

Michał Buszko

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

FUNDUSZE INWESTYCYJNE W PROCESACH SEKURYTYZACJI WIERZYTELNOŚCI W POLSCE

1. Istota transakcji sekurytyzacyjnych

Sekurytyzacja stanowi złożoną transakcję finansową, której istotą jest upłynnianie wierzytelności poprzez ich zamianę na papiery wartościowe. Proces sekurytyzacji wymaga wydzielenia przez jego inicjatora jednolitych rodzajowo portfeli wierzytelności oraz przeniesienia ich na podmiot specjalnego przeznaczenia (SPV), który na bazie otrzymanych aktywów emituje dłużne lub udziałowe papiery wartościowe typu ABS.

W praktyce gospodarczej transakcje sekurytyzacyjne są wykorzystywane do wielu celów. Przede wszystkim inicjatorzy tych procesów mają możliwość odzyskania środków pieniężnych zamrożonych w wierzytelnościach, dzięki czemu mogą poprawić zarówno bieżącą płynność finansową, jak i wypłacalność w długim okresie. W przypadku, gdy sekurytyzacja przeprowadzana jest drogą sprzedaży (cesji) wierzytelności, inicjator pozbywa się z bilansu wydzielonych aktywów, osiągając wzrost wskaźników zyskowności (ROE, ROA). Sekurytyzacja może mieć zastosowanie do obniżki kosztów finansowania działalności, zwłaszcza w spółkach posiadających niski rating kredytowy, lecz dysponujących portfelami jednorodnych aktywów o wysokiej jakości. Z kolei instytucje finansowe poprzez sekurytyzację mogą zwiększać poziom wskaźnika adekwatności kapitałowej oraz obniżać zaangażowanie kapitałowe w pojedynczych podmiotach, co będzie stymulowało ich ekspansję kredytową w przyszłości. Transakcje sekurytyzacyjne mogą być również wykorzystane przez instytucje tego typu do zarządzania ryzykiem stopy procentowej, ograniczania ryzyka kredytowego oraz wyzbywania się kredytów zagrożonych, zmniejszając przy tym poziom rezerw celowych. Oceniając transakcje sekurytyzacyjne z punktu widzenia dostarczycieli kapitału, czyli pod-

miotów, które pośrednio nabywają wierzytelności lub wynikające z nich prawa, można stwierdzić, iż sekurytyzacja stwarza dogodną formę inwestowania, charakteryzującą się znaczącą elastycznością emitowanych instrumentów finansowych, w tym w zakresie form naliczania i płatności odsetek, a także form zabezpieczenia. W praktyce nawet pojedyncze emisje dokonywane przez podmioty SPV mogą oferować dużą zmienność parametrów finansowych, dostosowaną do potrzeb różnych grup inwestorów (serwis internetowy Sekurytyzacja.pl [www.sekurytyzacja.pl]). Niewątpliwie ważną rolę w rozwoju rynku kapitałowego w Polsce mogą odegrać certyfikaty funduszy inwestycyjnych emitowane w ramach sekurytyzacji.

