

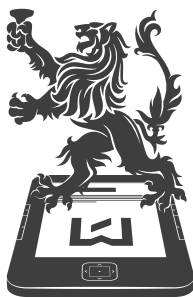
Finanse

Efektywność funduszy sekurytyzacyjnych działających na rynku polskim

Ewa Nastarowicz



**Efektywność
funduszy
sekurytyzacyjnych
działających na
rynku polskim**



WYDAWNICTWO
UNIwersYTETU
ŁÓDZKIEGO

Finanse

Efektywność funduszy sekurytyzacyjnych działających na rynku polskim

Ewa Nastarowicz



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

ŁÓDŹ 2016

Ewa Nastarowicz – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Instytut Finansów
Katedra Bankowości, 90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. nr 39

RECENZENT

Irena Pyka

REDAKTOR INICJUJĄCY

Monika Borowczyk

REDAKTOR WYDAWNICTWA UŁ

Joanna Balcerak

SKŁAD I ŁAMANIE

Munda – Maciej Torz

PROJEKT OKŁADKI

Stämpfli Polska Sp. z o.o.

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Shutterstock.com

© Copyright by Ewa Nastarowicz, Łódź 2016

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2016

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I. W.07244.15.0.M

Ark. wyd. 17,0; ark. druk. 19,625

ISBN 978-83-8088-281-2

e-ISBN 978-83-8088-282-9

<https://doi.org/10.18778/8088-281-2>

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
90-131 Łódź, ul. Lindleya 8
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. (42) 665 58 63

Spis treści

Wstęp	9
Rozdział 1	
Rynek wierzytelności i jego funkcjonowanie w warunkach polskich	13
1.1. Rynek wierzytelności	13
1.1.1. Pojęcie wierzytelności	13
1.1.2. Rodzaje wierzytelności	14
1.1.3. Klasyfikacja rynków wierzytelności	19
1.1.4. Zjawisko nieregulowania zobowiązań	21
1.2. Zarządzanie wierzytelnościami	24
1.2.1. Istota zarządzania wierzytelnościami	24
1.2.2. Działania prewencyjne	26
1.2.3. Monitoring płatności	32
1.2.4. Windykacja należności	35
1.2.5. Zakup wierzytelności	44
1.2.6. Faktoring	46
1.2.7. Forfaiting	50
1.3. Polski rynek wierzytelności	54
1.3.1. Geneza rynku wierzytelności w Polsce	54
1.3.2. Struktura polskiego rynku wierzytelności	55
1.3.3. Zjawisko nieregulowania zobowiązań na rynku polskim	59
1.3.4. Rynek wtórnego obrotu wierzytelnościami	64
Rozdział 2	
Sekurytyzacja na rynku finansowym	69
2.1. Istota i znaczenie sekurytyzacji	69
2.1.1. Definicja sekurytyzacji	69
2.1.2. Mechanizm funkcjonowania sekurytyzacji	71
2.1.3. Cechy przedmiotu sekurytyzacji	76
2.1.4. Uczestnicy transakcji	80

2.2. Transakcje sekurytyzacyjne	87
2.2.1. Rodzaje transakcji sekurytyzacyjnych	87
2.2.2. Instrumenty finansowe w procesie sekurytyzacji	94
2.2.3. Rola i znaczenie agencji ratingowych w procesie sekurytyzacji	102
2.3. Korzyści i koszty stosowania sekurytyzacji z punktu widzenia poszczególnych uczestników transakcji	109
2.3.1. Korzyści płynące z sekurytyzacji	109
2.3.2. Koszty w procesie sekurytyzacji	117

Rozdział 3

Fundusz sekurytyzacyjny jako relacja rynku bankowego z rynkiem windykacji **123**

3.1. Fundusz sekurytyzacyjny na rynku funduszy inwestycyjnych	123
3.1.1. Pojęcie funduszu inwestycyjnego	123
3.1.2. Polski rynek funduszy inwestycyjnych	124
3.1.3. Pojęcie i istota funduszu sekurytyzacyjnego	131
3.1.4. Rodzaje funduszy sekurytyzacyjnych	137
3.1.5. Warunki uzyskania zezwolenia KNF	140
3.1.6. Podmioty zainteresowane funduszami sekurytyzacyjnymi	141
3.1.7. Fundusze sekurytyzacyjne a inne fundusze inwestycyjne zamknięte	143
3.2. Ramy prawne funkcjonowania funduszy sekurytyzacyjnych w Polsce	147
3.2.1. Ustawa o funduszach inwestycyjnych	148
3.2.2. Ustawa Prawo bankowe	151
3.2.3. Pozostałe akty prawne	152
3.3. Fundusze sekurytyzacyjne w Polsce	157
3.3.1. Fundusz S-Collect	165
3.3.2. Fundusz Prokura	167
3.3.3. EGB Podstawowy	168
3.3.4. Intrum Justitia Debt Fund 1	170
3.3.5. Pozostałe fundusze sekurytyzacyjne	171

Rozdział 4

Teoria efektywności w odniesieniu do rynku funduszy inwestycyjnych **173**

4.1. Pojęcie i rodzaje efektywności	173
4.2. Efektywność funduszy inwestycyjnych	177
4.2.1. Ryzyko inwestycyjne	178
4.2.2. Wzorce odniesienia	183
4.2.3. Miary efektywności funduszy inwestycyjnych	193
4.3. Przegląd badań dotyczących efektywności funduszy inwestycyjnych	212
4.3.1. Badania dotyczące efektywności funduszy inwestycyjnych w literaturze światowej	212
4.3.2. Przegląd polskich badań dotyczących efektywności funduszy inwestycyjnych	214

Rozdział 5

Efektywność i perspektywy dalszego rozwoju polskich funduszy sekurytyzacyjnych	221
5.1. Badanie efektywności funduszy sekurytyzacyjnych	221
5.1.1. Opis badania	221
5.1.2. Badanie empiryczne poszczególnych funduszy sekurytyzacyjnych	233
5.2. Wyniki badań efektywności funduszy sekurytyzacyjnych	240
5.3. Wnioski z badań funduszy sekurytyzacyjnych a perspektywy rozwoju tych funduszy w Polsce	269
5.3.1. Dotychczasowy rozwój funduszy sekurytyzacyjnych	269
5.3.2. Perspektywy rozwoju funduszy sekurytyzacyjnych w Polsce	274
Zakończenie	283
Bibliografia	291
Spis schematów	307
Spis wykresów	309
Spis tabel	311

Wstęp

Rynek wierzycelności w Polsce to bardzo dynamicznie rozwijających się segment rynku finansowego. Przybywa na nim podmiotów, zwiększa się też zakres przedmiotowy tego rynku. Aby zdobyć jak największy udział w rynku, jego uczestnicy konkurują między sobą przede wszystkim ofertą. Pozyskują nowych klientów poprzez oferowanie kompleksowych usług – od profilaktyki (monitoring wierzycelności), poprzez zarządzanie ryzykiem, aż do pełnej oferty windykacji przedsądowej i sądowej.

Zmiany, jakie zaszły na polskim rynku wierzycelności w ostatnich latach doprowadziły do zwiększenia jego znaczenia w gospodarce. Windykacja wierzycelności, jak również kompleksowe zarządzanie nimi, stały się elementami powszechnej działalności biznesowej. Obecnie coraz więcej podmiotów zdaje sobie sprawę z roli odpowiedniego gospodarowania wierzycelnościami. Przyczyniło się do tego m.in. zmniejszenie wsparcia finansowego dla firm z zewnątrz, ze strony instytucji finansowych – w tym głównie banków. Wzrost świadomości podmiotów prowadzących działalność gospodarczą co do roli zarządzania należnościami i możliwości, jakie się z tym zarządzaniem wiążą, przekłada się na wolumen rynku wierzycelności. Podmioty prowadzące działalność gospodarczą zaczęły zdawać sobie sprawę, że odzyskiwanie należności jest kluczowym elementem dla zachowania płynności finansowej, co jest niezbędnym warunkiem przetrwania na rynku.

Wzrasta świadomość kadry zarządzającej dotycząca możliwości i korzyści płynących z zaangażowania wyspecjalizowanych podmiotów działających na rynku wierzycelności. Coraz częściej kadra zarządzająca korzysta ze wsparcia profesjonalistów, dysponujących doświadczonymi pracownikami oraz odpowiednim zapleczem informatycznym i logistycznym. Jednocześnie zwiększają się możliwości firm świadczących usługi outsourcingu windykacji. W przypadku wierzycelności przeterminowanych nastąpiły znaczne zmiany na korzyść wierzycieli – sprawy do windykacji zlecane są już w kilka tygodni, a nawet dni po terminie wymagalności, co zwiększa skuteczność ściągania należności.

Przekonanie, że warto dochodzić każdej złotówki, która należy się wierzycielowi (mając oczywiście na uwadze racje ekonomiczne) ma obecnie także wymiar wychowawczy i prewencyjny. Wpis dłużników na listy Biur Informacji Gospodarczej (BIG-ów) staje się coraz popularniejszy. Z roku na rok bazy BIG-ów powiększają się, a wykorzystywanie ich w obrotach gospodarczych daje wymierne efekty. W przypadku ignorowania niespłaconych zobowiązań w dłuższej perspektywie może to doprowadzić do zachwiania stabilności finansowej wierzyciela.

Od połowy 2007 r., wraz z pierwszymi sygnałami z rynku amerykańskiego o kryzysie, pojawiła się szansa rozwoju dla rynku windykacyjnego. Jest to charakterystyczne dla tego rynku – w momentach spowolnienia gospodarczego firmy windykacyjne zazwyczaj zwiększają swoje obroty. Ze względu na rosnące opóźnienia w regulowaniu płatności przez kontrahentów, przedsiębiorstwa kierują coraz więcej spraw do wyspecjalizowanych firm. Oczywiście jest, że w takiej sytuacji warunki windykacji są trudniejsze, a działania windykatorów utrudnione – zwłaszcza w segmencie wierzytelności gospodarczych. Obsługa narastającej liczby coraz trudniejszych zleceń jest dużym wyzwaniem dla firm windykacyjnych.

Obecna sytuacja na rynku wierzytelności wskazuje na perspektywę jego dalszego rozwoju, m.in. w zakresie obrotu wierzytelnościami (np. poprzez giełdy wierzytelności). Specjalistyczne firmy działające na rynku wierzytelności mają możliwość zwiększenia swoich udziałów poprzez angażowanie się w nowe obszary działania, np. fundusze sekurytyzacyjne. Kompleksowe usługi firm windykacyjnych są oferowane coraz szerszemu gronu klientów. Również ze strony klientów wzrasta zainteresowanie tymi usługami. Taka sytuacja będzie sprzyjać dalszemu rozwojowi tego segmentu rynku.

Jeszcze w 2010 r. wartość rynku wierzytelności w Polsce szacowało się na około 1 bln zł. Wzrost wartości wierzytelności nieregularnych, będący skutkiem spowolnienia gospodarki, przekroczył wówczas 100 mld zł, a w samym sektorze bankowym wartość należności nieregularnych przekroczyła 45 mld zł¹. Wartość nominalna wierzytelności obsługiwanych przez firmy zarządzające wierzytelnościami, zrzeszone w Konferencji Przedsiębiorstw Finansowych w okresie od końca 2010 do I kwartału 2014 wzrosła o ok. 30% (w ujęciu rok do roku). W liczbach bezwzględnych oznacza to przyrost wartości wierzytelności o prawie 30 mld zł w ciągu tych kilku lat². Dane te świadczą o dużym potencjale rynku wierzytelności.

1 *Finansowanie rynku konsumenckiego: Raj utracony*, „Nowoczesny Bank Spółdzielczy” 2010, nr 1, s. 12.

2 *Rośnie rynek wierzytelności*, <http://www.ekonomia.rp.pl/artukul/1158471.html> (29.03.2015).

W obecnej gospodarce innowacyjne rozwiązania finansowe stwarzają szansę długotrwałego i bezpiecznego rozwoju działalności. Bankom i instytucjom finansowym takie szanse daje m.in. sekurytyzacja. Odpowiednio przygotowana i przeprowadzona transakcja sekurytyzacyjna może być efektywnym sposobem finansowania bieżącej działalności i dobrym narzędziem zarządzania ryzykiem finansowym. Polega ona na wykupie wierzytelności, przy czym środki na wykup pozyskiwane są z emisji papierów wartościowych sprzedawanych na rynku finansowym.

Firmy windykacyjne działające w Polsce, obserwując rosnące zainteresowanie banków sekurytyzacją i przewidując spadek udziału tradycyjnych transakcji sprzedaży puli aktywów niepracujących, zainicjowały w 2005 r., przy współpracy z towarzystwami funduszy inwestycyjnych, powstanie funduszy sekurytyzacyjnych. Jest to nowy rodzaj funduszy inwestycyjnych, zamkniętych na rynku polskim. Ma on swoje odpowiedniki na rynkach zagranicznych, takich jak Francja czy Belgia. W związku z tym, że sekurytyzacja w Polsce jest nadal stosunkowo nowym pojęciem, zasadne jest przeprowadzenie szczegółowych badań nad naturą tego zagadnienia i upowszechnienie wiedzy na temat funduszy sekurytyzacyjnych wśród uczestników rynku finansowego, a także dokonanie oceny wyników ich funkcjonowania.

Celem niniejszego opracowania jest ocena efektywności funduszy sekurytyzacyjnych działających na rynku polskim. W książce zaprezentowane zostaną również mechanizmy wykorzystywane na rynku wierzytelności, ze szczególnym uwzględnieniem sekurytyzacji.

