

Michał Buszko

PRAWNE ORAZ INSTYTUCJONALNE UWARUNKOWANIA ROZWOJU SEKURTYZACJI WIERZYTELNOŚCI W POLSCE

WSTĘP

Od połowy lat 90. XX w. w Polsce obserwowane jest zjawisko dynamicznego rozwoju rynku finansowego. Rozwój ten charakteryzuje się wzrostem liczby i wartości zawieranych transakcji, częstym wprowadzaniem nowych rodzajów instrumentów finansowych, dywersyfikacją inwestorów, a także pojawianiem się nowych instytucji pośredniczących w transferze kapitału. Szybkie tempo zmian, połączone z wprowadzaniem regulacji wzorowanych na rozwiązaniach z krajów wysoko rozwiniętych sprawiło, iż rynek finansowy w Polsce już pod koniec lat 90. stał się jednym z najbardziej bezpiecznych i atrakcyjnych miejsc inwestowania w Europie Środkowowschodniej. Fakt wejścia Polski do Unii Europejskiej dodatkowo ugruntował jego silną pozycję w tej części Europy oraz zwiększył zainteresowanie nim ze strony instytucji finansowych funkcjonujących w skali globalnej.

Chociaż pod wieloma względami polski rynek finansowy przypomina wysoko rozwinięte rynki ze „starych” krajów UE, to nadal można wyróżnić kilka jego segmentów, które pozostają dopiero w początkowej fazie rozwoju. Jednym z nich jest z pewnością sekurytyzacja aktywów. Wymieniona technika obrotu wierzytelnościami, pomimo znaczącego upowszechnienia w krajach Europy Zachodniej i USA, była dotychczas realizowana w polskiej praktyce gospodarczej jedynie incydentalnie. Na taki stan rzeczy wpływały przede wszystkim: brak odpowiednich regulacji prawnych, brak doświadczenia oraz wiedzy w zakresie realizacji złożonych transakcji finansowych, mała wartość aktywów nadających się do konwersji, a także brak instytucji pośredniczących w obrocie wierzytelnościami. Dodatkowe utrudnienie stwarzał skomplikowa-

ny tryb jej realizacji oraz wysokie koszty. Wyszczególnione bariery natury instytucjonalno-prawnej oraz ekonomicznej sprawiły, iż do 2005 r. w Polsce przeprowadzono jedynie kilka transakcji o wartości od 4,3 do 100 mln zł, których podstawę stanowiły wierzytelności z tytułu dostaw środków farmaceutycznych i materiałów medycznych oraz z tytułu leasingu¹. Znamienny był przy tym fakt, iż inicjatorami sekurytyzacji w Polsce nie były banki komercyjne, które ze względu na posiadane duże pakiety jednorodnych aktywów, specjalistyczną wiedzę oraz znaczny potencjał finansowy powinny być dominującą grupą aranżerów.

Generalnie, likwidacja najważniejszych prawnych oraz instytucjonalnych przeszkód w rozwoju rozważanej techniki finansowej nastąpiła wraz z dostosowywaniem polskiego prawa finansowego do rozwiązań przyjętych na wspólnym rynku europejskim. Dzięki nowelizacji ustawy – Prawo bankowe oraz uchwaleniu nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych, w Polsce stworzone zostały nowe, dogodne warunki jej rozwoju. Ze względu na duże znaczenie i rozległość wprowadzonych zmian, autor niniejszego opracowania podjął się syntetycznego przedstawienia nowych regulacji prawnych odnoszących się do sekurytyzacji wierzytelności w Polsce oraz oceny szans, a także barier rozwoju tej sfery finansów wynikających z nowych przepisów

ISTOTA TRANSAKCJI SEKURYTYZACYJNYCH

Sekurytyzacja stanowi złożoną transakcję finansową, której istotą jest zamiana strumieni płatności generowanych przez wyodrębnioną pulę aktywów na papiery wartościowe². W transakcji sekurytyzacyjnej uczestniczą zazwyczaj: inicjator (aranżer), podmiot specjalnego przeznaczenia (spółka celowa, SPV) oraz inwestorzy nabywający udziałowe lub dłużne papiery wartościowe, określane mianem ABS (Asset-Backed-Securities) lub MBS (Mortgage-Backed-Securities). W praktyce procesy te obsługiwane są dodatkowo przez: banki komercyjne pełniące rolę depozytariuszy, banki inwestycyjne odpowiadające za obsługę emisji papierów wartościowych, firmy świadczące doradztwo prawne i finansowe oraz agencje ratingowe. Proces sekurytyzacji rozpoczyna się od pogrupowania przez inicjatora (aranżera) wierzytelności w jednorodne pakiety (pule). Po wyodrębnieniu pul inicjator przenosi wierzytelności lub wynikające z nich pożytki na podmiot specjalnego przeznaczenia (spółkę ce-

