniej korzystają z bardziej aktywnych form lokowania swoich środków. W związku z tym postępuje substytucja produktów depozytowych

w sektorze bankowym na rzecz rynku kapitałowego. Uczestnicy rynku kapitałowego natomiast zgłaszają zapotrzebowanie na coraz bardziej atrakcyjne formy lokowania aktywów finansowych i śladem rynków rozwiniętych wykazują coraz większe zainteresowanie różnego rodzaju wierzytelnościami i ich obrotem.

Tabela 1. Porównanie standaryzowanych i niestandaryzowanych funduszy sekurytyzacyjnych w projekcie ustawy o funduszach inwestycyjnych

Wyszczególnienie	Fundusz standaryzowany	Fundusz niestandaryzowany
Konstrukcja funduszu	Tworzone są subfundusze, których aktywa są lokowane wyłącznie w jedną pulę wierzytelności lub praw do świadczeń z jednej puli wierzytelności, z wyjątkiem sytuacji, gdy inicjatorem sekurytyzacji są banki	Istnieje możliwość tworzenia subfunduszy, aktywa mogą być lokowane w różne pule wierzytelności oraz w dłużne papiery wartościowe
Sposób lokowania środków	Nie mniej niż 75% środków w wierzytelności, pozostała 25% część w dłużne papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego, certyfikaty i jednostki funduszy rynku pieniężnego, depozyty w bankach oraz instrumenty pochodne w celu ograniczenia ryzyka inwestycyjnego	Nie mniej niż 75% środków w określone wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne, prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności, wierzytelnościowe papiery wartościowe, pozostałe 25% część w instrumenty niekoniecznie będące instrumentami rynku pieniężnego
Uczestnicy funduszu	Osoby prawne, jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej, osoby fizyczne	Osoby prawne, jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej, osoby fizyczne, gdy cena emisyjna jednego certyfikatu wynosi równowartość przynajmniej 40 000 euro, jeśli statut przewiduje taką możliwość
Sposób finansowania	Emisja certyfikatów inwestycyjnych lub obligacji, w tym ostatnim wypadku nie więcej niż równowartość 25% aktywów netto pod warunkiem, że w funduszu działa zgromadzenie inwestorów	Emisja certyfikatów inwestycyjnych lub obligacji, w tym ostatnim wypadku nie więcej niż równowartość 75% aktywów netto pod warunkiem, że w funduszu działa zgromadzenie inwestorów

Źródło: opracowanie własne na podstawie [6].

Do podstawowych funkcji funduszy sekurytyzacyjnych należy zaliczyć przede wszystkim nabywanie puli wierzytelności. Ze względu na konieczność ochrony inwestorów indywidualnych ustawodawca zdecydował o wprowadzeniu zróżnicowanej polityki inwestycyjnej funduszy sekurytyzacyjnych. Fundusze standaryzowane mogą pozyskiwać środki przez emisję certyfikatów depozytowych kierowanych do

ogółu inwestorów, z zachowaniem ewentualnie regulacji określających tryb publiczny emisji⁴. Inwestorzy indywidualni mogą nabywać certyfikaty funduszy standaryzowanych lub ich subfunduszy bez dodatkowych ograniczeń. W przypadku funduszy niestandaryzowanych o wyższym poziomie ryzyka dostępność certyfikatów depozytowych została ograniczona dla osób indywidualnych na warunkach określonych ustawowo (tab. 1). Nabywanie wierzytelności przez fundusze sekurytyzacyjne nie jest ograniczone pod względem rodzajowym. Należy podkreślić jednak pewne uprzywilejowanie wierzytelności bankowych. Niemniej jednak pule wierzytelności innego pochodzenia, jeśli tylko możliwy jest ich przelew, mogą stanowić lokaty funduszu.