Zakres badań dotyczących efektywności funduszy obejmuje fundusze sekurytyzacyjne działające na polskim rynku kapitałowym w latach od 2005 (powstanie pierwszego funduszu sekurytyzacyjnego) do 2010³. Uzupełnieniem miar oceny efektywności funduszy sekurytyzacyjnych jest analiza wskaźnikowa, w której uwzględniono fundusze sekurytyzacyjne funkcjonujące na przestrzeni lat 2005–2012. Dane do pracy pozyskane zostały z oficjalnych publikacji instytucji finansowych, podmiotów związanych z rynkiem sekurytyzacji, rynkiem funduszy inwestycyjnych, rynkiem wierzytelności oraz wielu innych podmiotów.

Ze względu na kwartalną częstotliwość wycen, przyjętą przez większość funduszy sekurytyzacyjnych, analizie poddano szeregi czasowe kwartalnych stóp zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych. Posłużyły one do

3 Badaniem zostały objęte te fundusze sekurytyzacyjne, dla których zostały udostępnione dane. Dane pozyskane dla potrzeb badania efektywności zostały udostępnione Autorce tylko do roku 2010. Od 2011 r. nie ma jednej spójnej bazy z informacjami o stopach zwrotu wszystkich funduszy sekurytyzacyjnych, działających na polskim rynku.

obliczeń wybranych miar ryzyka i efektywności. Jako wzorzec odniesienia dla funduszy sekurytyzacyjnych przyjęto indeks WIG-BANKI.

Rozdział pierwszy zawiera charakterystykę podstawowych pojęć i struktur, związanych z rynkiem wierzytelności. Omówiono zjawisko nieregulowania zobowiązań. Scharakteryzowano istotę i poszczególne etapy zarządzania wierzytelnościami, od działań prewencyjnych, poprzez monitoring płatności, aż do windykacji wierzytelności. Wskazano również na coraz większe znaczenie obrotu wierzytelnościami na rynku finansowym. Duży nacisk położono na działalność firm windykacyjnych w tym zakresie.

W rozdziale drugim usystematyzowano terminy i pojęcia dotyczące sekurytyzacji oraz przedstawiono mechanizm jej funkcjonowania. Ze względu na złożoność i różnorodność transakcji sekurytyzacyjnych omówiono różne aspekty tych transakcji. Zestawiono korzyści i koszty stosowania tej techniki dla poszczególnych uczestników procesu sekurytyzacyjnego. Scharakteryzowano również etapy nawiązywania współpracy między różnymi instytucjami rynku finansowego, które w rezultacie doprowadziły do utworzenia funduszu sekurytyzacyjnego. Wyeksponowana została współpraca banków z firmami windykacyjnymi.

Rozdział trzeci poświęcony został działalności funduszy sekurytyzacyjnych na rynku funduszy inwestycyjnych. Scharakteryzowano polski rynek funduszy inwestycyjnych, ze szczególnym uwzględnieniem funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Następnie omówiono etapy procesu sekurytyzacji z udziałem funduszy sekurytyzacyjnych. W dalszej części rozdziału przedstawiono ramy prawne funkcjonowania funduszy sekurytyzacyjnych na rynku polskim. Na koniec omówiono działalność wybranych funduszy sekurytyzacyjnych.

Rozdział czwarty prezentuje podstawowe informacje dotyczące badania efektywności funduszy inwestycyjnych. Scharakteryzowano w nim pojęcia związane z efektywnością funduszy inwestycyjnych działających na rynku kapitałowym oraz główne czynniki wpływające na efektywność funduszy inwestycyjnych, tj. ryzyko inwestycyjne i wybór wzorca odniesienia. Omówiono wybrane miary efektywności, zarówno proste, jak i uwzględniające ryzyko. Na koniec dokonano przeglądu literatury dotyczącej badań nad wynikami i efektywnością funduszy inwestycyjnych. Uwzględniono dorobek zagraniczny i polskie badania w tym zakresie.

W rozdziale piątym dokonano pomiaru wyników wybranych funduszy sekurytyzacyjnych w celu oceny efektywności tych funduszy. Rozdział ten zawiera wnioski płynące z zaprezentowanych badań, wskazuje na bariery uniemożliwiające swobodny rozwój funduszy sekurytyzacyjnych. Przedstawiono również zasadność i perspektywy dalszego rozwoju tego segmentu polskiego rynku kapitałowego.

Rozdział 1

Rynek wierzytelności i jego funkcjonowanie w warunkach polskich

1.1. Rynek wierzytelności

1.1.1. Pojęcie wierzytelności

Wierzytelności są istotnym elementem rynków finansowych. Definicja wierzytelności nie została ujęta w przepisach kodeksu cywilnego. Powszechnie przyjmuje się, że wierzytelność jest prawem podmiotowym¹. Jedne z pierwszych definicji wierzytelności w literaturze określają wierzytelność jako prawo wierzyciela do zaspokojenia oznaczonego interesu przez odpowiednie zachowanie się dłużnika².

Według A. Ohanowicza, wierzytelność i dług są dwiema stronami tego samego stosunku prawnego (zobowiązania), zależnie od tego, czy rozpatruje się go ze strony uprawnionej, czy zobowiązanej³. W. Czachórski stwierdził natomiast, że wierzytelnością jest zobowiązanie z punktu widzenia podmiotu uprawnionego, czyli wierzyciela. Wierzytelność, jako prawo podmiotowe, jest pojęciem zbiorczym, składającym się z kilku uprawnień, którym odpowiadają najczęściej pokrywające się z nimi obowiązki dłużnika⁴. Może się ono składać z jednego lub wielu roszczeń lub praw kształtujących.

S. Grzybowski uznaje wierzytelność (obok długu) za podstawowy oraz konieczny element stosunku zobowiązaniowego. W ramach tego

1 K. Frączkiewicz, *Skup i sprzedaż wierzytelności przez banki*, Warszawa 2008, s. 45.

2 R. Longchamps de Berier, *Uzasadnienie projektu kodeksu zobowiązań*, t. 1, Warszawa 1936; F. Zoll, *Zobowiązania w zarysie*, Warszawa 1948. Wiele poglądów, w tym poglądy Longchamps'a i Zolla, zdają się przesądzać, że większą uwagę należy przykładać do obowiązków obciążających dłużnika. J. Świeca, *Windykacja. Aspekty cywilnoprawne i karnoprawne*, Warszawa 2010, s. 92–93.

3 Zob. A. Ohanowicz, *Zobowiązania. Zarys według kodeksu cywilnego. Część ogólna*, Warszawa–Poznań 1965.

4 W. Czachórski (red.), *Zobowiązania. Zarys wykładu*, Warszawa 1994, s. 40.

stosunku istnieje wiele różnych uprawnień, będących przejawem prawa podmiotowego⁵. Według A. Woltera, wierzycelność jest jedną z postaci korzystania z dóbr majątkowych, przejawiającą się prawem jednego podmiotu (wierzyciela) do żądania od drugiego podmiotu (dłużnika) określonego świadczenia⁶. Z kolei Z. Radwański traktuje wierzycelność jako prototyp wszelkich praw podmiotowych względnych, polegający na tym, że wierzyciel może żądać od dłużnika świadczenia⁷.

Cechą charakterystyczną przytoczonych definicji wierzycelności jest ujmowanie tego prawa podmiotowego jako roszczenia. Zgodnie z takim podejściem, wierzycelność powstaje jako roszczenie i treściowo pokrywa się z nim. Przeciwny takiemu traktowaniu wierzycelności jest A. Klein. Według niego, pomiędzy roszczeniami a przysługującą wierzycielowi wierzycelnością istnieje związek funkcjonalny. Roszczenia są bowiem instrumentami służącymi zabezpieczeniu wykonania wierzycelności (prawa podmiotowego). Gdyby roszczenie pokrywało się z wierzycelnością, to spełnienie przez dłużnika obowiązku odpowiadającego jednemu z roszczeń musiałoby prowadzić do wygaśnięcia wierzycelności. Z reguły jednak tak się nie dzieje. Dopiero suma zachowań dłużnika jest uznawana za spełnienie świadczenia⁸.

W nowoczesnej doktrynie prawa podkreśla się prymat stosunku zobowiązaniowego nad wierzycelnością, gdzie wierzycelność rozumiana jako prawo podmiotowe sprowadza się do jednego z elementów w strukturze zobowiązaniowego stosunku prawnego⁹.

1.1.2. Rodzaje wierzycelności

Istnieje wiele rodzajów wierzycelności, w zależności od prowadzonej działalności, np. wierzycelności bankowe, ubezpieczeniowe, faktoringowe, leasingowe, wekslowe itp. Ponadto, na podstawie innych kryteriów niż prowadzona działalność, wyróżnia się np. podzielne i niepodzielne, główne i uboczne, pieniężne i niepieniężne, wynikające z umów wzajemnych itp. Schemat 1. stanowi ilustrację podstawowych rodzajów wierzycelności.

O wierzycelności mówimy, że istnieje w momencie, gdy ma miejsce stosunek prawny, z którego wierzycelność powstała. Nie ma tutaj zna-

5 Zob. S. Grzybowski, *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, Warszawa 1974.

6 Zob. A. Wolter i in., *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, Warszawa 2001.

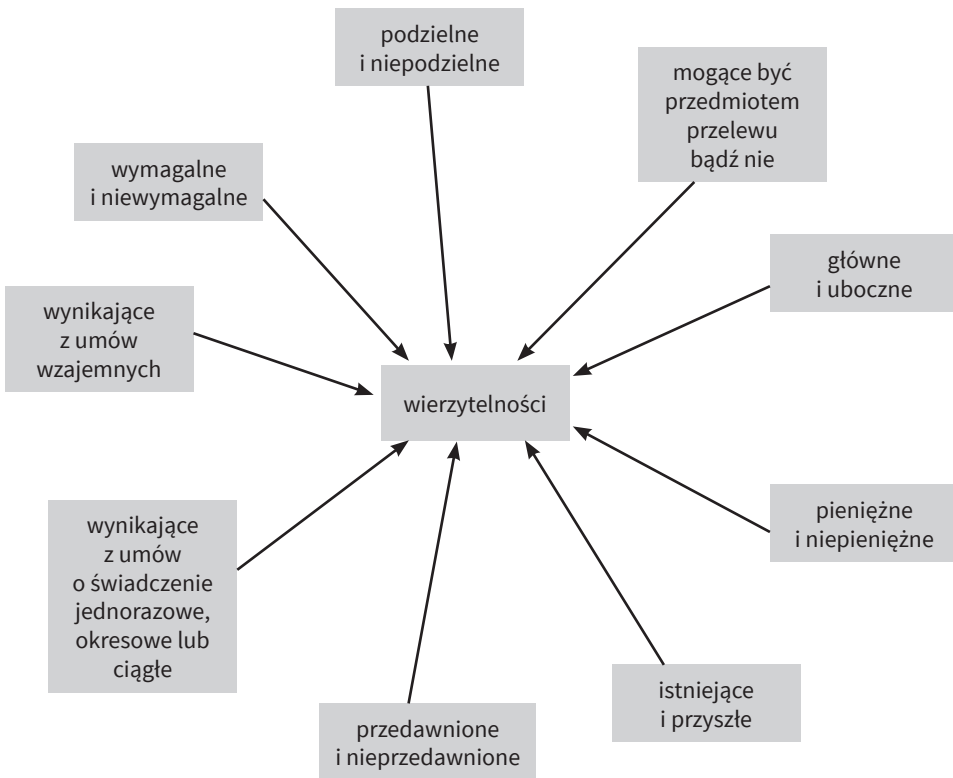
7 Zob. Z. Radwański, *Prawo zobowiązań*, Warszawa 1986.

8 O ile realizuje interes wierzyciela, u którego podstaw leży wierzycelność.

9 J. Mojak, *Obrót wierzycelnościami*, Warszawa 2004, s. 17.

czenia, czy wierzytelność jest już wymagalna, czy jeszcze nie¹⁰. Wierzytelność przyszła natomiast wyraża sytuację podmiotu poprzedzającą moment powstania na rzecz tego podmiotu wierzytelności. Sytuacja ta obejmuje zarówno popartą tylko doświadczeniem nadzieję na powstanie wierzytelności¹¹, jak również przypadki, w których niektóre normatywne przesłanki powstania wierzytelności już zostały spełnione, lecz z powodu nieziszczenia się pozostałych przesłanek wierzytelność jeszcze nie powstała¹².

Schemat 1. Rodzaje wierzytelności



Źródło: opracowanie własne.

10 K. Frączkiewicz, *Skup i sprzedaż...*, s. 46.

11 Nadzieja na powstanie wierzytelności występuje, gdy istnieje poparte doświadczeniem życiowym prawdopodobieństwo powstania wierzytelności. J. Kuropatwiński, *Umowne rozporządzenie wierzytelnościami przyszłą*, Toruń–Bydgoszcz 2007, s. 77.

12 J. Kuropatwiński, *Umowne rozporządzenie...*, s. 53.

Do wierzitelności przyszłych zalicza się wierzitelności, które¹³:

- powstaną w określonym terminie;
- powstaną w wyniku zajścia zdarzenia przyszłego i niepewnego;
- w danym momencie nie istnieją, ale występują realne podstawy do zaistnienia ich w przyszłości;
- wynikają z zawartych umów, ale świadczenie z nich wynikające będzie przysługiwać dopiero w przyszłości.

Do wierzitelności nieprzedawnionych zalicza się wierzitelności, w stosunku do których nie upłynął jeszcze termin przedawnienia. Termin ten określony jest w Kodeksie cywilnym i – o ile inne przepisy nie stanowią inaczej – wynosi dziesięć lat¹⁴. Wyjątek dotyczy roszczeń o świadczenia okresowe oraz roszczeń związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej. Tego typu roszczenia stają się przedawnione po upływie trzech lat od momentu, kiedy roszczenie stało się wymagalne. Po upływie terminu przedawnienia, wierzitelność staje się przedawniona, a dłużnik może się uchylić od spełnienia roszczenia wierzyciela. W sytuacjach określonych w art. 123 Kodeksu cywilnego bieg przedawnienia ulega przerwaniu. Do sytuacji tych zaliczamy¹⁵:

- każdą czynność przed sądem lub innym organem powołanym do rozpoznawania spraw lub egzekwowania roszczeń danego rodzaju albo przed sądem polubownym, przedsięwziętą bezpośrednio w celu dochodzenia lub ustalenia albo zaspokojenia lub zabezpieczenia roszczenia;
- uznanie roszczenia przez osobę, przeciwko której roszczenie przysługuje;
- wszczęcie mediacji¹⁶.