¹ Serwis internetowy Sekurytyzacja.pl, www.sekurytyzacja.pl

² W. L. Jaworski, Z. Zawadzka (red.), *Bankowość*, Poltext, Warszawa 2001, s. 69.

lową, podmiot emisyjny, SPV) funkcjonujący w formie spółki kapitałowej lub funduszu inwestycyjnego³. Wymieniony podmiot powinien być w szczególności sposobem zabezpieczony przed upadłością, a jego działalność powinna prowadzić się wyłącznie do nabywania wierzytelności i emitowania papierów wartościowych. W kolejnym etapie podmiot specjalnego przeznaczenia na bazie wyodrębnionych wierzytelności dokonuje emisji papierów wartościowych (ABS lub MBS)⁴, a środki pozyskane z ich sprzedaży przeznacza na pokrycie zobowiązań z tytułu nabywanych aktywów lub praw z nich wynikających. W dalszej kolejności następuje spłata przez dłużników sekurytyzowanych wierzytelności, co pozwala na wykupienie wyemitowanych papierów wartościowych oraz osiągnięcie zysku przez SPV i jego inwestorów.

W praktyce transakcje sekurytyzacyjne mogą być realizowane w różnych celach. Po pierwsze, inicjator tego procesu ma możliwość odzyskania środków pieniężnych zamrożonych w wierzytelnościach, co wpływa na poprawę jego płynność finansowej. Po drugie, sekurytyzacja umożliwia wysięgowanie z bilansu wybranych wierzytelności, powodując wzrost rentowności pozostałych aktywów. Po trzecie, transakcja ta umożliwia transformację środków z inwestycji nisko dochodowych w bardziej zyskowne, wpływając na podniesienie wskaźnika rentowności kapitału własnego. Po czwarte, podmioty gospodarcze mogą dzięki niej obniżyć koszt kapitału, w szczególności gdy funkcjonują w branży o znacznym ryzyku, ale posiadają portfele jednorodnych aktywów o wysokiej jakości. Sekurytyzacja jest również instrumentem finansowym sprzyjającym efektywnemu zarządzaniu aktywami i pasywami instytucji finansowych. Transakcje tego typu mogą być stosowane przykładowo w celu efektywnego dopasowywania terminów spłat kredytów i depozytów. Mogą one służyć zamianie w portfelach banków należności „zagrożonych” na „normalne”, zamianie oprocentowania należności ze stałego na zmienne i odwrotnie, pozyskaniu środków na sfinansowanie potrzeb inwestycyjnych bądź przeliczeniu ryzyka kredytowego na inne podmioty. Inną zaletą transakcji sekurytyzacyjnych jest możliwość poprawy wskaźnika adekwatności kapitało-

³ Przeniesienie wierzytelności może nastąpić za pomocą umowy cesji, nowacji lub subpartycypacji, przy czym wybór konkretnej umowy będzie decydował o bilansowym lub pozabilansowym charakterze sekurytyzacji.

⁴ Na wysokorozwiniętych rynkach finansowych papiery tego typu emitowane są przede wszystkim na podstawie kredytów i pożyczek zabezpieczonych hipoteką, kredytów udzielonych posiadaczom kart kredytowych, obligacji komercyjnych bądź skarbowych oraz kredytów samochodowych. Zob. I. Styn, *Zastosowanie sekurytyzacji aktywów w Polsce*, [w:] R. Szewczyk (red.), *Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej*, t. III: *Bankowość*, Kraków 2004, s. 303.

wej oraz obniżenia zaangażowania w tzw. „duże” kredyty, koncentrujące powyżej 10% funduszy własnych banków.