5. Działalność funduszy sekurytyzacyjnych w Polsce

Dotychczasowe transakcje realizowane przez fundusze sekurytyzacyjne⁵ dotyczyły przede wszystkim obrotu wierzytelnościami straconymi banków. Głównym motywem ich podejmowania były efekty podatkowe uzyskiwane przez inicjatorów. Regulacje podatkowe tylko w przypadku sekurytyzacji poprzez fundusz inwestycyjny pozwalają bowiem zaliczyć do kosztów uzyskania przychodów wielkości rezerw utworzonych na wierzytelności trudne. Model biznesowy zakładał we wszystkich przypadkach współpracę z firmą zarządzania wierzytelnościami, która administrowała portfelem aktywów finansowych. Zainteresowanie sekurytyzacją firm windykacyjnych wynika z nasilającej się walki konkurencyjnej w sektorze i jest naturalną konsekwencją rozwoju usług windykacyjnych. Wzrost znaczenia pełnego odkupu wierzytelności powoduje, że firmy windykacyjne poszukują możliwości pozyskania kapitału na finansowanie obrotu wierzytelnościami. Natomiast zainteresowanie inwestorów, w tym przede wszystkim inwestorów zagranicznych, przekłada się na stosowanie formuły funduszu sekurytyzacyjnego niestandaryzowanego, jako wygodnego instrumentu odseparowania ryzyka inwestycyjnego. Certyfikaty inwestycyjne lub obligacje emitowane przez fundusze sekurytyzacyjne po uzyskaniu ratingu mogą być przedmiotem obrotu na rynkach międzynarodowych, co może pozwolić na uzyskanie potrzebnego kapitału. Brak krajowego rynku wtórnego dla instrumentów sekurytyzacyjnych postrzegane jest jako jedna z podstawowych barier przeprowadzania takich transakcji. Inwestorzy zagraniczni, poza względami kapitałowymi, dysponują również przewagami w zakresie doświadczenia i znajomości specyfiki sekurytyzacji, co przy różnorodności instrumentów i struktur finansowania pozwala na właściwą ocenę ryzyka inwestycyjnego. Analizując dostępne stopy zwrotu, zauważa się dużą zmienność wyników, co może oznaczać, że proces windykacji

⁴ Emisja publiczna następuje wtedy, gdy oferta kierowana jest do ponad 100 osób lub do nieokreślonego adresata.

⁵ Według stanu na koniec 30 listopada 2008 r. sekurytyzacyjne fundusze inwestycyjne zamknięte posiadało 12 towarzystw funduszy inwestycyjnych. Planowanymi administratorami wszystkich funduszy były firmy windykacyjne.

Tabela 2. Stopy zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych obecnych na polskim rynku – stan na 30 listopada 2008 roku (w %)

TFI	Sekurytyzacyjny FIZ	O1M	O3M	O6M	O12M	O36M
TFI Allianz Polska	Allianz – Euler Hermes Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny FIZ	0,0	-3,5	-4,7	-7,1	-
Copernicus Capital TFI	BEST I Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny FIZ	1,6	-13,3	4,2	1,6	-
BEST TFI	BEST II NSFIZ	0,0	2,0	2,0	-	-
Copernicus Capital TFI	BISON Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny FIZ	5,2	-14,5	4,7	35,4	-
Copernicus Capital TFI	CC3 NSFIZ	-16,4	-33,3	-48,9	-	-
IPOPEMA TFI	Corpus Iuris Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny FIZ	-	-	-	-	-
Skarbiec TFI	EGB – Skarbiec BIS Powiązany FIZ	-	-	-	-	-
Skarbiec TFI	EGB – Skarbiec Powiązany FIZ	-	-	-	-	-
Skarbiec TFI	EGB Podstawowy Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny FIZ	-	-	-	-	-
IDEA TFI	Elektus NSFIZ	0,0	-5,0	-7,6	-	-
GE Debt Management TFI	GE DEBT FIZ Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny	-	-	-	-	-
IDEA TFI	GPM Vindexus NSFIZ	0,0	0,7	-11,8	-19,1	-
Intrum Justitia TFI	Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny	0,0	2,1	7,4	66,1	-17,4
PLEJADA TFI	Plejada Wierzytelności 1 FIZNFS	0,0	-8,4	-7,2	-59,9	-
Copernicus Capital TFI	Prokulus NSFIZ	0,0	-51,2	-47,5	-65,0	-
Copernicus Capital TFI	Prokura Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny FIZ	0,0	28,6	38,9	77,2	648,1
Copernicus Capital TFI	S-Collect FIZ Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny	-	-	-	-	-
Copernicus Capital TFI	Sekura NSFIZ	0,0	-7,1	-58,1	-78,3	-
Copernicus Capital TFI	Ultimo FIZ Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny	1,9	3,0	12,6	11,1	-
Copernicus Capital TFI	VPF III NSFIZ	0,0	-29,6	-64,2	-80,6	-
Copernicus Capital TFI	VPFI NSFIZ	1,3	15,9	28,6	-34,6	-

Źródło: [1].

ma podstawowe znaczenie dla efektywności funduszy sekurytyzacyjnych. Pierwszy polski fundusz sekurytyzacyjny Prokura w ciągu 3 lat zanotował rekordową (również wobec innych rodzajów funduszy inwestycyjnych) stopę zwrotu na poziomie ponad 648% (tab. 2).