W sytuacji, gdy nie upłynął termin wykonania świadczenia przez dłużnika, wierzitelność określana jest jako niewymagalna. Po upływie tego terminu wierzitelność staje się wymagalna. Istnieją dwa rodzaje wierzitelności wymagalnych¹⁷:

- wierzitelności, w stosunku do których prowadzone są urzędowe działania, mające na celu wyegzekwowanie od dłużnika należności, tj. postępowanie sądowe, egzekucja wierzitelności z majątku dłużnika;
- wierzitelności, w stosunku do których nie podjęto działań zmierzających do odzyskania należności od dłużnika.

13 M. Rytwińska, *Przelew wierzitelności na zabezpieczenie*, Warszawa 2007, s. 155.

14 Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Dz. U., nr 16, poz. 93, z późn. zm., art. 118.

15 *Ibidem*, art. 123.

16 Jest to dobrowolny i poufny proces dochodzenia do rozwiązania sporu, prowadzony w obecności mediatora (osoba bezstronna).

17 K. Frączkiewicz, *Skup i sprzedaż...*, s. 46.

Jednym z kryteriów, według którego klasyfikuje się wierzytelności, jest rodzaj świadczenia. Na podstawie tego kryterium wyróżnia się wierzytelności pieniężne i niepieniężne. Wierzytelności pieniężne występują w sytuacji, gdy dłużnik zobowiązany jest do świadczenia, którego przedmiotem jest określona suma pieniędzy. Wierzytelność niepieniężna natomiast występuje, gdy wierzyciel uprawniony jest do żądania od dłużnika spełnienia świadczenia o charakterze niepieniężnym. Przykładem takiego świadczenia może być obowiązek wynikający z umowy o dzieło.

Zgodnie z definicją zawartą w Kodeksie cywilnym, wierzytelność jest podzielna, gdy świadczenie z niej wynikające może być spełnione częściowo bez istotnej zmiany przedmiotu lub wartości¹⁸. W przeciwnej sytuacji lub gdy niepodzielny charakter wierzytelności zostanie jej nadany przez strony umowy wierzytelność jest niepodzielna. W przypadku wierzytelności podzielnej, gdy istnieje kilku wierzycieli¹⁹ lub/i dłużników²⁰, zarówno wierzytelność, jak i dług dzielą się na tyle niezależnych części, ilu jest dłużników/wierzycieli.

Kolejnymi rodzajami wierzytelności są wierzytelności główne i uboczne. Wierzytelności główne są właściwym przedmiotem zobowiązania między stronami i stanowią podstawę do ustalenia wierzytelności ubocznych (koszty zastępstwa procesowego, opłaty sądowe, opłaty skarbowe itp.). Wierzytelności uboczne zależą nie tylko od wierzytelności głównej, lecz także od faktu poniesienia kosztu (opłaty) przez wierzyciela, a także od ich przyznania przez odpowiedni organ (np. sąd lub komornika). Tytuły stanowiące podstawę ustalania wysokości odsetek i tryb ich poboru w stosunkach cywilnoprawnych określają w szczególności przepisy art. 359, 360, 481²¹ i 482 Kodeksu cywilnego.

Z punktu widzenia kryterium czasu wyróżnia się wierzytelności wynikające z umów o świadczenie jednorazowe, okresowe i ciągłe. Świadczenie jednorazowe wymaga, co do zasady, pojedynczego działania. Działanie

18 Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Dz. U., nr 16, poz. 93, z późn. zm., art. 379.

19 Kilka podmiotów może być współwłaścicielami wierzytelności na zasadzie współwłasności łącznej lub wyrażonej w częściach ułamkowych.

20 W przypadku przelewu wierzytelności, cesjonariusz może żądać spełnienia świadczenia w całości lub w części od wszystkich dłużników łącznie, od kilku z nich albo od każdego z nich osobno.

21 Art. 481 Kodeksu cywilnego jest najważniejszym ustawowym tytułem do pobierania odsetek. Przewiduje on obowiązek odsetek w razie opóźnienia w spłacie przez dłużnika świadczenia pieniężnego. W takiej sytuacji odsetki należą się za samo opóźnienie niezależnie od tego, czy dłużnik popadł w zwłokę oraz bez potrzeby wykazywania przez wierzyciela, że z tytułu zwłoki poniósł jakąkolwiek szkodę.

to może się jednak składać z kilku czynności faktycznych²². Świadczenie jednorazowe może być rozłożone na raty²³. W przypadku świadczeń trwałych, zarówno okresowych, jak i ciągłych, spełnienie świadczenia wymaga działań rozłożonych w czasie²⁴. Wierzitelność wynikająca z umów o świadczenie okresowe dotyczy sytuacji, w której jedna ze stron ma do spełnienia wiele świadczeń jednorazowych w określonych umową terminach, ale suma tych świadczeń nie stanowi całości²⁵. W przeciwieństwie do wierzitelności ciągłych, wierzitelności okresowe są podzielne. Świadczenia ciągłe wymagają natomiast stałego działania przez cały okres trwania zobowiązania²⁶.

Umowa wzajemna zdefiniowana jest w Kodeksie cywilnym. Według art. 487 §2 umowa wzajemna występuje wówczas, gdy obie strony zobowiązują się w taki sposób, że świadczenie jednej z nich ma być odpowiednikiem świadczenia drugiej²⁷. Jest to specyficzna sytuacja, w której zarówno jedna, jak i druga strona jest właścicielem wierzitelności wynikającej z umowy wzajemnej (występują tutaj dwie różne wierzitelności). Świadczenia będące przedmiotem zobowiązań z umów wzajemnych powinny być spełnione jednocześnie, chyba że z umowy, z ustawy albo z orzeczenia sądu lub decyzji innego właściwego organu wynika obowiązek wcześniejszego świadczenia jednej ze stron²⁸. W przypadku odstąpienia jednej ze stron umowy, strona odstępująca zobowiązana jest zwrócić drugiej stronie otrzymane świadczenie, a druga strona dodatkowo może żądać naprawienia szkody wynikłej z niewykonania zobowiązania²⁹.

W Kodeksie cywilnym uregulowana została kwestia przeniesienia wierzitelności (cesji) na osoby trzecie³⁰. Na podstawie regulacji zawartych w Kodeksie cywilnym wyróżnia się wierzitelności mogące być przedmiotem cesji i wierzitelności niespełniające warunków niezbędnych do bycia przedmiotem cesji. Art. 509 Kodeksu cywilnego określa, jakie wierzitelności mogą być przeniesione w drodze cesji. Wierzyciel może bez zgody dłużnika przenieść wierzitelności na osobę trzecią (dokonać

22 Przykładem takiego świadczenia jest umowa o dzieło, gdzie zazwyczaj dochodzi do wykonywania dzieła przez określony czas wynikający z tej umowy.

23 Przykładem może być sprzedaż ratalna towarów.

24 Świadczenie takie nie musi mieć wyznaczonego terminu końcowego (bezterminowe).

25 Przykładem takiej umowy może być umowa najmu.

26 Świadczenia wynikające z umowy dzierżawy są przykładem świadczeń ciągłych. K. Frączkiewicz, *Skup i sprzedaż...*, s. 48.

27 Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Dz. U., nr 16, poz. 93, z późn. zm.

28 *Ibidem*, art. 488.

29 *Ibidem*, art. 494.

30 *Ibidem*, art. 509–518.

cesji wierzytelności), ale tylko w sytuacji, gdy nie zabraniają tego przepisy ustawy, zastrzeżenia umowne albo właściwości zobowiązania. Przedmiotem cesji mogą być np. wierzytelności przyszłe, wymagalne i niewymagalne, główne i uboczne, wynikające z umów wzajemnych³¹.

1.1.3. Klasyfikacja rynków wierzytelności

Najczęściej spotykana klasyfikacja segmentów rynku wierzytelności dotyczy pochodzenia wierzytelności. Według tej klasyfikacji wyróżniamy³²:

- rynek wierzytelności masowych;
- rynek wierzytelności gospodarczych.

Rynek wierzytelności masowych (konsumenckich) obejmuje zobowiązania gospodarstw domowych o stosunkowo niewielkiej wartości, takie jak: wierzytelności wynikające z faktur (np. telekomunikacyjne, za gaz, prąd), kredyty i pożyczki dla osób fizycznych, składki ubezpieczeniowe itp. Często stosowaną praktyką, w sytuacji, gdy dłużnicy nie spłacają swoich wierzytelności, jest grupowanie tych wierzytelności w pakiety o większych wartościach i odsprzedawanie firmom windykacyjnym. Tego typu wierzytelności, ze względu na niewielką wartość jednostkową, zazwyczaj nie są przedmiotem spraw sądowych. Coraz częściej stosowaną praktyką jest wpis dłużnika do Biur Informacji Gospodarczej³³.

Na **rynku wierzytelności gospodarczych (korporacyjnych)** liczba wierzytelności jest niewielka, a ich wartość jednostkowa jest wysoka. Dzięki małej liczbie wierzytelności gospodarczych, możliwa jest szczegółowa analiza pojedynczej wierzytelności w celu oszacowania ryzyka z nią związanego.

Główne różnice dotyczące działalności firm na rynku wierzytelności masowych i gospodarczych ujęto w tabeli 1.

Z punktu widzenia terminowości spłaty wierzytelności wyróżniamy:

- rynki wierzytelności regularnych (nieprzedawnionych);
- rynki wierzytelności nieregularnych (przedawnionych).

Ze względu na charakter wierzytelności wyróżnia się rynki wierzytelności:

- kredytowych;
- leasingowych;

31 K. Frączkiewicz, *Skup i sprzedaż...*, s. 50–53.

32 *Rynek zarządzania wierzytelnościami w Polsce oraz perspektywy jego rozwoju do 2014 roku*, IBnGR, Warszawa 2010, s. 11.

33 E. Szabłowska, *Polski rynek wierzytelności*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy – nowe perspektywy*, „Annales UMCS” 2010, Sectio H, t. 44, z. 2, s. 578.

- faktoringowych;
- forfaitingowych;
- wekslowych;
- inne.

Wśród wymienionych rynków największy pod względem wartości wierzycelności jest rynek wierzycelności kredytowych. Związane jest to przede wszystkim z dostępnością tej tradycyjnej formy finansowania, a także ciągle jeszcze niedostateczną wiedzą podmiotów na temat takich form finansowania, jak: leasing, faktoring, forfaiting³⁴ itp.

Z punktu widzenia terminowości spłaty kapitału lub odsetek, w ramach rynku wierzycelności kredytowych³⁵, wyróżniamy³⁶:

- wierzycelności normalne – w zależności od podmiotu będącego dłużnikiem zalicza się do nich ekspozycje kredytowe, w przypadku których opóźnienie w spłacie kapitału lub odsetek nie przekracza 12 miesięcy (Skarb Państwa), 6 miesięcy (kredyty i pożyczki detaliczne), 1 miesiąca (osoby fizyczne);
- wierzycelności pod obserwacją – ekspozycje kredytowe, w przypadku których opóźnienie w spłacie kapitału lub odsetek przekracza jeden miesiąc i nie przekracza 3 miesięcy (osoby fizyczne);
- wierzycelności poniżej standardu – ekspozycje kredytowe, w przypadku których opóźnienie w spłacie kapitału lub odsetek przekracza 3 miesiące i nie przekracza 6 miesięcy (osoby fizyczne);
- wierzycelności wątpliwe – ekspozycje kredytowe, w przypadku których opóźnienie w spłacie kapitału lub odsetek przekracza jeden rok i nie przekracza 2 lat (Skarb Państwa), przekracza 6 miesięcy i nie przekracza 12 miesięcy (osoby fizyczne);
- wierzycelności stracone – ekspozycje kredytowe, w przypadku których opóźnienie w spłacie kapitału lub odsetek przekracza 2 lata (Skarb Państwa), 6 miesięcy (kredyty i pożyczki detaliczne), 12 miesięcy (osoby fizyczne).

34 Rynki wierzycelności faktoringowych, forfaitingowych oraz leasingowych zostaną omówione w dalszych rozdziałach.

35 Dotyczy ekspozycji kredytowych wobec Skarbu Państwa oraz osób fizycznych, udzielonych na cele niezwiązane z działalnością gospodarczą lub prowadzeniem gospodarstwa rolnego. W przypadku pozostałych ekspozycji kredytowych poza kryterium terminowości spłaty kapitału lub odsetek obowiązuje jeszcze drugie kryterium – sytuacja ekonomiczno-finansowa dłużnika. Szczegółowe zestawienie zasad klasyfikacji – M. Marcinkowska, *Nowe zasady tworzenia rezerw celowych w bankach*, „Rachunkowość” 2004, nr 3.

36 Klasyfikacja ta dotyczy wierzycelności znajdujących się w portfelach banków. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 16 grudnia 2008 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków, Dz. U., nr 235, poz. 1589, z późn. zm.