Oceniając sekurytyzację z punktu widzenia inwestorów nabywających papiery wartościowe zabezpieczone wierzytelnościami, można stwierdzić, iż technika ta stwarza relatywnie dobre warunki lokowania środków finansowych, zwłaszcza ze względu na duży zakres możliwych do wyemitowania instrumentów typu ABS. W przypadku papierów sekurytyzacyjnych nawet pojedyncze ich emisje mogą charakteryzować się zmiennymi parametrami finansowymi, dostosowanymi do potrzeb wielu grup inwestorów⁵. Z drugiej jednak strony należy mieć na uwadze, iż złożoność transakcji sekurytyzacyjnych wpływa na znaczny poziom ryzyka, które przejmują na siebie inwestorzy. Istotnymi czynnikami określającymi ryzyko papierów typu ABS jest kondycja finansowa dłużników, potencjalna niewypłacalność aranzera lub podmiotu SPV, a także niekorzystna zmiana warunków rynkowych. O bezpieczeństwie inwestowania w instrumenty sekurytyzacyjne decydują niewątpliwie prawne zabezpieczenia podmiotu SPV na wypadek upadłości oraz ubezpieczenie emisji papierów wartościowych⁶. Ważną rolę odgrywa również nadanie oceny inwestycyjnej (*credit rating*), informującej inwestorów o skali ponoszonego ryzyka.

PRAWNE BARIERY SEKURTYZACJI WIERZYTELNOŚCI W POLSCE

Do kwietnia 2004 r. polskie prawo nie zawierało przepisów definiujących sekurytyzację aktywów oraz określających procedury jej realizacji. Przed tą datą procesy konwersji wierzytelności mogły być przeprowadzane jedynie na podstawie dwóch odrębnych instytucji cywilnoprawnych, tzn. cesji oraz emisji papierów wartościowych, chociaż samo połączenie tych czynności nie oznaczało, iż dana transakcja była sekurytyzacją w ścisłym tego słowa znaczeniu. Cechą wyróżniającą sekurytyzację od innych technik obrotu wierzytelnościami musiała być bowiem duża liczba zawieranych umów cesji oraz utworzenie specjalnego podmiotu, którego podstawową funkcją było nabywanie wierzytelności oraz emisja papierów wartościowych.

Banki komercyjne, w odróżnieniu od innych podmiotów gospodarczych, mogły realizować sekurytyzację za pośrednictwem banków hipotecznych,

⁵ Serwis internetowy Sekurytyzacja.pl, www.sekurytyzacja.pl

⁶ I. Pyka, *Ryzyko kredytowe w procesie sekurytyzacji aktywów przedsiębiorstwa*, [w:] W. Pluta (red.), *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, Prace naukowe AE we Wrocławiu Nr 974, Wrocław 2003, s. 151.

funkcjonujących jako SPV. Banki tego typu, działające na podstawie przepisów ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych z 29 sierpnia 1997 r.⁷, były uprawnione do nabywania zabezpieczonych hipoteką wierzytelności innych banków i emitowania na ich podstawie specyficznych instrumentów finansowych, tzn. listów zastawnych. Jednak bardzo wąski zakres nabywanych wierzytelności, istotne ograniczenia co do wartości emitowanych listów zastawnych oraz brak rynku wtórnego dla tych papierów wartościowych spowodowały, iż banki hipoteczne nie odegrały większej roli w procesie konwersji wierzytelności banków komercyjnych. Dodatkowy problem w upowszechnieniu sekurytyzacji wierzytelności bankowych stwarzały przepisy samej ustawy – Prawo bankowe z 29 sierpnia 1997 r.⁸ która zakazywała udzielania informacji stanowiących tajemnicę bankową w związku z cesją wierzytelności na inny podmiot, w tym również bank. Dzięki takiemu rozwiązaniu, przeprowadzenie sekurytyzacji wymagało otrzymania od każdego dłużnika pisemnej zgody na ujawnienie danych objętych tajemnicą, czyniąc transakcję niezwykle trudną i kosztowną.