2. Fundusze sekurytyzacyjne w Polsce

Fundusze sekurytyzacyjne mogą być tworzone w Polsce od 1 lipca 2004 r. na podstawie przepisów nowej ustawy z 27 maja 2004 r. *o funduszach inwestycyjnych* (DzU 2004 nr 146, poz. 1546). Wymieniony akt prawny wprowadza wiele nowatorskich, nieznanych wcześniej w Polsce rozwiązań w zakresie tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych oraz zarządzających nimi towarzystw. Jego uchwalenie było uzasadnione przede wszystkim wstąpieniem Polski do UE oraz włączeniem polskiego rynku instytucji zbiorowego inwestowania do wspólnego rynku europejskiego. W ramach procesów dostosowawczych polskie przepisy musiały z jednej strony odzwierciedlić regulacje dyrektyw unijnych, a z drugiej stworzyć funduszom warunki działania i rozwoju porównywalne do tych, które występują w wysoko rozwiniętych krajach Unii. Wśród najważniejszych zmian wprowadzonych nową ustawą i dotyczących tworzenia instytucji zbiorowego inwestowania należy wymienić: zmniejszenie liczby podstawowych form funduszy z pięciu do trzech, wprowadzenie możliwości tworzenia funduszy o złożonych konstrukcjach oraz wyznaczenie standardów czterech szczególnych rodzajów funduszy, w tym funduszy sekurytyzacyjnych¹. Od momentu wejścia w życie ustawy do kwietnia 2005 r. na bazie nowych regulacji powstało kilka nowych rodzajów instytucji zbiorowego inwestowania, w tym: fundusze parasolowe, fundusze rynku pieniężnego czy fundusze aktywów niepublicznych. Towarzystwa sceptycznie podeszły jednak do tworzenia funduszy portfelowych oraz sekurytyzacyjnych. W odniesieniu do tych ostatnich głównym problemem okazała się nierozwiązana kwestia obciążenia podatkiem VAT transakcji obrotu wierzytelnościami. W efekcie w ciągu dziewięciu miesięcy obowiązywania nowej ustawy do KPWiG wpłynęły zaledwie trzy

¹ Ustawa zniósła możliwość tworzenia specjalistycznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych oraz funduszy mieszanych. Wprowadziła jednocześnie konstrukcje: funduszy z jednostkami uczestnictwa różniącymi się sposobem pobierania opłat, funduszy parasolowych z wydzielonymi subfunduszami (*umbrella funds*) oraz funduszy podstawowych i powiązanych. W ramach szczególnych typów funduszy wprowadzone zostały standardy funduszy rynku pieniężnego, funduszy portfelowych, funduszy aktywów niepublicznych oraz funduszy sekurytyzacyjnych.

wnioski dotyczące uruchomienia funduszy inwestujących w dłużni. Prace nad przygotowaniem tego typu jednostek prowadziła firma windykacyjna Kruk wraz z BPH TFI, firma windykacyjna Best wraz z TFI SKARBIEC oraz firma windykacyjna Intrum Justitia, która wystąpiła z wnioskiem o powołanie własnego TFI w celu zarządzania funduszem sekurytyzacyjnym.

3. Fundusze sekurytyzacyjne jako podmioty specjalnego przeznaczenia (SPV)

W podstawowej transakcji sekurytyzacyjnej uczestniczą: inicjator (aranżer), podmiot specjalnego przeznaczenia (spółka celowa, SPV) oraz inwestorzy nabywający udziałowe lub dłużne papiery wartościowe określane mianem ABS. W praktyce procesy te obsługiwane są także przez banki komercyjne (depozytariuszy), banki inwestycyjne, firmy doradcze oraz agencje ratingowe. Sekurytyzację rozpoczyna pogrupowanie przez inicjatora wierzytelności w jednorodne pakiety (pule). Po dokonaniu tej czynności inicjator przenosi ujednolicone i wyodrębnione wierzytelności lub wynikające z nich pożytki na podmiot specjalnego przeznaczenia (SPV). W praktyce kapitał założycielski SPV może być mały, a jego udziałowcami, poza pewnymi wyjątkami, mogą być uczestnicy transakcji². Proces przeniesienia wierzytelności na SPV może mieć charakter cesji, nowacji lub subpartycypacji. Przeniesienie wierzytelności ma przy tym na celu oddzielenie ryzyka aranżera oraz ryzyka kredytowego generowanego przez dłużników. W kolejnym etapie podmiot specjalnego przeznaczenia dokonuje emisji papierów wartościowych, których zabezpieczenie stanowią wierzytelności przeniesione przez inicjatora transakcji. SPV dzięki wpływom z emisji pokrywa wydatki na nabycie wierzytelności lub praw z nich wynikających, a inwestorzy osiągają korzyść z dyskonta sekurytyzowanych aktywów. W celu ograniczenia ryzyka inwestowania w wierzytelności SPV musi być podmiotem niezagrożonym bankructwem oraz przeznaczonym wyłącznie do nabywania wierzytelności i emitowania papierów wartościowych. Nowa ustawa o funduszach inwestycyjnych nadała takie właściwości funduszom sekurytyzacyjnym. Podmioty te m.in. zostały pozbawione zdolności upadłościowej, zobligowane do lokowania większości środków w wierzytelności lub prawa do świadczeń z nich wynikających, a także otrzymały uprawnienia do emitowania certyfikatów inwestycyjnych. Instytucjom tym istotnie ograniczono również katalog innych czynności, do których uprawnione są fundusze inwestycyjne w Polsce.