Tabela 1. Różnice w funkcjonowaniu firm obsługujących rynek wierzytelności masowych oraz firm działających na rynku wierzytelności gospodarczych

	Rynek wierzytelności masowych	Rynek wierzytelności gospodarczych
Podmioty / dłużnicy	Gospodarstwa domowe	Przedsiębiorstwa i osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą
Średnia wartość wierzytelności	Niska wartość jednostkowa, zazwyczaj obrót nimi odbywa się w pakietach	Wysoka wartość jednostkowa
Metody działania firm obsługujących dany rynek	Kontakt oparty na <i>call center</i> (pośredni), wysyłanie standardowych pism do dłużników, przesyłanie pozwów sądowych, wpis dłużnika do KRD	Indywidualna analiza przypadku, kompleksowa oferta dobrana pod konkretny podmiot – od wywiadu gospodarczego, negocjacji po wnioszek o upadłość i sprawę w sądzie
Ocena ryzyka związanego z wierzytelnością	Badana jest próba a wynik uogólniany na cały pakiet wierzytelności	Badane są wszystkie wierzytelności, przeprowadzany jest wywiad gospodarczy

Źródło: opracowanie własne na podstawie R. Kowalski, *Opodatkowanie. Obrót wierzytelnościami. Windykacja 2007*, Wrocław 2007.

Wierzytelności poniżej standardu, wątpliwe i stracone należą do grupy należności zagrożonych.

1.1.4. Zjawisko nieregulowania zobowiązań

Ryzyko braku spłaty zobowiązań istnieje od zawsze, zarówno w kontaktach gospodarczych, jak i w sektorze gospodarstw domowych. Mimo tej powszechnej świadomości problem nieregulowania zobowiązań w Polsce jeszcze do niedawna był niedoceniany. Do negatywnych efektów gospodarczych zjawiska nieregulowania zobowiązań zalicza się m.in.:

- wzrost kosztów działalności gospodarczej;
- częste zatory płatnicze utrudniające funkcjonowanie, szczególnie małym i średnim przedsiębiorstwom³⁷;

³⁷ Małe i średnie przedsiębiorstwa nie dysponują kapitałem umożliwiającym kredytowanie kontrahentów. Często podmioty te nie są świadome swoich praw w dochodzeniu wierzytelności. Przykładem mogą być małe firmy (podwykonawcy) z branży budowlanej, które nie zdają sobie sprawy z możliwości dochodzenia swoich wierzytelności bezpośrednio od inwestora, w przypadku, gdy generalny

- „pułapka zadłużenia”, czyli zaciąganie nowych zobowiązań na spłatę starych długów;
- wzrost cen dóbr i usług, spowodowany przeliczeniem przez podmioty gospodarcze kosztów nieregulowanych zobowiązań na konsumentów;
- mniejsze bezpieczeństwo i brak stabilności na rynku.

Zjawisko nieregulowania zobowiązań przez przedsiębiorstwa (w sektorze B2B) dotyczy głównie niepłacenia kontrahentom za nabyte towary, materiały bądź usługi³⁸. Przyczyną tego są zazwyczaj kłopoty z płynnością. Jeżeli pojawiają się u kilku kontrahentów w tym samym czasie, to dochodzi do tzw. zatorów płatniczych³⁹, które mają poważne konsekwencje gospodarcze. Z jednej strony utrudniają prowadzenie działalności gospodarczej, a z drugiej – mogą przyczynić się do bankructwa danego przedsiębiorstwa. Zatory płatnicze stwarzają duże zagrożenie zwłaszcza dla przedsiębiorstw z sektora MSP⁴⁰, gdzie często dochodzi do utraty bieżącej płynności ze względu na brak odpowiednich rezerw kapitałowych, umożliwiających przetrwanie trudnego okresu. W skali makro takie negatywne zjawiska przyczyniają się do ograniczenia obrotu gospodarczego, spowalniając wzrost gospodarczy. Dodatkowymi konsekwencjami mogą być spadek dynamiki inwestycji oraz pogorszenie się sytuacji na rynku pracy. Państwo również odczuwa konsekwencje nieregulowania zobowiązań przez przedsiębiorstwa – przejawia się to mniejszymi wpływami do budżetu państwa.

W przypadku konsumentów, zjawisko nieregulowania zobowiązań dotyczy głównie takich obszarów, jak: sektor bankowy, pośrednictwo kredytowe, telekomunikacja, telewizja, energetyka, opłaty czynszowe, kary i mandaty. Najczęściej przyczyną nieregulowania zobowiązań wśród konsumentów są kłopoty finansowe⁴¹. Wywołane są one m.in. utratą

wykonawca nie jest w stanie spłacić długu. Szerzej: A. Jeleń, *Zgoda inwestora na zawarcie przez generalnego wykonawcę umowy z podwykonawcą*, „Nieruchomości” 2010, nr 4.

38 Zdarza się również nieregulowanie zobowiązań wobec Skarbu Państwa bądź pracowników. *Rynek zarządzania wierzycelnościami w Polsce...*, s. 4.

39 Na przykład przedsiębiorca X nie może uregulować zobowiązania wobec przedsiębiorcy Y, ponieważ nie otrzymał zapłaty od przedsiębiorcy Z. Przedsiębiorca Y nie może uregulować zobowiązań wobec swoich kontrahentów, ponieważ przedsiębiorca X mu nie zapłacił itd.

40 Mikro-, małe i średnie przedsiębiorstwa.

41 Jeszcze około 10 lat temu znaczna część dłużników świadomie nie regulowała swoich zobowiązań, obecnie dłużnicy są świadomi konieczności uregulowania zobowiązań, nie mają jednak wystarczających środków, aby to uczynić. *Rynek zarządzania wierzycelnościami w Polsce...*, s. 6.

pracy, chorobą, rozpadem rodziny. Duża część konsumentów przecenia swoje możliwości, zaciągając wysokie zobowiązania, często przekraczające ich dochody. Skala zjawiska nieregulowania zobowiązań wśród konsumentów zależy również od czynników makroekonomicznych, takich jak koniunktura. W okresach spowolnienia gospodarczego wzrasta stopa bezrobocia, a wynagrodzenia rosną wolniej, co przekłada się na wysokość dochodów.

Nasilające się zjawisko nieregulowania zobowiązań w okresach kryzysów dotyczy wszystkich wierzytelności. Przykładem może być amerykański kryzys rynku kredytów *subprime*, który przyczynił się do wzrostu wartości wierzytelności nieregularnych⁴². Pierwsze symptomy tego kryzysu pojawiły się w połowie 2007 r. Osłabienie koniunktury, zwłaszcza na rynku nieruchomości, doprowadziło do sytuacji, w której duża część osób utraciła płynność finansową. Banki posiadały w swoich portfelach znaczne kwoty wierzytelności kredytowych, które zostały zaliczone do wierzytelności nieregularnych. Część kredytobiorców nie była w stanie regulować na czas swoich zobowiązań, a część w ogóle zaprzestała spłaty zarówno rat kredytowych, jak i odsetek. Wartość wierzytelności nieregularnych rosła w szybkim tempie⁴³. Ta sytuacja była dobrym bodźcem do rewizji obowiązujących przepisów⁴⁴, pod kątem ich roli w ograniczaniu podobnych zjawisk. Solidne podstawy prawne ułatwiają bowiem odzyskiwanie pieniędzy w przypadku zaistnienia opóźnień w spłacie zobowiązań.

Coraz większa świadomość banków dotycząca zarządzania wierzytelnościami daje pozytywne efekty, przejawiające się szybką reakcją na pojawiające się opóźnienia w spłatach kredytów. Zdając sobie sprawę z ryzyka podwyższenia poziomu niespłacanych wierzytelności w skutek pogarszającej się koniunktury, zaczynają przekazywać na bardzo wczesnych etapach (kilkudniowe opóźnienia) nieregularne wierzytelności do obsługi przez wyspecjalizowane podmioty⁴⁵. Pomaga to w skutecznym egzekwowaniu przeterminowanych należności w toku postępowania windykacyjnego. Oczywiście nie wyeliminuje to zjawiska nieregulowania zobowiązań. Skuteczna windykacja przeterminowanych

42 R. J. Shiller, *Subprime Solution: How today's global financial crisis happened, and what to do about it*, New Jersey 2012, s. 45.

43 M. Thlon, *Proces sekurytyzacji aktywów w kontekście kryzysu na rynku kredytów subprime*, „e-Finanse” 2009, nr 2.

44 Ta oraz druga fala kryzysu, która pojawiła się w Grecji w 2009 r. i zaczęła szybko rozprzestrzeniać się na kolejne kraje, m.in. Irlandię, Portugalię, Hiszpanię. Szerzej: K. Dervis, J. Mistral, *Europe's Crisis, Europe's Future*, Washington 2014.

45 M. Matusiak, *Profesjonalna i skuteczna windykacja: Długi na (kryzysowej) wadze*, „Bank” 2009, nr 2, s. 71.

należności to tylko jedno z wielu narzędzi i sposobów, mających na celu zmniejszenie szkód powstałych w wyniku zaistnienia negatywnych zjawisk z nimi związanych.

Obecny profil dłużnika wymusił na firmach windykacyjnych zmianę podejścia do procesu windykacji. Groźenie dłużnikowi określonymi konsekwencjami prawnymi (wszczęcie postępowania sądowego, egzekucja komornicza) i kosztami finansowymi z nimi związanymi nie przynosi już takich efektów jak kilka lat temu. Obecnie firmy windykacyjne zaczynają traktować dłużnika jak swojego klienta, a celem ich działań jest pomoc dłużnikowi w spłacie zadłużenia. Rozwiązanie, które najczęściej proponują firmy windykacyjne dłużnikom to rozłożenie długu na dogodne raty, których wysokość może zaproponować dłużnik.

Nie można zapominać o społecznych kosztach procesów windykacyjnych. Im więcej osób zaprzestaje spłaty swoich zobowiązań, tym droższe stają się nabywane produkty czy usługi. Im więcej osób unika regulowania rachunków za energię, gaz, czynsz itp., tym wyższe opłaty ponoszą osoby wywiązujące się ze swoich zobowiązań. W skali makro prowadzi to do wzrostu presji inflacyjnej w gospodarce. Dlatego bardzo ważne jest odpowiednie zarządzanie wierzitelnościami, aby unikać przeterminowanych wierzitelności i nierzetelnych kontrahentów.

1.2. Zarządzanie wierzitelnościami

1.2.1. Istota zarządzania wierzitelnościami

Zarządzanie wierzitelnościami bardzo często jest mylnie utożsamiane ze sprzedawaniem przeterminowanych należności. W rzeczywistości jest to bardziej złożony proces. Celem zarządzania wierzitelnościami nie jest ich odsprzedaż w momencie, gdy dłużnik spóźnia się z zapłatą. Istotą zarządzania wierzitelnościami jest zapobieganie powstawaniu wierzitelności przeterminowanych oraz minimalizacja strat wynikających z kredytowania kontrahentów.

Proces zarządzania wierzitelnościami zaczyna się nie od momentu wystawienia pierwszej faktury, ale już w chwili nawiązywania kontaktu z potencjalnym klientem. W ramach tego procesu wyróżnia się takie elementy, jak: wizja lokalna, ocena zdolności kredytowej kontrahenta (*scoring*), wywiad detektywistyczny, ubezpieczenia, faktoring, wykup wierzitelności, sekurytyzacja.

Na rynku polskim istnieje niewiele firm zatrudniających wykwalifikowanych pracowników do kompleksowego zarządzania wierzytelnościami. Małe i średnie przedsiębiorstwa, nie mogąc sobie pozwolić na zatrudnianie specjalistów, obsługę wierzytelności powierzają księgowym. Działania księgowych ograniczają się zazwyczaj do wysyłania upomnień, wezwań i monitów w momencie przeterminowania należności. Tego typu działania nie sprawdzają się jednak w przypadku dłużników uporczywie uchylających się od płacenia zobowiązań.

Dobrze przygotowany proces obsługi wierzytelności powinien być osadzony w czasie w taki sposób, by obejmował wszystkie etapy życia wierzytelności. Poprawny podział cyklu życia wierzytelności uwzględnia specyfikę działalności prowadzonej przez przedsiębiorstwo. W przypadku produktu bankowego podział taki umożliwi optymalne projektowanie procesu przy wykorzystaniu odpowiednich narzędzi⁴⁶.

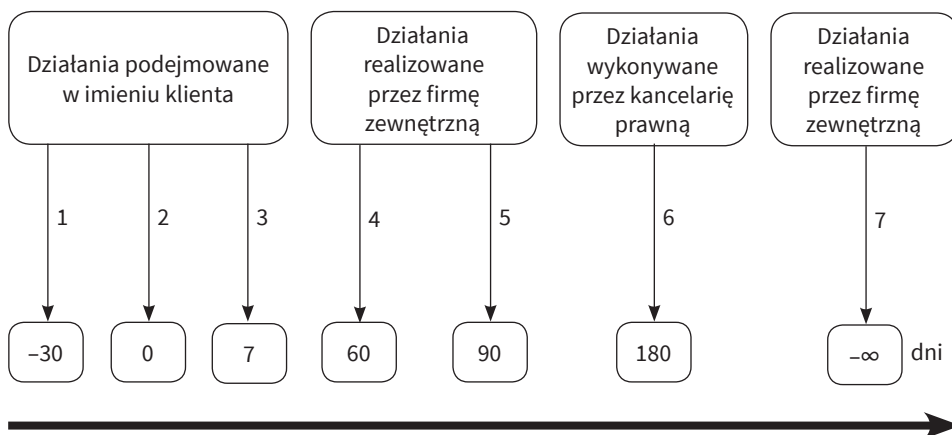
Profesjonalne firmy zajmujące się zarządzaniem wierzytelnościami podczas nawiązywania kontaktu z klientem starają się przede wszystkim poznać bieżące problemy klienta oraz model biznesowy stosowany przez dane przedsiębiorstwo. Analizie poddają również informacje historyczne na temat wszelkich wykorzystywanych do tej pory procedur związanych z wierzytelnościami. Ważny jest cel, dla którego przedsiębiorstwo wybiera profesjonalną firmę zajmującą się obsługą wierzytelności i moment zgłoszenia się do tej firmy. Od tych elementów zależą dalsze procedury, które zostaną uruchomione w procesie wdrażania usługi zarządzania wierzytelnościami. Dobierane są odpowiednie narzędzia działania⁴⁷ i tworzony jest schemat procesu obsługi wierzytelności (schemat 2.).