Ograniczenia zakresu działalności banków hipotecznych, mało płynny rynek listów zastawnych, a także istniejące problemy związane z transferem wierzytelności spowodowały, iż upowszechnienie sekurytyzacji aktywów w Polsce mogło nastąpić jedynie poprzez wprowadzenie nowych, spójnych regulacji prawnych, obejmujących zarówno sektor bankowy, jak i rynek kapitałowy. Perspektywa członkostwa Polski w Unii Europejskiej, a tym samym włączenia polskiego rynku finansowego do wspólnego rynku europejskiego, spowodowała przyspieszenie prac nad zmianą przepisów w wielu obszarach usług finansowych. Dla rozwoju sekurytyzacji kluczowe znaczenie miały: ustawa o zmianie ustawy – Prawo bankowe oraz zmianie innych ustaw z 1 kwietnia 2004 r.⁹, a także nowa ustawa o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 r.¹⁰

SEKURYTYZACJA Z UDZIAŁEM SPÓŁEK KAPITAŁOWYCH (PODMIOTÓW EMISYJNYCH)

Nowelizacja ustawy – Prawo bankowe z 1 kwietnia 2004 r. wprowadziła przepisy zezwalające bankom na przenoszenie jednolitych rodzajowo wierzytelności na spółkę kapitałową (podmiot emisyjny) w celu emisji papierów

⁷ Dz.U. z 1997 r., Nr 140, poz. 940.

⁸ Dz.U. z 1997 r., Nr 140, poz. 939.

⁹ Dz.U. z 2004 r., Nr 91, poz. 870.

¹⁰ Dz.U. z 2004 r., Nr 146, poz. 1546.

wartościowych zabezpieczonych przenoszonymi wierzytelnościami. Przepisy te po raz pierwszy określały istotę rozważanej techniki finansowej, aczkolwiek sama ustawa nie wprowadziła pojęcia „sekurytyzacja”¹¹. W znowelizowanym prawie ustawodawca zastrzegł m.in., że podmiot SPV nie może być powiązany organizacyjnie lub kapitałowo z bankiem inicjującym transakcję, a przedmiotem jego działalności może być wyłącznie nabywanie wierzytelności, emisja papierów wartościowych oraz wykonywanie czynności z tym związanych. Bankom zabroniono nabywania wierzytelności przeniesionych uprzednio na podmiot emisyjny, przyjmowania na siebie odpowiedzialności wobec nabywców sekurytyzacyjnych papierów wartościowych oraz nabywania papierów wartościowych wyemitowanych przez jakikolwiek podmiot emisyjny, które zabezpieczone byłyby wierzytelnościami zbytymi uprzednio na rzecz podmiotu emisyjnego.

Ustawodawca zezwolił na częściowy odkup wierzytelności uprzednio przeniesionych na SPV jedynie w takim przypadku, kiedy podmiot emisyjny zaspokoi wszystkie zobowiązania z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych, wierzytelności te zaklasyfikowane zostaną do kategorii „normalnych” oraz ich wartość nie przekroczy 10% wartości nominalnej wierzytelności stanowiących podstawę emisji sekurytyzacyjnych papierów wartościowych. Oprócz sprecyzowania warunków realizacji sekurytyzacji, rozważana nowelizacja wniosła także istniejącą dotychczas główną barierę, tzn. konieczność uzyskania zgody dłużnika na ujawnienie informacji stanowiących tajemnicę bankową. Tym samym cesja wierzytelności banku na podmiot emisyjny mogła być przeprowadzana już bez poważniejszych ograniczeń. Poza swobodnym przenoszeniem wierzytelności na podmiot SPV, banki zostały zwolnione z zachowania tajemnicy w związku z kupnem i sprzedażą wierzytelności (w sytuacji gdy drugą stroną transakcji był bank), a w przypadku sprzedaży wierzytelności zaklasyfikowanych do kategorii „stracone”, informacje stanowiące tajemnicę bankową mogły być ujawniane podmiotom nie będącym bankami.

SEKURYTYZACJA Z UDZIAŁEM FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Przedstawione powyżej przepisy prawa bankowego, określające warunki sekurytyzacji wierzytelności z udziałem spółki kapitałowej, obowiązywały je-

¹¹ A. Jakubiak, *Sekurytyzacja w świetle prawa polskiego*, [w:] *Nowe regulacje bankowe*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2004, s. 46.

dynie przez trzy miesiące. W dniu 1 lipca 2004 r. weszła w życie nowa ustawa o funduszach inwestycyjnych, która nie tylko istotnie zmieniała warunki tworzenia, funkcjonowania i likwidacji towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI) oraz samych funduszy, dając możliwość powoływania podmiotów inwestujących wyłącznie w wierzytelności, ale także wprowadzała szereg zmian do polskiego prawa bankowego. Na mocy tej ustawy banki w Polsce zostały uprawnione do zawierania z towarzystwami funduszy inwestycyjnych tworzącymi fundusze sekurytyzacyjne lub bezpośrednio z funduszami sekurytyzacyjnymi umów przelewu wierzytelności bądź umów o subpartycypację. Fundusze inwestycyjne stały się zatem drugim rodzajem instytucji mogących pełnić rolę pośrednika SPV, przy czym, w odróżnieniu od spółek kapitałowych, otrzymały one przywilej zawierania umowy o subpartycypację. Subpartycypacja była przy tym nowym rozwiązaniem prawnym w Polsce, wprowadzonym dla potrzeb sekurytyzacji przez ustawę o funduszach inwestycyjnych.