Oceniając perspektywy współpracy funduszy sekurytyzacyjnych z instytucjami finansowymi, należy podkreślić skupienie się przez fundusze na bardziej zestandaryzowanych wierzytelnościach bankowych. Kreatywność firm windykacyjnych może doprowadzić do poszukiwania nowych grup aktywów do sekurytyzacji. Znalezienie efektywnych rozwiązań w zakresie cesji wierzytelności może upłynnić obrót wierzytelnościami w sektorze finansowym. Charakter tych operacji w pierwszej kolejności będzie jednak incydentalny, doraźny, ale w dalszej kolejności można byłoby oczekiwać wykorzystania sekurytyzacji do finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych, a także działalności bieżącej.

6. Wnioski

Realizacja procesu sekurytyzacji wymaga zachowania nie tylko zasad finansowych, ale także właściwego reżimu dochodzenia spłaty kredytu. Ewentualne dochodzenie spłaty i ograniczanie ryzyka kredytowego wymagają specyficznych kompetencji. Rozwiązania instytucjonalne sprzyjają przejrzystości transakcji sekurytyzacyjnych. Za takie rozwiązanie można uznać fundusze sekurytyzacyjne współdziałające z firmami windykacyjnymi, które posiadając doświadczenie w realnej wycenie długów, mogą tą drogą wprowadzić element ścisłego rachunku ekonomicznego w sposobie rozliczania transakcji. W dłuższej perspektywie jest to wręcz warunek niezbędny do utrzymania funkcjonalności omawianego systemu w przyszłości. Upowszechnienie sekurytyzacji związane będzie niewątpliwie z poziomem dojrzałości polskiego rynku finansowego. Powstanie silnego rynku wtórnego dla wierzytelności wydaje się przesądzone, głównie ze względu nie tylko na popyt wewnętrzny, lecz także coraz ściślejszą integracją z rynkami międzynarodowymi. Integracja polskiego systemu finansowego ze strefą euro powinno pozwolić na skorzystanie z możliwości, jakie daje dostęp do eurorynków. Zarządzanie sekurytyzowanymi wierzytelnościami funduszu sekurytyzacyjnego przez podmiot inny niż towarzystwo wymaga uzyskania przez ten podmiot zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego. Zezwolenie na zarządzanie sekurytyzowanymi wierzytelnościami oznacza także zezwolenie na zarządzanie pulą wierzytelności. Fundusze sekurytyzacyjne uzupełnione o funkcje firm windykacyjnych stanowią skuteczny wehikuł upłynniania kredytów straconych. Sekurytyzacja poprzez inne formy oraz innych aktywów niż kredytów straconych była silnie utrudniona.

Literatura

- [1] *Assets of investment funds in Poland*, Analizy Online, www.analizy.pl (pobrano 3.03.2009).
- [2] Feeney P.W., *Securitisation. Redefining the Bank*, St. Martin's Press, New York 1995.
- [3] Półtorak B., *Principles of Bank Asset Securitization in Poland*, Ekonomicka Fakulta, Univerzita Ostrava 2005.
- [4] Półtorak B., *Sekurytyzacja kredytu hipotecznego*, CeDeWu, Warszawa 2005.
- [5] Półtorak B., *Czynniki kryzysu płynności na rynkach finansowych w 2007 roku*, [w:] *Rynek finansowy – Inspiracje z integracji europejskiej*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, UMCS, Lublin 2008.
- [6] Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, DzU z 2004 r. nr 146, poz. 1546 z późn. zm.

REGULATIONS AND PRACTICE OF SECURITIZATION FUNDS IN POLAND

Summary: Securitization process conducted in liaison with debt collection agency gives opportunity to improve quality of banking assets portfolio for a short period of time. Moreover, it gives taxation benefits in case of disposing of the help of investment funds. Outsourcing debt collection services together with securitization allow for transfer and dispersing credit risk in the capital market. In a long span of time securitization may cause standardization and improvement of quality of financial assets even at the stage of forming credit offer and concluding facility agreements. Debt collection agencies with their experience may be more efficient administrators of the pool of assets. Along with required new regulations these factors make securitization process more common way of funding banking activity. However, to make it possible it is necessary to make further legislative adjustments mostly in case of taxation, assignment of assets and trade with subordinate tranches. An effective way of management of securitization in Poland is a creation of securitization funds. Securitization funds can be standardized or non-standardized. For securitization of irregular claims non-standardized funds are recommended.