Większe prawdopodobieństwo odzyskania wierzytelności daje kompleksowa usługa zarządzania należnościami, czyli nie tylko windykacja, lecz także monitoring. Z przeprowadzonych przez firmę windykacyjną Coface Poland analiz wynika, że skuteczność kompleksowej usługi zarządzania należnościami waha się w granicach 85–97%, w zależności od branży⁴⁸. Na wstępie prowadzony jest monitoring (około 30 dni), a po nim wierzytelności, które nie zostały uregulowane, zostają przekazane z powrotem do klienta albo przechodzą automatycznie do windykacji przedsądowej.

46 M. T. Starkowski, *Zarządzanie ryzykiem i skuteczna windykacja: Zarządzanie wierzytelnościami nie znaczy tylko je ścigać*, „Bank” 2009, nr 9, s. 62–63.

47 *Ibidem*, s. 63.

48 R. Wieczorkiewicz, *Lepiej zapobiegać niż leczyć*, „Rynek Spożywczy” 2009, nr 11, s. 28.

Schemat 2. Przykładowy proces zarządzania wierzycelnościami

Etap 1: Sprzedaż – weryfikacja potencjalnego pożyczkobiorcy/kontrahenta, wizja lokalna.

Etap 2: Spłata rat pożyczki/faktur – przypominanie o zbliżającym się terminie spłaty raty pożyczki lub faktury.

Etap 3: Zaległości i opóźnienia w spłacie pojedynczych rat pożyczki/faktur – monitoring zaległych wpłat dla poszczególnych rat pożyczki/faktur w imieniu klienta.

Etap 4: Wypowiedzenie umowy pożyczki, postawienie zadłużenia w stan wymagalności – windykacja polubowna wypowiedzianych umów pożyczki.

Etap 5: Windykacja przesądowa – wezwanie do zapłaty kancelarii prawnej.

Etap 6: Windykacja sądowa egzekucyjna – postępowanie sądowe (tryb uproszczony) – koordynacja egzekucji komorniczej.

Etap 7: Windykacja poegzekucyjna i długoterminowe monitorowanie zadłużeń – długoterminowy nadzór nad wierzycelnościami po bezskutecznej egzekucji komorniczej lub ew. zakup wierzycelności.

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. T. Starkowski, *Zarządzanie ryzykiem...* s. 64.

W dalszej części opracowania zostaną omówione najważniejsze etapy procesu zarządzania wierzycelnościami.

1.2.2. Działania prewencyjne

Działalność prewencyjna w ramach zarządzania wierzycelnościami to ogół działań podejmowanych przed powstaniem wierzycelności lub w trakcie jej powstawania. Do działań prewencyjnych zalicza się m.in. wywiad gospodarczy, pieczęć prewencyjną, ubezpieczenie należności.

Wywiad gospodarczy (ang. *business intelligence*) polega na zgromadzeniu informacji o potencjalnym kontrahencie przed rozpoczęciem współpracy z nim. Zebrane informacje pozwalają na wyeliminowanie nieuczciwych lub niewypłacalnych partnerów. Korzystanie z wywiadu

gospodarczego przed zawarciem kontraktu handlowego jest wskazane przede wszystkim w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw. Jest tańsze niż późniejsze dochodzenie należności⁴⁹. W trakcie przeprowadzanego wywiadu gospodarczego uzyskuje się takie informacje, jak: odpis z Krajowego Rejestru Sądowego (KRS), odpis z Księgi Wieczystej (KW), fotokopie akt z KRS i Centralnej Ewidencji i Informacji o Działalności Gospodarczej⁵⁰ (CEIDG), raport o nieruchomości, raport o firmie, raport medialny o firmie, weryfikacja firmy, weryfikacja firmy międzynarodowej, ustalenia majątkowe, informacje o osobach indywidualnych na podstawie raportu o osobie z KRS, weryfikacji CV pracownika, raporcie medialnym o osobie.

Podmioty prowadzące wywiad gospodarczy korzystają z różnych źródeł informacji (publikacje ustawowe, Krajowy Rejestr Sądowy, rejestry kredytowe, Biura Informacji Gospodarczych, izby gospodarcze, izby handlowe itp.). Poniżej zostanie omówiona część źródeł, które są najczęściej wykorzystywane na potrzeby wywiadów gospodarczych.

Podstawowe informacje o podmiotach są dostępne w publikacjach ustawowych, takich jak „Monitor Sądowy i Gospodarczy”, a w odniesieniu do spółdzielni – w „Monitorze Spółdzielczym”. „Monitor Sądowy i Gospodarczy” powstał na mocy ustawy z dnia 22 grudnia 1995 r. o wydawaniu „Monitora Sądowego i Gospodarczego”⁵¹. Zawiera m.in. ogłoszenia wymagane przez Kodeks spółek handlowych⁵², a także informacje finansowe o podmiotach gospodarczych, które na podstawie ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości⁵³ mają obowiązek publikowania swoich sprawozdań finansowych⁵⁴. Informacje finansowe o spół-

49 J. Cichy, *Funkcjonowanie i rozwój rynku windykacji w Polsce*, [w:] A. Bogus, M. Wypych (red.), *Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw w skali narodowej i europejskiej*, Warszawa 2007, s. 265.

50 Ewidencja przedsiębiorców działających jednoosobowo oraz wspólników spółek cywilnych. Ewidencja ta prowadzona jest przez Ministra Gospodarki. Wcześniej ewidencja taka prowadzona była przez wójtów, burmistrzów i prezydentów miast pod nazwą Ewidencja Działalności Gospodarczej. Szerzej: <https://prod.ceidg.gov.pl/ceidg.cms.engine/> (10.10.2015).

51 Ustawa z dnia 22 grudnia 1995 r. o wydawaniu „Monitora Sądowego i Gospodarczego”, Dz. U., nr 139, poz. 1569, z późn. zm.

52 Na przykład informacje o zmianach umowy spółki z ograniczoną odpowiedzialnością czy statutu spółki akcyjnej, zmiany w zarządzie danego przedsiębiorstwa.

53 Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz. U., nr 121, poz. 591, z późn. zm.

54 Do 31 grudnia 2012 r. podmioty te miały obowiązek publikowania sprawozdań w „Monitorze Polskim B”. Zmiany wprowadzone zostały ustawą z dnia 16 września 2011 r. o redukcji niektórych obowiązków obywateli i przedsiębiorców, Dz. U., nr 232, poz. 1378.

dzielnich publikowane są w „Monitorze Spółdzielczym” (na podstawie ustawy Prawo spółdzielcze⁵⁵).

Krajowy Rejestr Sądowy⁵⁶ (KRS) utworzony został w oparciu o ustawę z dnia 20 sierpnia 1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym. KRS jako scentralizowana baza danych składa się z trzech niezależnych rejestrów:

- rejestru przedsiębiorców;
- rejestru stowarzyszeń, innych organizacji społecznych i zawodowych, fundacji oraz publicznych zakładów opieki zdrowotnej;
- rejestru dłużników niewypłacalnych.

KRS jest bazą jawną, spełniającą dwie funkcje:

- informacyjną – dostarcza informacji o statusie prawnym zarejestrowanego podmiotu⁵⁷, najważniejszych elementach jego sytuacji finansowej oraz sposobie jego reprezentowania, a także informacji o zaległościach podatkowych i celnych, zaległościach wobec ZUS, wierzycielach i wysokościach niespłaconych wierzycielności;
- legalizacyjną – wpis do KRS-u pozwala na dokonywanie dalszych czynności prawnych.

Kolejnym źródłem informacji dla wywiadowni gospodarczych są rejestry kredytowe. W Polsce funkcjonują dwa rejestry kredytowe – Biuro Informacji Kredytowej SA (BIK) i System Bankowy Rejestr⁵⁸ (System BR). BIK zostało powołane przez banki i Związek Banków Polskich w 1997 r. na podstawie ustawy Prawo bankowe⁵⁹, zgodnie z którą banki, wspólnie z bankowymi izbami gospodarczymi mogą utworzyć instytucję do gromadzenia, przetwarzania i udostępniania informacji.

BIK wspomaga wymianę informacji kredytowych i ułatwia podejmowanie decyzji kredytowych przez banki oraz instytucje kredytowe. Celem powołania BIK było zbudowanie kompleksowej bazy danych, zawierającej informacje o zobowiązaniach klientów banków⁶⁰. Dane znajdujące

55 Ustawa z dnia 16 września 1982 r. Prawo spółdzielcze, Dz. U., nr 30, poz. 210, z późn. zm.

56 Szerzej: Krajowy Rejestr Sądowy, <http://bip.ms.gov.pl/pl/rejestry-i-ewidencje/krajowy-rejestr-sadowy/ogolne-informacje-o-krajowym-rejestrze-sadowym/> (10.10.2015).

57 Informacje z KRS można uzyskać za pośrednictwem Centralnej Informacji Krajowego Rejestru Sądowego.

58 System BR prowadzony jest przez Związek Banków Polskich. Informacje z tego systemu wykorzystywane są do oceny ryzyka związanego z potencjalnym klientem banku. Umożliwia wymianę informacji dotyczących klientów, którzy nie wywiązują się ze swoich zobowiązań wobec banków. *System Bankowy Rejestr*, Warszawa 2010, s. 4.

59 Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, Dz. U., nr 72, poz. 665, z późn. zm., art. 105, ust. 4.

60 BIK jest instytucją niezależną od banków.

się w systemie BIK podlegają ochronie z tytułu tajemnicy bankowej⁶¹. Z danych BIK korzystają banki komercyjne (43 banki komercyjne), banki spółdzielcze (565 banków spółdzielczych), Krajowa Kasa Oszczędnościowo-Kredytowa i zrzeszone z nią Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe (51 SKOK-ów). Obecnie baza BIK zawiera informacje o 130 mln rachunków należących do 23,2 mln osób⁶². Ocenia się, że instytucje współpracujące z BIK obsługują ponad 98% ogółu rynku kredytów detalicznych.

BIK gromadzi zarówno dane pozytywne⁶³, wskazujące na postępowanie zgodne z warunkami umowy kredytowej zawartej z bankiem, jak i negatywne, wskazujące na niewywiązywanie się klienta banku z postanowień umowy kredytowej. Grupa klientów rzetelnie spłacająca swoje zobowiązania, dzięki pozytywnej historii kredytowej w BIK (brak informacji o opóźnieniach w spłacie zobowiązań), ma ułatwiony dostęp do produktów kredytowych. Kredytobiorcy nie zawsze zdają sobie z tego sprawę. Bardzo częsty jest pogląd, iż budowanie przez banki baz danych o kredytobiorcach służy interesom banków, a nie kredytobiorców. Wynika to z postrzegania baz danych o kredytobiorcach jako zbioru, głównie informacji negatywnych, o zaległościach i niespłacaniu kredytów⁶⁴.

W odróżnieniu od BIK, Biura Informacji Gospodarczej działają na podstawie ustawy o udostępnianiu informacji gospodarczych i wymianie informacji gospodarczych⁶⁵. BIG-i to instytucje, które przyjmują, przechowują i udostępniają informacje gospodarcze, takie jak: dane o niespłaconych zobowiązaniach, informacje o wywiązywaniu się ze zobowiązań, o posłużeniu się cudzym bądź podrobionym dokumentem. Zgodnie z ustawą o udostępnianiu informacji gospodarczej, nadzór nad wszystkimi BIG-ami sprawuje Ministerstwo Gospodarki.

Obecnie w Polsce funkcjonują cztery BIG-i: Biuro Informacji Gospodarczej InfoMonitor SA⁶⁶, Rejestr Dłużników ERIF Biuro Informacji Go-

61 Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, Dz. U., nr 72, poz. 665, z późn. zm., art. 104.

62 <https://www.bik.pl/fakty-i-liczby> (11.10.2015).

63 Około 90% informacji, którymi dysponuje BIK to dane pozytywne, czyli o wierzytelnościach, które są spłacane terminowo.

64 *Nowa Dyrektywa o kredycie konsumenckim, jej wpływ na funkcjonowanie systemu wymiany informacji gospodarczej i funkcjonowanie baz danych o kredytobiorcach*, Warszawa, 24.01.2008, s. 1.

65 Ustawa z dnia 9 kwietnia 2010 r. o udostępnianiu informacji gospodarczych i wymianie danych gospodarczych, Dz. U., nr 81, poz. 530, z późn. zm. Ustawa ta obowiązuje od 14 czerwca 2010 r. Wcześniej podstawą prawną działalności BIG-ów była ustawa z dnia 14 lutego 2003 r. o udostępnianiu informacji gospodarczych, Dz. U., nr 50, poz. 424.

66 Powstał w grudniu 2003 r., rozpoczął działalność w sierpniu 2005 r. Przygotowuje cykliczne raporty na temat zadłużenia osób fizycznych (Raport InfoDług) oraz sytuacji w biznesie (Raport BIG).

spodarczej SA⁶⁷, Krajowy Rejestr Długów Biuro Informacji Gospodarczej SA (KRD)⁶⁸, Krajowe Biuro Informacji Gospodarczej (KBIG)⁶⁹. Zgodnie ze wspomnianą ustawą o udostępnianiu informacji gospodarczych, obszar działalności tych biur i zakres oferowanych usług nie różni się zasadniczo. Wyjątek stanowi tu współpraca BIG InfoMonitor SA z BIK i Systemem BR, który jako jedyny BIG udostępnia przedsiębiorcom niebankowym dane z BIK i Systemu BR.