Analizując konstrukcję subpartycypacji, można stwierdzić, iż stanowi ona specyficzny rodzaj umowy, w której inicjator sekurytyzacji lub uprawniony z sekurytyzowanych wierzytelności przenosi na fundusz sekurytyzacyjny wszelkie świadczenia otrzymywane z aktywów lub pul aktywów podlegających sekurytyzacji¹². Świadczenia z wyodrębnionych w transakcji aktywów obejmują przy tym: kwoty główne, odsetki oraz kwoty uzyskane dzięki realizacji zabezpieczeń. Umowa o subpartycypację nie może zawierać klauzul o zapłacie w ratach lub o odroczeniu zapłaty za świadczenia oraz musi być sporządzona na piśmie.

Na tle cesji subpartycypacja wyróżnia się tym, iż nie powoduje wysięgowania wierzytelności z bilansu inicjatora, co oznacza, iż formalnie funkcjonuje on nadal jako wierzyciel w stosunku do kredytobiorców. Tym samym subpartycypacja nie powoduje rozdzielenia ryzyka niewypłacalności aranżera od ryzyka kredytowego dłużników. Umowa ta wydaje się jednak szczególnie użytecznym rozwiązaniem w warunkach sekurytyzowania masowych wierzytelności zabezpieczonych zastawem bądź hipoteką. Jej użycie wydaje się uzasadnione również w sytuacji przenoszenia „trudnych” wierzytelności bankowych, w stosunku do których bank ma możliwość wykorzystania uprawnienia do wystawienia bankowego tytułu egzekucyjnego. Uprawnienie funduszy inwestycyjnych do pełnienia roli SPV wiązało się z wprowadzeniem do prawa bankowego przepisów zakazujących nabywania wierzytelności oraz praw do świadczeń z określonej puli wierzytelności lub z określonych wierzytelności

¹² Realizacja sekurytyzacji wierzytelności bankowych poprzez subpartycypację wymaga prowadzenia przez bank rejestru wierzytelności podlegających subpartycypacji.

przeniesionych uprzednio na TFI lub fundusz¹³. Bankom nie zezwolono także na nabywanie certyfikatów inwestycyjnych ani obligacji funduszy sekurytyzacyjnych, lokujących środki pieniężne w ich wierzytelności lub korzyści z tytułu tych wierzytelności.

Dla potrzeb sekurytyzacji z udziałem funduszy inwestycyjnych banki zostały uprawnione do udzielania informacji stanowiących tajemnicę bankową. Informacje takie mogły być również ujawniane w przypadku zawierania umów o nadanie oceny inwestycyjnej sekurytyzowanym wierzytelnościom bądź ubezpieczenia od ryzyka niewypłacalności dłużników. W odróżnieniu od sekurytyzacji z udziałem spółki kapitałowej, bankom narzucony został wymóg uzyskania: zgody dłużnika na dokonanie przelewu wierzytelności na fundusz, zgody dłużnika z tytułu zabezpieczenia wierzytelności, a także otrzymania oświadczenia dłużnika o poddaniu się egzekucji na rzecz funduszu sekurytyzacyjnego.

Przedstawione powyżej ograniczenia pojawiły się w toku prac nad ustawą o funduszach inwestycyjnych, która w początkowej wersji zakładała przyznanie tym podmiotom sekurytyzacyjnego tytułu wykonawczego, stanowiącego podstawę do nadania sądowej klauzuli wykonalności. Ostatecznie, ze względu na ochronę interesu dłużników, zrezygnowano z nadania funduszom tak daleko idących uprawnień, ale pozostawiono warunek o konieczności uzyskania zgody na transfer wierzytelności. Sekurytyzacja wierzytelności bankowych przy wykorzystaniu cesji stała się tym samym bardzo trudna do zrealizowania w praktyce. Jeżeli dodatkowo pod uwagę weźmie się ograniczenia wynikające z subpartycypacji, w tym brak możliwości szybkiej poprawy wyników finansowych oraz brak wzrostu współczynnika wypłacalności, można wnioskować, iż przyszły rozwój sekurytyzacji z udziałem banków i funduszy może stać pod znakiem zapytania. Jednocześnie banki mogą być bardziej zainteresowane prostą sprzedażą należności, niż ich konwersją na papiery wartościowe.