² W Polsce zgodnie z art. 92a ustawy *Prawo bankowe*, podmiot emisyjny (SPV) funkcjonujący w formie spółki kapitałowej innej niż TFI lub fundusz sekurytyzacyjny, na rzecz którego nastąpiło przeniesienie wierzytelności, nie może być powiązany kapitałowo lub organizacyjnie z bankiem przenoszącym wierzytelności.

4. Tworzenie i likwidacja funduszy sekurytyzacyjnych

Fundusze sekurytyzacyjne w Polsce mogą być tworzone jedynie w formie funduszy zamkniętych, emitujących certyfikaty inwestycyjne. Ustawa zezwala przy tym na tworzenie dwóch rodzajów funduszy tego typu, tzn. standaryzowanych oraz niestandaryzowanych. Oba rodzaje różnią się dopuszczalnym poziomem ryzyka inwestycyjnego oraz docelową grupą inwestorów, którzy uczestniczą w funduszu. Fundusze standaryzowane posiadają konstrukcję złożoną i składają się z wydzielonych subfunduszy, z których każdy zobowiązany jest do lokowania nie mniej niż 75% wartości aktywów w jedną pulę wierzytelności lub prawa do wszystkich świadczeń otrzymywanych od inicjatora sekurytyzacji z jednej puli wierzytelności. W praktyce możliwe jest odstępstwo od podanej powyżej zasady, jednak pod warunkiem, iż statut funduszu przewiduje inwestowanie aktywów danego subfunduszu w kilka pul wierzytelności oraz że inicjatorami sekurytyzacji są banki krajowe lub instytucje kredytowe, wierzytelności wchodzące w skład wszystkich pul są jednolite rodzajowo, a także umowy nabycia lub subpartycypacji każdej z pul wierzytelności są zawarte w terminie nie dłuższym niż trzy miesiące od dnia zarejestrowania funduszu. Fundusz sekurytyzacyjny dokonuje likwidacji subfunduszu wtedy, gdy wszystkie wierzytelności wchodzące w skład nabytych pul zostają zaspokojone lub subfundusz otrzyma od inicjatorów sekurytyzacji wszystkie należne świadczenia. Subfundusze mogą być również zlikwidowane, gdy zostaje zaspokojona większość wierzytelności lub zrealizowano większość wpływów od inicjatora, a koszty dalszego ich utrzymywania przewyższałyby wartość pozostałych świadczeń lub zaspokojenie pozostałych świadczeń okaże się niemożliwe. Likwidacja funduszu dokonana w opisanych okolicznościach nie może jednak naruszać praw uczestników określonych w statucie. W odróżnieniu od podmiotów standaryzowanych, fundusze niestandaryzowane tworzone są bez wydzielonych subfunduszy. Instytucje tego typu są obowiązane lokować co najmniej 75% wartości aktywów w wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne oraz prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności. Oprócz inwestycji w wierzytelności lub prawa do świadczeń z nich wynikających fundusze niestandaryzowane mogą nabywać dłużne papiery wartościowe, jednostki uczestnictwa w innych funduszach, depozyty, instrumenty rynku pieniężnego oraz instrumenty pochodne służące ograniczeniu ryzyka inwestycyjnego. Na tle funduszy standaryzowanych jednostki niestandaryzowane mogą prowadzić politykę inwestycyjną bardziej elastyczną, ale i obciążoną większym ryzykiem. Jednocześnie ich certyfikaty kierowane są do klientów instytucjonalnych, tzn. osób prawnych lub jednostek nie posiadających osobowości prawnej. Uczestnictwo osób fizycznych w takich podmiotach jest dozwolone pod warunkiem, że przewiduje to statut. W przypadku, gdy certyfikaty przeznaczone są także dla osób fizycznych, cena emisyjna jednego papieru nie może być niższa niż równowartość 40 tys. euro.