Według nowej ustawy o udostępnianiu informacji gospodarczych, praktycznie każdy wierzyciel może zgłosić do BIG informację o zaległościach pieniężnych każdego swojego dłużnika⁷⁰, o ile spełnione są łącznie następujące warunki⁷¹:

- zobowiązanie powstało w związku z określonym stosunkiem prawnym (katalog otwarty), w szczególności – w przypadku dłużnika będącego konsumentem – z tytułu umowy o kredyt konsumencki oraz umów związanych z dostawcami usług masowych, a w przypadku dłużnika niebędącego konsumentem – z tytułu umów związanych z wykonywaniem działalności gospodarczej;
- łączna kwota wymagalnych zobowiązań dłużnika będącego konsumentem wynosi co najmniej 200 zł, a dłużnika niebędącego konsumentem co najmniej 500 zł⁷²;
- zobowiązania są wymagalne od co najmniej 60 dni;
- upłynął co najmniej jeden miesiąc od wysłania przez wierzyciela listem poleconym, albo doręczenia dłużnikowi do rąk własnych,

67 Do połowy 2010 r. BIG ten nazywał się Europejski Rejestr Informacji Finansowej BIG S.A. Jest to spółka z Grupy Kapitałowej KRUK.

68 KRD to biuro informacji gospodarczej z siedzibą we Wrocławiu, funkcjonujące od 4 sierpnia 2003 r. Jest to najstarsza tego typu instytucja w Polsce. KRD posiada własną bazę zadłużonych konsumentów i przedsiębiorców. Na koniec stycznia 2011 r. liczba dłużników znajdujących się w bazie KRD (konsumentów i przedsiębiorców) przekroczyła 2 mln. Krajowy Rejestr Długów, *Kompleksowy Raport o Długach*, 9.03.2011, <http://www2.krd.pl/getattachment/0ec263d5-8247-45ad-8c29-3b63cf71810f/Kompleksowy-Raport-o-Dlugach-marzec-2011-r.aspx?disposition=attachment> (10.11.2014).

69 Powstało w 2003 r. pod nazwą InFoScore BIG S.A. Od 2012 r. funkcjonuje pod nazwą Krajowe Biuro Informacji Gospodarczej S.A. Wyłącznym akcjonariuszem KBIG jest Deltavista International AG z siedzibą w Szwajcarii, która stworzyła również biura danych gospodarczych w Niemczech, Austrii i Szwajcarii.

70 H. Tarasewicz, *Dłużnikom coraz trudniej*, „Bank” 2010, nr 7, s. 64.

71 Ustawa z dnia 9 kwietnia 2010 r. o udostępnianiu informacji gospodarczych i wymianie danych gospodarczych, Dz. U., nr 81, poz. 530, art. 14 i 15.

72 Zobowiązania o niższych wartościach mogą być przekazane do BIG, gdy wierzyciel posiada tytuł wykonawczy, np. prawomocne orzeczenie sądu, ugody i akty, które z mocy ustawy podlegają wykonaniu w drodze egzekucji sądowej. M. Hildebrand, *Co warto wiedzieć, aby odzyskać dług, czyli... miękka windykacja*, „Bank” 2010, nr 11, s. 87.

wezwania do zapłaty zawierającego ostrzeżenie o zamiarze przekazania informacji do BIG, z podaniem firmy i adresu siedziby biura.

Wierzyciele przekazują dane do BIG z własnej inicjatywy. W przypadku informacji o terminowym regulowaniu zobowiązań przez dłużnika wierzyciel może przekazać informacje do BIG po uzyskaniu zgody dłużnika bądź na jego wniosek.

Narzędziem dyscyplinującym kontrahentów do terminowego regulowania zobowiązań jest **pieczęć prewencyjna** (ang. *preventive stamp*). Posłużenie się pieczęcią na wystawianych fakturach lub innych dokumentach handlowych służy jako sygnał ostrzegawczy dla partnerów biznesowych⁷³. Informuje, iż w przypadku opóźnienia płatności, firma windykacyjna podejmie natychmiastowe działania. Takie uświadomienie kontrahenta o konsekwencjach ewentualnych opóźnień w zapłacie daje wymierne efekty. Jest środkiem zapobiegawczym.

Zadaniem pieczęci prewencyjnej jest:

- uświadomienie kontrahenta o monitorowaniu przez przedsiębiorstwo wszystkich należności i terminów ich wymagalności;
- ostrzeżenie kontrahenta o natychmiastowym przekazaniu sprawy wyspecjalizowanej instytucji, w przypadku nawet najmniejszych opóźnień w spłacie;
- zmobilizowanie kontrahentów do terminowego regulowania swoich zobowiązań.

Ubezpieczenie należności (ang. *credit insurance*) to kolejny instrument prewencyjny. Pozwala firmom sprzedawać swoje usługi lub produkty z odroczonym terminem płatności i jednoczesną gwarancją otrzymania za nie zapłaty. Sens ekonomiczny ubezpieczenia należności sprowadza się do zapewnienia przez ubezpieczyciela pokrycia strat majątkowych poniesionych przez ubezpieczających (kredytodawców). Ubezpieczeniem tym objęte są straty z powodu nieotrzymania od kredytobiorców, w sytuacjach określonych w umowie ubezpieczenia, należności za udzielony kredyt. Ubezpieczenie należności daje pewność, że w przypadku niewypłacalności dłużników lub przewlekłej zwłoki w zapłacie zostanie wypłacone odszkodowanie jako rekompensata za poniesione straty finansowe. Poprzez odszkodowanie, strata z tytułu nieotrzymania należności, zostaje zminimalizowana. Przedsiębiorstwo (kredytodawca) zachowuje płynność finansową.

Ubezpieczenie należności charakteryzuje się bliską współpracą pomiędzy ubezpieczycielem a ubezpieczającym. Ubezpieczyciel bada wypłacalność kontrahentów, doradza przy wyborze nowych partnerów handlo-

73 M. Małek, *Pomiędzy teorią a praktyką*, „Bank” 2010, nr 1, s. 85.

wych, a ponadto może pełnić funkcję wywiadowni gospodarczej⁷⁴. Gdy dojdzie do niewypłacalności odbiorcy, ubezpieczona firma otrzyma odszkodowanie zgodnie z zasadami zawartymi w umowie ubezpieczeniowej.

1.2.3. Monitoring płatności

Monitoring płatności⁷⁵ to usługa dla podmiotów, które chcą poprawić terminowość spłat swoich wierzycelności. Celem monitoringu jest zapobieganie powstawaniu przeterminowanych wierzycelności, m.in. poprzez konsekwentne przypominanie kontrahentom o zbliżającym się terminie płatności. Monitoring płatności pozwala uniknąć długich, żmudnych i kosztownych procesów sądowych. Najczęściej korzystają z niego przedsiębiorstwa o masowym charakterze działalności, które wystawiają duże ilości faktur. Jest to usługa przeznaczona zwłaszcza dla firm prowadzących działalność w zakresie B2B (*Business to Business*), czyli sprzedających produkty lub usługi innym firmom.

Monitoring płatności umożliwia kontrolę spływu należności poprzez:

- weryfikację faktur – badanie poprawności wystawionych faktur;
- nadzorowanie procesu przepływu faktur;
- przypominanie klientom o zbliżających się terminach zapłaty (kontakt telefoniczny, listowny, mailowy).

Najważniejszym czynnikiem w analizie wierzycelności jest liczba dni do momentu zapłaty oraz po upływie tego terminu. Powinny zostać określone przedziały czasowe, od których jest uzależniony sposób postępowania wobec należności i wierzyciela. Pierwszym takim przedziałem jest okres od danego dnia przed terminem płatności do dnia zapłaty. W tym okresie dopuszczalne jest prowadzenie rozmów z kontrahentem przypominających o terminie płatności. Drugi przedział czasu obejmuje wierzycelności przeterminowane w niewielkim stopniu. Zależy głównie od specyfiki transakcji przeprowadzanych przez przedsiębiorstwo. W polskich warunkach przyjmuje się kilku-, a nawet kilkunastodniowe opóźnienia w zapłacie za normalne. W tym czasie rozmowy z dłużnikiem mają charakter ponagląjący. Przesądowe po-

74 Z tym, że ubezpieczyciel, prowadząc dodatkowo działania wywiadowcze, ponosi pełne ryzyko błędnej oceny kontrahenta. W przypadku wywiadów gospodarczych prowadzonych przez inne firmy, to przedsiębiorstwo (wierzyciel) zlecające przeprowadzenie wywiadu gospodarczego u kontrahenta ponosi odpowiedzialność za ewentualną błędną ocenę kontrahenta i jego niewywiązanie się ze zobowiązań.

75 W przypadku banków monitoring należy rozumieć jako obserwację ewolucji jakości kredytowej należności kredytowych. Szerzej: J. Goj, *Narzędzia pomiaru i analizy ryzyka kredytowego*, „Bank” 2010, nr 9, s. 60.

stępowanie polubowne nie powinno trwać dłużej niż 60 dni⁷⁶. W okresie tym każda czynność jest odnotowywana, np. daty rozmów, daty wysłanych monitów, deklaracje dłużnika.

Zaobserwowanie sygnałów o problemach finansowych dłużnika na wczesnym etapie umożliwia szybkie uzyskanie zabezpieczeń i wstrzymanie dostaw. Wynika to z faktu, że zadłużenie jest jeszcze relatywnie niewielkie. Ewentualne postępowanie windykacyjne rozpoczyna się w momencie, gdy jest duża szansa na to, że zakończy się ono sukcesem. Decyzja o kontynuowaniu procesu windykacyjnego powinna zostać poprzedzona analizą jego opłacalności.

Monitoring płatności może być prowadzony albo bezpośrednio przez zainteresowane przedsiębiorstwo (wierzyciela), albo w ramach usługi outsourcingu. Zazwyczaj podmioty decydując się na zlecenie monitoringu przedsiębiorstwom zewnętrznym kierują się chęcią obniżenia kosztów monitoringu i optymalizacją modelu zarządzania przepływami. Aby to osiągnąć, podmiot świadczący usługę monitoringu powinien dysponować odpowiednim zapleczem technicznym, wiedzą (*know-how*), a także efektywnie przewidywać, kontrolować i szybko reagować na niepokojące sygnały. Przykłady zdarzeń u kontrahenta i odpowiednich informacji z monitoringu płatności przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2. Zdarzenia u kontrahenta a informacja z monitoringu

Zdarzenie u kontrahenta / informacja z monitoringu	Możliwy problem / zagrożenie	Możliwe działania firmy
Złożenie / odrzucenie wniosku o upadłość lub ogłoszenie upadłości	Znaczące pogorszenie sytuacji finansowej	Odpowiednio wczesne zabezpieczenie transakcji handlowych i wycofanie się z wymiany handlowej z danym kontrahentem; Dostosowanie sposobu prowadzenia działań windykacyjnych
Zmiany rejestrowe	Zmiany w zarządzie, powstanie zarządu komisarycznego	Rozważenie decyzji o ewentualnym rozwinięciu zakresu współpracy; Zbadanie sytuacji u danego kontrahenta, np. poprzez zamówienie raportu handlowego
Zlecenie windykacji należności od danego kontrahenta	Problemy z płynnością finansową, zatory płatnicze	Weryfikacja warunków udzielonego kredytu kupieckiego

Źródło: *Monitoring portfela kontrahentów*, Coface Poland, http://www.coface.pl/CofacePortal/ShowBinary/BEA%20Repository/PL/pl_PL/documents/Monitoring_portfela_kontrahentow (10.02.2011).

76 D. Budnik i in., *Wierzytelności w firmie, zabezpieczenia, obrót, monitoring, windykacja sądowa, egzekucja*, Gdańsk 2011, s. 194.

W przypadku banków etap monitoringu płatności jest szczególnie istotny. Musi spełniać dwie funkcje: podwyższać terminowość spłat kolejnych rat zobowiązania i utrzymać zaufanie klienta. Monitoringiem mogą być objęte zarówno duże pakiety faktur, jak również mniejsze portfele, wszystkie wierzycelności w pakiecie (monitoring pełny), bądź też wybrane przez klienta (monitoring niepełny). Oczywiście skuteczność tych działań jest tym większa, im wcześniej zostaną rozpoczęte (moment wystawienia faktury).

Obecnie poza monitoringiem wybranych portfeli należności, możliwe jest śledzenie informacji o pełnej sytuacji finansowej kontrahenta. Zakres informacji objętych monitoringiem pełnym (monitoringiem finansowym) i niepełnym (monitoringiem niewypłacalności) przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3. Zakres informacji dostarczanych w ramach monitoringu niepełnego i pełnego

Kryterium monitoringu	Monitoring niepełny (niewypłacalności)	Monitoring pełny (finansowy)
Dane teleadresowe + forma prawna	tak	tak
Skład zarządu	tak	tak
Przedmiot działalności	tak	tak
Kapitał zakładowy	tak	tak
Niewypłacalność	tak	tak
Doświadczenia windykacyjne	tak	tak
Ocena dyscypliny płatniczej	tak	tak
Ocena ogólna firmy	nie	tak
Proponowana wysokość kredytu	tak	tak
Obrót	nie	tak
Wynik finansowy	nie	tak
Pełny bilans	nie	tak

Źródło: *Monitoring ryzyka*, Coface, <http://www.coface.pl/extension/cofaweb/design/cofaweb/images/icons/files/pdf.gif> (10.11.2014).

Usługa monitoringu kontrahenta wspomaga działania prewencyjne, dotyczące oceny i nadzoru zdolności kredytowej kontrahenta oraz kontrolę ryzyka związanego z danym kontrahentem⁷⁷. Monitoring kontrahenta

⁷⁷ Kategoryzacja i monitoring ryzyka umożliwia podejmowanie przez dane przedsiębiorstwo szybkich i trafnych decyzji. Oferowane przez firmy usługi w tym zakresie obejmują przygotowywanie informacji o zmianach poziomu ryzyka najczęściej opartego na systemie scoringowym firmy sporządzającej informacje, trendzie

w ramach systemu wczesnego ostrzegania umożliwia szybkie wychwylenie niepokojących sygnałów dotyczących jego sytuacji finansowej i podjęcie odpowiednich decyzji w reakcji na te sygnały.