FUNDUSZE INWESTYCYJNE JAKO NOWI POŚREDNICY W PROCESACH SEKURYTYZACJI

Według nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych fundusze sekurytyzacyjne mogą być tworzone jedynie w formie tzw. funduszy zamkniętych, emi-

¹³ Bank może odkupić część wierzytelności przeniesionych wcześniej na towarzystwo lub fundusz pod warunkiem zaspokojenia przez te podmioty wszystkich zobowiązań wynikających z wyemitowanych papierów wartościowych, zaklasyfikowania należności do kategorii „normal-

tujących certyfikaty inwestycyjne. Ustawa zezwala przy tym na tworzenie ich w dwóch różnych odmianach, tzn. funduszy standaryzowanych oraz niestandaryzowanych. Oba rodzaje różnią się dopuszczalnym poziomem ryzyka inwestycyjnego oraz docelową grupą inwestorów. 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 otrzymany od inicjatora sekurytyzacji z jednej puli wierzytelności. W praktyce możliwe jest odstępstwo od podanej powyżej zasady, ale pod warunkiem, iż statut funduszu przewiduje inwestowanie aktywów danego subfunduszu w kilka pul wierzytelności oraz 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. 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 emitowane są dla konkretnych klientów instytucjonalnych, a nie dużej liczby drobnych inwestorów.

Zarówno w funduszach standaryzowanych, jak i niestandaryzowanych 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. Jest to niewątpliwie czynnik zachęcający do nabywania sekurytyzacyjnych papierów wartościowych przez różne grupy inwestorów.

nych” oraz ograniczenia ich wartości do 10% wartości nominalnej wierzytelności stanowiących podstawę emisji certyfikatów inwestycyjnych.

Porównując fundusze sekurytyzacyjne do innych rodzajów funduszy inwestycyjnych w Polsce, można zauważyć bardzo zawężony katalog aktywów, jakie może nabywać ten pierwszy rodzaj podmiotów. Inwestycje tej grupy sprowadzają się w zasadzie do wierzytelności, dłużnych papierów wartościowych, depozytów bankowych oraz instrumentów rynku pieniężnego lub jednostek uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego. Fundusze sekurytyzacyjne nie mogą również udzielać pożyczek, poręczeń i gwarancji. Niemniej jednak, podmioty te otrzymały pewne specjalne uprawnienia, aby zachęcić inwestorów do nabywania wyemitowanych przez nie certyfikatów. Przykładowo księgom rachunkowym i wyciągom z ksiąg, podpisanym przez osoby upoważnione do składania oświadczeń w zakresie praw i obowiązków majątkowych funduszu oraz opatrzonych pieczęcią towarzystwa zarządzającego funduszem, a także wystawionym w taki sposób innym oświadczeniom, nadano moc prawną dokumentów urzędowych, stanowiących podstawę do dokonywania wpisów w księgach wieczystych i rejestrach publicznych. Określona została też stała opłata w wysokości 100 zł z tytułu wprowadzenia zmian w księgach wieczystych lub rejestrze zastawów w przypadku nabycia przez fundusz wierzytelności lub ich pul zabezpieczonych hipoteką lub zastawem.

SEKURYTYZACJA AKTYWÓW W POLSKIEJ PRAKTYCE GOSPODARCZEJ

Nowelizacja prawa bankowego z 1 kwietnia 2004 r., a także nowa ustawa o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 r., dająca możliwość tworzenia funduszy sekurytyzacyjnych, przyczyniły się niewątpliwie do likwidacji wielu barier hamujących rozwój obrotu wierzytelnościami w Polsce. W ciągu roku od wejścia w życie nowych przepisów w Polsce dało się zauważyć wzmożone zainteresowanie konwersją wierzytelności na papiery wartościowe. Niemniej jednak głównymi zainteresowanymi były firmy windykacyjne, a nie same banki, które stosunkowo sceptycznie podeszły do przeprowadzania transakcji sekurytyzacyjnych.