W obu rodzajach funduszy sekurytyzacyjnych wyemitowane certyfikaty inwestycyjne mogą reprezentować różne prawa w zakresie wysokości udziału w dochodach funduszu lub subfunduszu, wysokości udziału w aktywach netto funduszu lub subfunduszu w przypadku jego likwidacji oraz kolejności zaspokajania roszczeń z tytułu posiadanych certyfikatów. Niewątpliwie ciekawym rozwiązaniem prawnym zastosowanym w odniesieniu do funduszy sekurytyzacyjnych jest możliwość emisji podporządkowanych certyfikatów inwestycyjnych, dających prawo do udziału w dochodach lub aktywach netto po zaspokojeniu roszczeń wynikających z wszystkich pozostałych serii certyfikatów w przypadku likwidacji funduszu lub subfunduszu.

Porównując fundusze sekurytyzacyjne do innych funduszy zamkniętych, należy stwierdzić, iż podmioty inwestujące w wierzytelności mają znacznie ograniczony katalog dozwolonych inwestycji w inne instrumenty finansowe. Sekurytyzacyjnym funduszom inwestycyjnym zabroniono udzielania pożyczek, poręczeń i gwarancji, ograniczając z jednej strony źródła dochodów tych instytucji, a z drugiej poziom ryzyka inwestycyjnego. Fundusze te uprawnione zostały jednak do emitowania obligacji oraz zaciągania pożyczek bądź kredytów. Emisje obligacji mogą być przy tym przeprowadzane jedynie wtedy, gdy przewiduje to statut funduszu. W funduszu standaryzowanym wartość wyemitowanych obligacji nie może być wyższa niż 25% wartości jego aktywów netto, a w niestandaryzowanym nie większa niż 75%.

5. Transfer wierzytelności do funduszy sekurytyzacyjnych

Środki pozyskane przez fundusze sekurytyzacyjne za pomocą emisji certyfikatów inwestycyjnych przeznaczane są na sfinansowanie nabycia wierzytelności, w tym także wierzytelności finansowanych ze środków publicznych lub na nabycie praw do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności. Najogólniej ustawodawca umożliwił funduszom pozyskiwanie wierzytelności lub ich pul na podstawie umowy cesji bądź subpartycypacji. W przypadku pierwszej umowy podmiot inicjujący sekurytyzację ceduje na rzecz funduszu wierzytelności i pożytki z nich wynikające, a fundusz dokonuje za nie zapłaty z góry. W tej transakcji fundusz staje się w pełni niezależny od pozycji finansowej inicjatora sekurytyzacji i pojawienie się problemów finansowych bądź nawet upadłość inicjatora nie będą miały wpływu na inwestorów nabywających certyfikaty. Fundusz przejmuje jednak na siebie całkowite ryzyko sekurytyzowanych wierzytelności (ryzyko kredytowe dłużników). W przypadku umowy subpartycypacji podmiot inicjujący proces sekurytyzacji zobowiązuje się przekazywać funduszowi wszystkie świadczenia z sekurytyzowanych wierzytelności w postaci odsetek, kwot głównych oraz kwot uzyskanych z tytułu realizacji zabezpieczeń, jeżeli zaspokojenie roszczeń inicjatora sekurytyzacji lub inny podmiot uprawniony nastąpiło w tej formie. Fundusz z kolei jest zobowiązany do jednorazowej zapłaty z góry za świadczenia związane z wierzytelnościami. Subpar-