Poprowadzenie postępowania na tym etapie powinno także umożliwić, w przypadku należności, które nie zostały spłacone w ustalonym z klientem terminie, automatyczne i praktyczne przejście do kolejnego etapu – windykacji polubownej, sądowo-egzekucyjnej bądź rozpoczęcia procedury umieszczenia danych dłużnika w biurach informacji kredytowej i gospodarczej.

1.2.4. Windykacja należności

Windykacja to słowo pochodzące z języka łacińskiego, oznaczające dochodzenie roszczeń, obronę konieczną. Roszczenie windykacyjne wynika bezpośrednio z istoty prawa własności jako prawa podmiotowego o charakterze bezwzględny. Właściciel ma wyłączne prawo do posiadania, korzystania i rozporządzania rzeczą. Wszelkie naruszenia tego prawa stanowią podstawę do wystąpienia właściciela ze stosownymi roszczeniami⁷⁸. Właściciel ma prawo żądać od osoby, która włada faktycznie jego rzeczą, aby została mu ona wydana⁷⁹. Roszczenie windykacyjne służy ochronie uprawnień właściciela. Występuje ono wówczas, gdy zostaną spełnione dwa warunki⁸⁰:

- 1) treścią roszczenia jest żądanie wydania rzeczy;
- 2) roszczenie wynika z prawa własności.

Obecnie windykacja jest rozumiana jako dochodzenie własności za pomocą środków określonych w obowiązujących przepisach prawnych. Są jej poddawane wierzytelności wymagalne. Windykację określa się również jako mechanizm przyspieszający obrót pieniądza na rynku i pobudzający koniunkturę. Rynek windykacyjny jest najszybciej rozwijającym się segmentem rynku finansowego, czego dowodem mogą być wyniki tej branży przedstawione w dalszej części opracowania.

ryzika obrazującego zmiany ryzyka handlowego danej firmy w porównaniu do poprzedniego stanu, informacje wskazujące prawdopodobieństwo upadłości danej firmy. Obecnie na rynku jest wiele takich produktów, przykładem może być oferta firmy Coface Poland, <http://www.coface.pl/Oferta-Coface/Sprawdz-kontrahenta/Monitoring-ryzyka> (29.03.2015).

78 J. Świeca, *Windykacja. Aspekty...*, s. 1.

79 Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Dz. U., nr 16, poz. 93, z późn. zm., art. 222. Wyjątek – gdy osobie tej przysługuje skuteczne względem właściciela uprawnienie do władania rzeczą.

80 J. Świeca, *Windykacja. Aspekty...*, s. 1.

Modele windykacji na przestrzeni lat podlegały ewolucji. Obecnie coraz częstszym rozwiązaniem wybieranym przez wierzycieli jest outsourcing windykacyjny. Przedsiębiorstwa zlecają firmom zewnętrznym windykację, bo chcą obniżyć koszty działania i odciążyć przedsiębiorstwo od działalności, która nie jest jego podstawowym biznesem. Dobrze przygotowany merytorycznie i znający „od wewnątrz” specyfikę firmy pracownik wierzyciela jest znacznie bardziej skuteczny niż zewnętrzna firma windykacyjna. Jednak najczęściej bezpośrednią windykacją w firmie zajmują się handlowcy lub księgowi⁸¹. Windykacja prowadzona przez takie osoby najczęściej kończy się niepowodzeniem. W takiej sytuacji możliwości, jakimi dysponuje wyspecjalizowana firma windykacyjna, dają większe szanse odzyskania wierzitelności.

Głównymi czynnikami wpływającymi na decyzje wierzycieli o przekazaniu wierzitelności do outsourcingu są:

- większe możliwości wyspecjalizowanych firm dotyczące dochodzenia wierzitelności (windykacja pozwala odzyskać 100% wierzitelności);
- niższe koszty w stosunku do windykacji prowadzonej samodzielnie (usługa windykacji jest kosztem obcym – *outsourcing*);
- wyeliminowanie ryzyka nieściągnięcia wierzitelności (w przypadku, gdy firma windykacyjna przejmuje na siebie to ryzyko);
- odpowiednie zaplecze: logistyczne, informatyczne, *call center*, windykatorzy terenowi.

Przed przyjęciem przez firmę windykacyjną zlecenia, wierzitelność jest sprawdzana pod kątem możliwości ściągnięcia długu oraz doboru poszczególnych technik działania. Gdy wynik analizy jest niezadowalający dla firmy windykacyjnej, nie podejmuje ona próby ściągnięcia wierzitelności. W takiej sytuacji firma windykacyjna może zaproponować umowę powierniczego przelewu wierzitelności, czyli prowadzić działania windykacyjne we własnym imieniu, ale na rachunek klienta.

Ryzyko niepowodzenia windykacji istnieje zawsze i trzeba brać je pod uwagę, zlecając windykację wyspecjalizowanej firmie. Przy pakietach wierzitelności masowych stosowane są modele statystyczne, gdyż weryfikacja wszystkich wierzitelności w pakiecie jest zbyt pracochłonna. W przypadku wierzitelności gospodarczych o dużej wartości, szczegółowej ocenie poddawana jest każda wierzitelność.

Im wcześniej wierzitelności zostają przekazane do windykacji, tym większe prawdopodobieństwo odzyskania długu. Do niedawna banki szukały u windykatorów pomocy, gdy umowa kredytu czy pożyczki zo-

81 R. Kowalski, *Opodatkowanie...*, s. 52.

stała już rozwiązana⁸². Firmy windykacyjne zajmowały się wówczas ściąganiem należności od wypowiedzianych kredytów, dla których zostały potworzone rezerwy. Obecnie około 70% postępowań windykacyjnych dotyczy spraw, w których umowa kredytowa jeszcze jest aktywna, a niezapłacone zostały jedna/dwie raty. Banki nie chcą tworzyć nowych rezerw – wolą podtrzymywać aktywność zagrożonych klientów, aby ich wierzytelności pracowały do końca w bilansach. Firmy windykacyjne otrzymują więc dużo więcej zleceń, aby przywrócić kredyt do normalności⁸³.

W lipcu 2006 r. opublikowano wyniki badań przeprowadzonych na rynku amerykańskim przez firmę doradczą PricewaterhouseCoopers (PwC). Badania dotyczyły wpływu skutecznie prowadzonych działań windykacyjnych na różne obszary gospodarki. Wyniki badań wskazały wymierne korzyści dla konsumentów, wynikające ze skutecznej windykacji. Oszacowano je na 351 USD oszczędności rocznie dla każdego amerykańskiego gospodarstwa domowego, co stanowiło 0,8% dochodów całego gospodarstwa. Oszczędności te porównano do 129 dni darmowego korzystania z energii elektrycznej bądź do nieodpłatnie otrzymanych 155 galonów benzyny⁸⁴.

Korzyści dla przedsiębiorstw z tytułu efektywnie prowadzonej windykacji również były znaczące. W badaniach akcentowano zmniejszenie salda tzw. złych długów aż o 22%. Spowodowało to spadek ryzyka wystąpienia upadłości. Nastąpiła poprawa zyskowności przedsiębiorstw o 3%. Władze stanowe, które częściej niż polskie władze lokalne korzystają z usług firm windykacyjnych, odzyskały w badanym okresie 603,1 mln USD z zaległych pożyczek studenckich, co odpowiadało wartości 122 681 nowo udzielonych pożyczek tego rodzaju⁸⁵.

82 W pozostałych przypadkach, banki starały się same obsługiwać nieterminowo regulowane wierzytelności, tak aby windykacja nie wpłynęła negatywnie na relacje z klientami. Według badania przeprowadzonego przez PricewaterhouseCoopers, większość klientów banków (ok. 90% respondentów), którzy mieli problem ze spłatą długu uważa, iż działania windykacyjne banków były bez zastrzeżeń. Wyniki tych badań zostały zaprezentowane na Kongresie Consumer Finance 16 grudnia 2010 r. w Warszawie. *Customer Experience w Consumer Finance*, Warszawa 2010, s. 11.

83 *Finansowanie rynku konsumenckiego...*, s. 11.

84 *Przewodnik po profesjonalnej windykacji wierzytelności masowych*, Gdańsk 2008, s. 12.

85 Polskie szacunki dla 2007 r., przy założeniu 35% skuteczności windykacji, wskazują na wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych na poziomie około 3,8%. Odpowiednikiem tego jest 305 dni dostaw prądu bądź ok. 90 litrów benzyny. Przy zakładanym poziomie skuteczności windykacji w Polsce oszacowano również wzrost wyników finansowych netto przedsiębiorstw w roku 2007 aż o 7,38%. *Przewodnik po profesjonalnej windykacji...*, s. 12.

W ostatnich latach zmianie uległ wizerunek firm windykacyjnych, które jeszcze do niedawna były postrzegane jako podmioty działające na pograniczu prawa. Nadal zdarzają się wymuszenia podczas egzekwowania długów, ale są to sporadyczne przypadki. Większość firm windykacyjnych traktowana jest obecnie jako równorzędni partnerzy biznesowi. Standardem na rynku są wyspecjalizowane przedsiębiorstwa, dysponujące nowoczesnym zapleczem technicznym i informatycznym, zatrudniające specjalistów z różnych dziedzin. Ze względu na duże nakłady finansowe, znaczna część małych firm windykacyjnych nie wytrzymuje konkurencji na rynku. W ciągu ostatnich kilku lat wiele małych firm windykacyjnych zostało przejętych przez większe podmioty z tej branży, a część firm podjęła decyzję o zaprzestaniu działalności.

Firmy windykacyjne pracują cały czas nad swoim wizerunkiem. Podejmują próby ujednoczenia standardów postępowania wobec dłużników, wprowadzają normy ISO. Jedną z takich prób są Zasady Dobrych Praktyk, opracowane w ramach Konferencji Przedsiębiorstw Finansowych⁸⁶. Uczestnikami tej konferencji są największe firmy windykacyjne. Przyjmując zasady dobrych praktyk windykacyjnych, podmioty te zobowiązują się prowadzić wszelkie działania i komunikować się z dłużnikiem w sposób zapewniający ochronę interesów kontrahenta, a równocześnie przestrzegać prawa, dobrych obyczajów oraz praw dłużnika. Zasady dobrych praktyk windykacyjnych obejmują w szczególności⁸⁷:

- korespondencję z dłużnikiem;
- rozmowy telefoniczne z dłużnikiem;
- windykację terenową;
- reklamacje składane przez dłużników;
- ochronę informacji oraz ochronę danych osobowych;
- praktyki zakazane oraz niedozwolone.

Na koszty usługi windykacyjnej składa się przede wszystkim prowizja dla firmy windykacyjnej, która waha się od kilku do kilkunastu procent odzyskanych kwot wierzitelności. Ponadto klienci mogą ponosić takie koszty jak: opłata za odbiór, składowanie, ochronę i wycenę przejętych zabezpieczeń. Konkurencja cenowa na rynku windykacyjnym doprowadziła do znacznego spadku liczby firm windykacyjnych. Na rynku pozostały nieliczne podmioty, które działają lokalnie oraz kancelarie prawne o profilu windykacyjnym (wiele z nich zmieniło działalność w kierunku doradztwa prawnego oraz zamówień publicznych)⁸⁸.

86 *Zasady Dobrych Praktyk*, http://kpf.pl/pliki/zdp/zasady_dobrych_praktyk_2012_okl.pdf (29.03.2015).

87 *Ibidem*.

88 D. Czapeczko, *Zasadnicze zmiany na rynku wierzitelności*, „Gazeta Finansowa”, 16.06.2007.

W ramach usługi windykacyjnej wyróżnia się kilka etapów: windykację wstępną, postępowanie sądowe i postępowanie egzekucyjne.

Windykacja wstępna (przesądowa, polubowna) to czynności polegające na odzyskiwaniu należności na drodze polubownej. Obejmuje ona:

- analizę wierzytelności, ocenę dłużnika oraz ustalenie osób odpowiedzialnych za podejmowanie decyzji w firmie dłużnika;
- wysłanie wezwania do zapłaty⁸⁹;
- negocjacje z dłużnikiem;
- zawarcie ugody z dłużnikiem;
- przygotowanie harmonogramu spłat;
- doradztwo w zakresie celowości i sposobów dalszej windykacji.

Na wstępie windykator ustala wielkość majątku dłużnika, formy jego zabezpieczenia, strukturę kontrahentów i wielkość zawartych przez niego kontraktów. Na etapie bezpośredniego wyegzekwowania od dłużnika zaległej płatności stosuje się takie środki negocjacyjne jak: uświadaczanie dłużnika, że dalsza zwłoka w zapłacie spowoduje powiększenie wartości należności poprzez dodanie odsetek za zwłokę oraz kosztów postępowania sądowego i egzekucji komorniczej oraz informowanie otoczenia dłużnika o niepłaceniu przez niego terminowo zobowiązań, co utrudnia prowadzenie działalności gospodarczej⁹⁰. Gdy dłużnik wyraża chęć współpracy, dochodzi do próby polubownego rozwiązania problemu niespłaconych wierzytelności. Dostosowuje się wówczas sposób i warunki spłaty do aktualnych możliwości finansowych i sytuacji życiowej dłużnika⁹¹. Dług może zostać np. rozłożony na raty, może też zostać zawarta ugoda. W sytuacji, gdy już na wstępie dłużnik nie wykazuje chęci współpracy, firma windykacyjna zaprzestaje prób ugody i przechodzi do zastosowania rozwiązań pozasądowych (wpisanie firmy dłużnika do rejestru jednego z Biur Informacji Gospodarczej, zabezpieczenie poprzez wpis na hipotekę, zajęcie rachunków bankowych). Czynności te nie są związane z egzekucją komorniczą. Gdy wspomnia-

89 Wezwanie takie nazywane jest monitem. Powinno zawierać: precyzyjne określenie dłużnika, dokładne wskazanie oczekiwanego zachowania, termin do spełnienia świadczenia, numer rachunku bankowego, na który zapłata ma być dokonana. W procesie windykacyjnym wyróżniamy trzy monity – przypomnienie o terminie płatności, wezwanie do zapłaty, wezwanie przedsądowe.