Wydaje się, iż ich postawa mogła wynikać z trzech przyczyn. Po pierwsze, do połowy 2005 r. nierozwiązana pozostała kwestia opodatkowania podatkiem od towarów i usług obrotu wierzytelnościami, czyniącego sekurytyzację nieopłacalną dla tej grupy podmiotów¹⁴. Po drugie, banki miały w tym czasie możliwość relatywnie łatwego pozyskiwania taniego kapitału w formie depo-

¹⁴ S. Antkiewicz, *Nowa gałąź prawa*, Gazeta Bankowa 22–28 sierpnia 2005.

zytów, co zniechęcało je do stosowania złożonych i droższych technik finansowania działalności. Po trzecie, ograniczone zainteresowanie banków mogło wynikać z trudności uzyskania ze sprzedaży niepracujących aktywów wpływów wyższych od korzyści podatkowych, możliwych do osiągnięcia w przypadku uprawdopodobnienia się ich nieściągalności.

Ogólnie, w okresie jednego roku od wejścia w życie nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych Komisja Papierów Wartościowych i Giełd wydała łącznie trzy zezwolenia na utworzenie niestandardyzowanych sekurytyzacyjnych funduszy inwestycyjnych. Zezwolenia otrzymały: BPH TFI SA, Intrum Justitia TFI SA oraz PKO/CREDIT SUISSE TFI SA¹⁵. Pierwszy z funduszy utworzony został na zlecenie spółki windykacyjnej KRUK SA. Drugi założyło towarzystwo specjalnie powołane w celu handlu wierzytelnościami bankowymi, w tym przede wszystkim przeterminowanymi należnościami detalicznymi, wierzytelnościami zabezpieczonymi ruchomościami, a także wierzytelnościami hipotecznymi. Trzeci fundusz założony został na zlecenie banku inwestycyjnego Credit Suisse First Boston oraz czeskiej spółki zajmującej się zarządzaniem inwestycjami Reform Capital¹⁶ i do sierpnia 2005 r. jako jedyny został zarejestrowany w Polsce. Na dzień 23 sierpnia 2005 r. wartość jego aktywów wyniosła 193,5 tys. zł¹⁷. Wszystkie trzy towarzystwa występujące do KPWiG o powołanie funduszy sekurytyzacyjnych zdecydowały się na utworzenie jednostek niestandardyzowanych, emitujących certyfikaty jedynie dla tzw. inwestorów kwalifikowanych.

ZAKOŃCZENIE

Znowelizowanie polskiego prawa bankowego oraz uchwalenie nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych, zezwalającej na tworzenie funduszy sekurytyzacyjnych, wydają się niezwykle ważnymi osiągnięciami służącymi upowszechnieniu sekurytyzacji, a tym samym rozwojowi całego rynku finansowego w Polsce. Procesy sekurytyzacyjne, pomimo początkowego stadium ich rozwoju, mają szansę stać się ważnym źródłem finansowania działalności nie tylko instytucji finansowych, ale i firm telekomunikacyjnych, zakładów energetycznych, przedsiębiorstw transportowych czy innych podmiotów generujących masowe płatności za dostawy produktów lub usług.

¹⁵ Dane: Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, www.kpwig.gov.pl

¹⁶ Spółka Reform Capital przeprowadziła w Polsce pierwszą transakcję wykupu trudnych wierzytelności o wartości ponad 150 mln zł od Deutsche Banku PBC SA.

¹⁷ www.pko-cs.pl

Sekurytyzacja może także służyć rozwojowi w Polsce rynku pieniężnego oraz kapitałowego poprzez dostarczenie nowych krótko- i długoterminowych instrumentów finansowych o dużej elastyczności form i terminów płatności. Certyfikaty inwestycyjne wyemitowane przez fundusze sekurytyzacyjne i dopuszczone do publicznego obrotu wpłyną niewątpliwie na wzbogacenie oferty GPW w Warszawie oraz zwiększą jej atrakcyjność zarówno wśród inwestorów krajowych, jak i zagranicznych. Dzięki tego typu instrumentom finansowym, w wierzytelności będą mogły inwestować także otwarte fundusze emerytalne, które nie mogą bezpośrednio nabywać tego typu aktywów. Można sądzić, iż sekurytyzacja w Polsce będzie rozwijała się wraz ze wzrostem zainteresowania alternatywnymi formami pozyskania kapitału, poszukiwaniem coraz bardziej dochodowych inwestycji oraz upowszechnieniem aktywnego zarządzania ryzykiem finansowym. Na upowszechnienie sekurytyzacji wpłynąć może również zaostrzenie norm ostrożnościowych w sektorze bankowym, powodujących konieczność wdrażania w bankach coraz bardziej efektywnych metod zarządzania aktywami i pasywami.