tycypacja jest swego rodzaju substytutem prawdziwej sprzedaży, a ponieważ nie występuje w niej przelew wierzytelności od inicjatora, więc SPV obciążone jest wyłącznie ryzykiem emisji, a nie ryzykiem kredytowym dłużników [Pyka 2003, s. 149]. Umowa subpartycypacji jest nową konstrukcją prawną w Polsce, zastrzeżoną wyłącznie dla funduszy sekurytyzacyjnych i wprowadzoną dzięki ustawie o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 roku. Umowa ta musi być sporządzona na piśmie oraz nie może zawierać postanowień o odroczeniu zapłaty wierzytelności lub też o dokonywaniu spłaty wierzytelności w ratach. W praktyce subpartycypacja będzie miała zastosowanie przede wszystkim wtedy, gdy inicjator nie będzie mógł dokonać sprzedaży wierzytelności ze względu na ograniczenia zawarte w regulacjach publicznoprawnych, chroniących dobra jego dłużników [Zdzieborski, Mężykowski 2003]. Przeniesienie wierzytelności w tej formie będzie miało również szczególnie duże znaczenie w razie stosowania zabezpieczeń rzeczowych dla sekurytyzowanych aktywów. W sekurytyzacji aktywów bankowych z wykorzystaniem subpartycypacji bank pozostaje wierzycielem w stosunku do dłużników, co oznacza, iż przy dochodzeniu wierzytelności korzysta on ze wszystkich uprawnień określonych w *Prawie bankowym*, w tym również z prawa do wystawiania bankowego tytułu egzekucyjnego [Nowe regulacje... 2004, s. 47]. Analizując umowę subpartycypacji z punktu widzenia inwestorów nabywających certyfikaty, należy stwierdzić, iż ich interes jest chroniony podobnie do cesji wierzytelności. W skład masy upadłościowej inicjatora nie wchodzi bowiem wierzytelności będące przedmiotem subpartycypacji, a fundusz korzystający z tego rodzaju umowy wstępuje w prawa podmiotu upadłego z tytułu sekurytyzowanych wierzytelności oraz związanych z nimi zabezpieczeń [Młodzianowska 2004].

6. Obsługa transakcji sekurytyzacyjnych

Procesy sekurytyzacyjne przeprowadzane przy wykorzystaniu funduszy inwestycyjnych będą wymagały zaangażowania dodatkowych instytucji finansowych pełniących funkcje rozliczeniowe, depozytowe, ubezpieczeniowe oraz doradcze. W przypadku funduszy sekurytyzacyjnych zakres wymaganej obsługi zewnętrznej w znacznym stopniu regulowany jest przepisami ustawy o funduszach inwestycyjnych. Z jednej strony fundusze te będą musiały obowiązkowo korzystać z usług świadczonych przez TFI lub spółki *asset management* w zakresie zarządzania aktywami oraz z usług banków, instytucji kredytowych czy Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych (KDPW) w zakresie rejestracji aktywów i prowadzenia ewidencji uczestników funduszu; z drugiej zaś będą one mogły dobrowolnie zawierać szereg innych umów, np. o nadanie oceny inwestycyjnej, ubezpieczenia od ryzyka niewypłacalności dłużników, prowadzenia obsługi sekurytyzowanych wierzytelności czy udzielenia poręczeń lub gwarancji za zobowiązania funduszu. W praktyce szczególnie ważna będzie umowa o dokonanie pomiaru ryzyka kredyto-

wego i nadanie oceny poszczególnym emisjom papierów wartościowych przez agencję ratingową. Dzięki tego rodzaju usłudze inwestorzy będą znali poziom ryzyka inwestowania w certyfikaty, a tym samym będą mogli łatwiej podjąć decyzję o przystąpieniu do funduszu. W razie wykorzystania przez fundusz cesji wierzytelności ocena ratingowa będzie obejmowała wyłącznie ryzyko sekurytyzowanych wierzytelności, a nie ryzyko inicjatora tego procesu. W procesach sekurytyzacji pakietów jednorodnych wierzytelności tworzonych przez podmioty posiadające wysoką zdolność kredytową możliwe będzie zatem uzyskanie oceny papierów SPV wyższej od oceny aranzera. Oprócz pozyskania oceny ratingowej, fundusz będzie mógł również zlecić obsługę sekurytyzowanych wierzytelności innym instytucjom finansowym. Instytucje zamierzające prowadzić obsługę wierzytelności, które nie są bankami krajowymi, będą musiały jednak otrzymać zezwolenie Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Wniosek do Komisji o udzielenie zezwolenia składa zainteresowana instytucja za pośrednictwem funduszu.