W rozwoju tej techniki finansowej może pomóc również coraz większe umiędzynarodowienie polskiego rynku bankowego oraz konkurencja ze strony instytucji finansowych z krajów UE. Niewątpliwym wpływem na rozwój sekurytyzacji w Polsce będzie miało tempo wzrostu rynku kredytów hipotecznych, a także rozwój podmiotów oferujących masowe usługi w zakresie telekomunikacji, energetyki czy transportu. Wzrost przychodów ze sprzedaży przedsiębiorstw tego typu będzie sprzyjał powstawaniu jednorodnych pul wierzytelności nadających się do transakcji sekurytyzacyjnych¹⁸.

Oprócz wskazania licznych szans rozwoju sekurytyzacji wierzytelności w Polsce, należy również zwrócić uwagę na istniejące w dalszym ciągu bariery upowszechnienia tego procesu.

Pierwszą z nich jest niewątpliwie pozostawienie w prawie bankowym wymogu uzyskania zgody dłużnika na transfer wierzytelności do funduszu sekurytyzacyjnego. Ze względu na fakt, iż fundusze inwestycyjne nie mogą wystawiać sekurytyzacyjnego tytułu egzekucyjnego, rozwiązanie to nie znajduje uzasadnienia w ochronie interesu dłużnika, a przy tym praktycznie uniemożliwia realizację transakcji. Ewentualne pozostawienie tego zapisu musiałoby iść w parze z nadaniem funduszom prawa do wystawiania tytułu wykonawczego.

Drugą barierą w rozwoju sekurytyzacji może okazać się przenoszenie dużej liczby wierzytelności zabezpieczonych hipotecznie lub zastawem, wyma-

¹⁸ Zob. P. Jaroński, *Gdzie jesteś sekurytyzacja?*, Bank 2005, nr 02.

gających stosunkowo długiego czasu oczekiwania na dokonanie nowych wpisów w księgach wieczystych lub rejestrze zastawów.

Kolejną przeszkodą w realizacji transakcji może być brak wiedzy praktycznej wśród polskich menedżerów dotyczącej rachunkowych, podatkowych oraz prawnych aspektów sekurytyzacji. Wykorzystanie w tym przypadku zewnętrznych firm doradczych lub kancelarii prawniczych wpłynie na znaczny wzrost kosztów. Do barier rozwoju sekurytyzacji w Polsce należy zaliczyć z pewnością także brak rynku wtórnego dla papierów wartościowych ABS oraz idącą za tym trudność w rzetelnej wycenie tego typu instrumentów.

Na zakończenie warto dodać, iż pomimo istnienia wymienionych powyżej ograniczeń, wiele poważnych barier, w tym zwłaszcza natury prawnej, zostało rozwiązanych w latach 2004–2005, a wzrastające zainteresowanie tworzeniem funduszy sekurytyzacyjnych może świadczyć o istnieniu znacznych możliwości rozwoju tego obszaru finansów w Polsce.

LEGAL AND INSTITUTIONAL CONDITIONING OF THE DEVELOPMENT OF SECURITISATION LIABILITIES IN POLAND

SUMMARY

Securitization has been a quickly developing financing technique in the US and European capital markets for almost thirty years. In Poland, such kind of financial operation is still used very rarely. In practice, there have been conducted just few securitization transactions, mostly related to receivables from medical goods and services supplies. When analyzing the main barriers of securitization in Poland, one has to take into consideration the lack of concise legal regulations, the complicated nature of securitization itself and relatively high costs of agency. To omit the most severe obstacles in developing securitization in Poland, the Polish Parliament voted in the year 2004 several acts supporting the selling and transferring of receivables. The most important were: the amendment to the Polish banking law and the new investment funds act. These two acts implemented new solutions enhancing securitization of banking assets and enabled the establishing of securitization funds. Because the new regulations seem to have critical influence on the securitization development process, this paper presents theoretical and practical aspects of implementing the amended law. The paper also describes participation of investment funds and capital companies in the process of banking assets securitization.