7. Podsumowanie

Wprowadzenie nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych, która zezwala na tworzenie funduszy sekurytyzacyjnych, wydaje się kolejnym krokiem w kierunku upowszechnienia procesów sekurytyzacji, a tym samym rozwoju całego rynku finansowego w Polsce. Fundusze tego typu mogą stać się efektywnymi pośrednikami w konwersji wierzytelności przede wszystkim ze względu na gwarantowanie niezależności od sytuacji finansowej inicjatora, wyeliminowanie ryzyka upadłości oraz stworzenie dużej elastyczności w wyborze form emitowanych papierów wartościowych. Czynniki te z pewnością będą istotnie wpływały na korzystną ocenę transakcji sekurytyzacyjnych nadawaną przez agencje ratingowe i jednocześnie będą zachęcały inwestorów do lokowania swoich środków w sekurytyzowane aktywa [Młodzianowska 2004]. Wyemitowanie certyfikatów inwestycyjnych dopuszczonych do publicznego obrotu będzie wspomagało rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Papiery tego typu będą mogli nabywać również inwestorzy zagraniczni, w tym zagraniczne fundusze inwestycyjne, co powinno wpłynąć na poprawę ogólnej atrakcyjności inwestowania w Polsce. Dzięki funduszom sekurytyzacyjnym na rynku wierzytelności będą mogły angażować się także otwarte fundusze emerytalne, które bezpośrednio nie mogą inwestować w aktywa tego typu. Oprócz wymienienia pozytywnych aspektów funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, będących SPV, należy wskazać również na problemy rozwoju tych instytucji w Polsce. Z pewnością istotną barierą w tworzeniu funduszy sekurytyzacyjnych będzie konieczność spełnienia licznych wymagań narzuconych ustawą o funduszach inwestycyjnych oraz – w przypadku notowania certyfikatów na giełdzie – ustawą o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Wymagania te będą wiązały się ze zgromadzeniem odpowiedniej wielkości kapitałów na utwo-

rzenie funduszu, podpisaniem umowy w sprawie prowadzenia rejestru uczestników funduszu oraz ustanowienia depozytariusza, prowadzeniem systematycznej wyceny aktywów, a także sporządzaniem i przekazywaniem informacji finansowych. Ponieważ fundusze sekurytyzacyjne mogą być tworzone tylko za pośrednictwem Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych, więc w odniesieniu do instytucji nie posiadających w swojej grupie kapitałowej tego rodzaju spółki organizacja funduszu będzie wiązała się z koniecznością ponoszenia dodatkowych kosztów³. Przeszkodą w rozwoju funduszy sekurytyzacyjnych w Polsce mogą być ich ograniczone uprawnienia do ściągania zaległych wierzytelności od dłużników. Pomimo pojawienia się w toku prac nad ustawą o funduszach inwestycyjnych propozycji wyposażenia tych podmiotów w prawo do wystawiania sekurytyzacyjnych tytułów egzekucyjnych, ostatecznie nie zdecydowano się na wprowadzenie tego rozwiązania. Oprócz barier związanych z tworzeniem i funkcjonowaniem funduszy sekurytyzacyjnych należy wskazać również kilka problemów dotyczących przeprowadzania samych procesów sekurytyzacji w Polsce. Wśród nich należy wymienić przede wszystkim nadal istniejące ograniczenia natury prawnej. Pomimo nowelizacji prawa bankowego oraz uchwalenia ustawy o funduszach inwestycyjnych, w Polsce nadal występują problemy ze swobodnym dysponowaniem danymi dłużników, koniecznością uzyskania zgody dłużnika na przelew wierzytelności czy przeniesieniem na spółkę celową praw z tytułu oświadczenia dłużnika o poddaniu się egzekucji na rzecz banku (zob. [Styn 2004, s. 305]). Bariere stanowią również mało przejrzyste regulacje w zakresie opodatkowania transakcji podatkiem dochodowym, a także nierozwiązana do połowy kwietnia 2005 r. kwestia opodatkowania podatkiem VAT obrotu wierzytelnościami. Istotny problem w realizacji sekurytyzacji mogą stanowić również koszty. W praktyce w transakcjach tego typu zaangażowanych jest zwykle kilka zewnętrznych instytucji finansowych oraz agencje ratingowe, co wiąże się z ponoszeniem znaczących nakładów na obsługę konwersji wierzytelności. W efekcie zyskowe mogą okazać się jedynie duże programy sekurytyzacyjne o wartości przynajmniej kilkudziesięciu milionów złotych. Przeszkodą w rozwoju transakcji sekurytyzacyjnych może okazać się w polskich warunkach również trudność rzetelnej wyceny papierów wartościowych emitowanych na bazie sekurytyzowanych aktywów. Podsumowując rozważania dotyczące ograniczeń w realizacji procesów sekurytyzacji, należy zwrócić uwagę na możliwość zaniku w najbliższej przyszłości kilku z barier. Ze względu na dynamiczny rozwój w Polsce podmiotów oferujących usługi masowe w obszarze telekomunikacji, energetyki, transportu czy usług finansowych coraz mniejsze znaczenie będzie miał problem zgromadzenia odpowiednich pul wierzytelności nadających się do sekurytyzacji [Jaroński 2005]. Podobnie można oczekiwać, iż w najbliższej przyszłości znikną ograniczenia związane z brakiem popytu na papiery typu ABS. Biorąc pod uwagę

³ Fundusz inwestycyjny utworzony przez TFI na zlecenie innego podmiotu określa się jako *white label*.

wzrastający potencjał rynku finansowego w Polsce i poszukiwanie nowych możliwości generowania wysokiego zwrotu z inwestycji, instrumenty te mogą stać się atrakcyjną formą lokowania kapitału przez banki krajowe, oddziały instytucji kredytowych, fundusze inwestycyjne czy emerytalne. Wraz z upowszechnianiem się sekurytyzacji, wejściem na polski rynek zagranicznych instytucji specjalizujących się w tej dziedzinie oraz pojawieniem się krajowych sekurytyzacyjnych funduszy inwestycyjnych koszty organizacji i obsługi procesów sekurytyzacji powinny maleć.

Literatura

- Jaroński P., *Gdzie jesteś sekurytyzacja?*, „Bank” 2005, nr 2.
 Jóźwiak S., Wiśniewski P., *Europejski rynek sekurytyzacji*, „Bank” 2003, nr 9.
 Młodzianowska J., *Najlepszy pośrednik na polskim rynku*, Konferencja Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce, Warszawa 2004; www.kpf.pl.
Nowe regulacje bankowe, Narodowy Bank Polski, Warszawa, październik 2004.
 Pyka I., *Ryzyko kredytowe w procesie sekurytyzacji aktywów przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, T. 2, red. W. Pluta, Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław 2003.
 Styn I., *Zastosowanie sekurytyzacji aktywów w Polsce*, [w:] *Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej*, T. III: *Bankowość*, red. R. Szewczyk, Kraków 2004.
 Ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, DzU 2004 nr 146, poz. 1546.
 Zdzieborski R., Mężykowski M., *Jak nie sekurytyzować*, „Bank” 2003, nr 10.
 Sekurytyzacja.pl; www.sekurytyzacja.pl.

INVESTMENT FUNDS IN THE PROCESSES OF RECEIVABLES SECURITIZATION IN POLAND

Summary

Securitization is one of the most dynamically developing financial technique the European Union capital markets. In Poland such a kind of transaction is not widely spread. In practice there were conducted just few securitization processes, mostly related to receivables created by medical services entities. When analyzing the main barriers of securitization in Poland, one has to take into consideration the lack of concise law regulations, the complicated nature of securitization itself and high costs of receivables trade agency. To omit the largest obstacles in developing the securitization in Poland, in the year 2004 Polish Parliament voted the new investment funds act and an amendment of the Polish banking law. These two acts implement new solutions enhancing securitization of banking assets and enable establishing the securitization funds participating in securitization processes as SPV. This paper presents essential aspects of functioning of such funds and focuses on main advantages as well as problems of their financing and investing activities.