90 A. Wójcik, T. Tarczyński, *Jak samodzielnie egzekwować należności?*, Kraków 2002, s. 29–30.

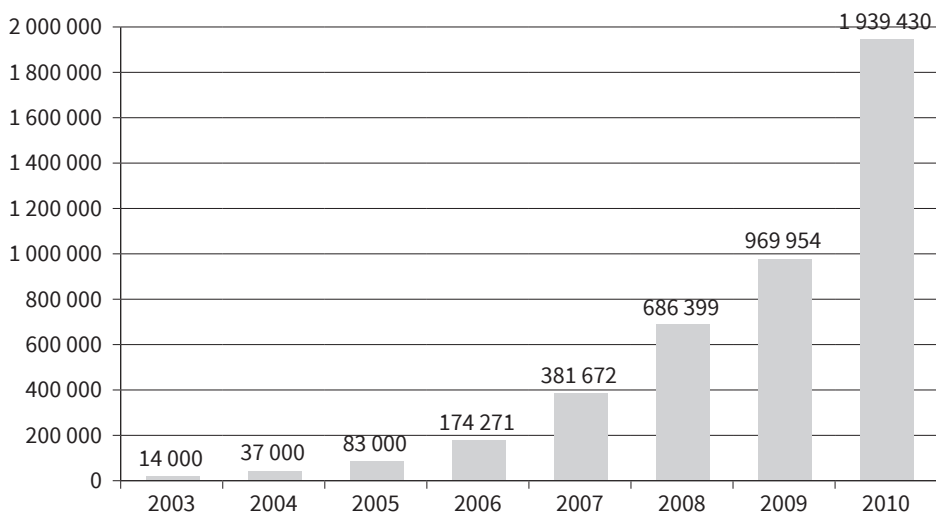
91 Termin wyznaczony dłużnikowi do spełnienia świadczenia musi być obiektywnie możliwy do dotrzymania przez dłużnika w normalnych warunkach obrotu. W praktyce funkcjonują termin od ok. 7 do 21 dni (od daty doręczenia monitu dłużnikowi). J. Rasiewicz, D. Skuza, *Postępowanie sądowe*, [w:] D. Skuza (red.), *Jak odzyskiwać długi – rewindykacja*, Warszawa 2003, s. 113.

ne rozwiązania również zakończą się niepowodzeniem, sprawy mogą zostać skierowane do sądu.

Trudno jest oszacować maksymalny czas, na jaki zlecona wierzitelność trafia do firmy windykacyjnej. Zazwyczaj jest to uregulowane w umowie. Im dług trudniej ściągalny, tym należy się liczyć z dłuższym okresem zarządzania nim przez windykatora. Czasami zdarzają się jednak transakcje realizowane nawet w ciągu dwunastu godzin od złożenia zlecenia. Czas realizacji zlecenia zależy od wielu czynników, m.in. od jakości baz danych wierzyciela, od momentu przekazania zlecenia (liczba dni po terminie płatności), od liczby zleceń przyjętych w danym momencie przez firmę windykacyjną (np. w takich miesiącach jak grudzień ma miejsce wzmożona aktywność na rynku windykacyjnym⁹²).

Na rynku wierzitelności masowych, ze względu na liczbę dłużników oraz niewielką wartość długu większość technik windykacyjnych jest oparta na *call center* i masowym wysyłaniu odpowiednio przygotowanych pism do dłużników. Ze względu na niską wartość długów firmy windykacyjne rzadko kierują sprawy do sądu, częściej przekazują informacje o nierzetelnych dłużnikach do Biura Informacji Gospodarczej. Wzrost liczby dłużników wpisanych do Krajowego Rejestru Długów przedstawiono na wykresie 1.

Wykres 1. Liczba dłużników wpisanych do Krajowego Rejestru Długów w latach 2003–2010



Źródło: Krajowy Rejestr Długów, *Kompleksowy Raport o Długach*, 9.03.2011, s. 5.

92 E. Więclaw, *Dłużników szybko przybywa na rynku*, „Parkiet”, 23.07.2010.

Liczba dłużników we wspomnianym rejestrze po wejściu w życie nowych przepisów umożliwiających wpis dłużnika do rejestru osobom fizycznym podwoiła się – z niespełna 970 tys. na koniec 2009 r. do prawie 1 940 tys. na koniec 2010 r., a na koniec stycznia 2011 r. przekroczyła 2 mln⁹³. Na podobną tendencję wskazuje również raport Biura Informacji Gospodarczej InfoMonitora⁹⁴. Według tego raportu, na koniec 2014 r. liczba klientów podwyższonego ryzyka wyniosła 2,38 mln, a łączna kwota zaległych płatności to prawie 41 mld zł (kwota ta wzrosła o ponad miliard w stosunku do roku 2013)⁹⁵.

Postępowanie sądowe. Z windykacji sądowej korzystają wierzyciele, którzy wyczerpali możliwości dochodzenia należności na drodze polubownej. Postępowanie sądowe prowadzone jest albo łącznie z postępowaniem egzekucyjnym – jako kolejne czynności w kompleksowym procesie windykacji – albo niezależnie od siebie, np. w sytuacji posiadania przez wierzyciela tytułu wykonawczego może być zlecone jedynie postępowanie egzekucyjne.

W ramach postępowania sądowego firmy z branży windykacyjnej oferują przygotowanie i weryfikację dokumentów oraz pozwu do sądu, złożenie pozwu o postępowanie nakazowe lub upominawcze do właściwego sądu, reprezentację w sądzie – w postępowaniu zwykłym oraz odwoławczym, nadzór nad właściwym przebiegiem postępowania sądowego.

Koszty samego procesu, tj. opłaty sądowe – wpis i opłata kancelaryjna, zwrot wydatków – np. należności świadków i biegłych, obciążają tę stronę, która spór przegrała, niezależnie od charakteru i podstaw prawnych niekorzystnego dla niej rozstrzygnięcia⁹⁶. W przypadku częściowego wygrania sporu przez każdą ze stron, koszty znoszą się wzajemnie lub rozdziela się je odpowiednio do wyniku. W szczególnie uzasadnionych sytuacjach sąd może zaniechać obciążenia strony przegrywającej całością lub częścią kosztów procesu⁹⁷.

93 Krajowy Rejestr Długów, *Kompleksowy Raport o Długach*, 9.03.2011, <http://www2.krd.pl/Centrum-prasowe/Raporty-KRD/Kompleksowy-Raport-o-D-ugach-luty-2011.aspx>, (11.04.2011), s. 5.

94 Według raportu InfoDług z lutego 2011 r., liczba klientów podwyższonego ryzyka w Polsce przekroczyła 2 mln, a niespłacone zadłużenie Polaków w ciągu roku (luty 2010 do lutego 2011) wzrosło aż o 68%. *InfoDług Ogólnopolski raport o zaległym zadłużeniu i klientach podwyższonego ryzyka*, BIG InfoMonitor, luty 2011, s. 4.

95 *InfoDług. Ogólnopolski raport...*, BIG InfoMonitor, styczeń 2015, nr 30, s. 2.

96 Zasada odpowiedzialności za wynik sporu. Szerzej: J. Rasiewicz, D. Skuza, *Postępowanie...*, s. 127.

97 Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego, Dz. U., nr 43, poz. 296, art. 102.

Biorąc pod uwagę sprawy skierowane do sądów, to sytuacja w Polsce, na przestrzeni ostatnich kilku lat, znacznie się poprawiła. Zmiany w kodeksie postępowania cywilnego, zarówno te z 2000 r.⁹⁸, jak i późniejsze – dostosowujące przepisy do wymogów Unii Europejskiej, doprowadziły do skrócenia czasu wydania przez sąd orzeczenia w sprawie o zapłatę niespornych należności. Obecnie wynosi on średnio ok. 2,5 miesiąca od dnia wniesienia sprawy, ale możliwe jest też wydanie orzeczenia w tego typu sprawach w ciągu kilku tygodni⁹⁹. Przewlekłość postępowań sądowych dotyczy tylko części sądów. Wskaźniki czasu trwania postępowania w sądach w różnych okręgach sądowych są bardzo zróżnicowane (tabela 4.). Wynika to z niedostosowania sieci sądów i rozkładu zatrudnienia do obciążeń mierzonych liczbą i stopniem skomplikowania spraw wpływających do sądów¹⁰⁰.

Tabela 4. Czas trwania (w miesiącach) spraw gospodarczych w sądach rejonowych

Sprawy gospodarcze procesowe		Sprawy gospodarcze nakazowe	
okręg	wartość	okręg	wartość
Tarnowski	1,6	Krośnieński	0,1
Elbląski	2,3	Suwalski	1,1
Gorzowski	3,3	Kielecki	1,5
Lubelski	3,8	Rzeszowski	1,8
Warszawski	4,0	Warszawski	3,4
Warszawsko-Praski	5,7	Warszawsko-Praski	4,2

Źródło: J. Beldowski i in., *Efektywność polskiego sądownictwa w świetle badań międzynarodowych i krajowych*, Warszawa 2010, s. 12.

W sytuacji uzasadnionego podniesienia przez dłużnika zarzutu przedawnienia roszczenia sąd oddala powództwo wierzyciela o zapłatę. Nie oznacza to jednak, że wierzitelność przestaje istnieć. Przedawnio-

98 Ustawa z dnia 8 grudnia 2000 r. o zmianie ustawy o szkolnictwie wyższym, ustawy o wyższych szkołach zawodowych, ustawy o transporcie kolejowym i ustawy o usługach turystycznych oraz ustawy – Kodeks postępowania cywilnego, ustawy – Prawo o ustroju sądów powszechnych i ustawy o działach administracji rządowej – w związku z dostosowaniem do prawa Unii Europejskiej, Dz. U., nr 122, poz. 1314.

99 P. Śladowski, M. Panfil, *Skuteczne i sprawne dochodzenie należności na drodze prawnej*, www.e-prawnik.pl/biznes/windykacja-naleznosci/przebieg-postepowania/artykuly/skuteczne-i-sprawne-dochodzenie-naleznosci-na-drozdze-prawnej.html (10.11.2014).

100 J. Beldowski i in., *Efektywność polskiego sądownictwa w świetle badań międzynarodowych i krajowych*, Warszawa 2010, s. 13.

na wierzytelność staje się zobowiązaniem naturalnym. Oznacza to, że dłużnik może je dobrowolnie spłacić albo uchylić się od jego zaspokojenia¹⁰¹.

Postępowanie egzekucyjne. W ostatnim etapie sprawy zostają przekazane komornikowi¹⁰², którego zadaniem jest zajęcie wskazanej części majątku dłużnika. Postępowanie egzekucyjne na ogół obejmuje sporządzenie wniosku egzekucyjnego, a następnie złożenie go do właściwej kancelarii komorniczej, pełnomocnictwo procesowe, ustalenie składników majątku dłużnika (co ułatwia komornikowi przeprowadzenie skutecznej egzekucji), nadzór nad właściwym przebiegiem postępowania egzekucyjnego.

Postępowanie egzekucyjne może być rozpoczęte tylko w sytuacji, gdy wierzyciel dysponuje tytułem egzekucyjnym z klauzulą wykonalności. Tytułami egzekucyjnymi, na podstawie których prowadzona jest egzekucja są¹⁰³:

- orzeczenie sądu prawomocne lub podlegające natychmiastowemu wykonaniu, a także ugoda zawarta przed sądem;
- orzeczenie referendarza sądowego, zarówno prawomocne, jak i podlegające natychmiastowemu wykonaniu;
- wyrok sądu polubownego lub ugoda zawarta przed tym sądem;
- ugoda w obecności mediatora;
- akt notarialny, w którym dłużnik poddał się egzekucji;
- inne orzeczenia, ugody i akty, które z mocy ustawy podlegają wykonaniu w drodze egzekucji sądowej.

Organ egzekucyjny nie jest uprawniony do badania zasadności i wymagalności obowiązku objętego tytułem wykonawczym. Komornik podejmuje czynności egzekucyjne na wniosek wierzyciela, w którym wskazany został dłużnik (dłużnicy), świadczenie, które ma być spełnione oraz sposób egzekucji. Wierzyciel ma do wyboru następujące sposoby egzekucji: z wynagrodzenia, z nieruchomości, z ruchomości, z rachunku bankowego, ze statków morskich, z innych wierzytelności i innych praw majątkowych¹⁰⁴. Komornik nie może odmówić wszczęcia postępowania egzekucyjnego np. z powodu oczywistej bezzasadności wniosku.

101 *Przewodnik po profesjonalnej windykacji...*, s. 17.

102 Zgodnie z ustawą z dnia 29 sierpnia 1997 r. o komornikach sądowych i egzekucji (Dz. U., nr 133, poz. 882, z późn. zm.), komornik jest funkcjonariuszem publicznym, działającym przy sądzie rejonowym. Komornicy wykonują swoje zadania na podstawie orzeczeń sądowych. W ramach przysługujących im uprawnień, mogą prowadzić egzekucję z wszelkiego majątku dłużnika, za wyjątkiem ograniczeń wynikających z Kodeksu postępowania cywilnego.

103 R. Kowalski, *Opodatkowanie...*, s. 75.

104 A. Wójcik, T. Tarczyński, *Jak samodzielnie egzekwować...*, s. 85–90.

Z kwoty uzyskanej z egzekucji zaspokaja się w następującej kolejności¹⁰⁵:

- koszty egzekucyjne;
- należności alimentacyjne;
- należności za pracę za okres 3 miesięcy do wysokości najniższego wynagrodzenia za pracę określonego w odrębnych przepisach oraz renty z tytułu odszkodowania za wywołanie choroby, niezdolności do pracy, kalectwa lub śmierci i koszty pogrzebu;
- należności wynikające z wierzytelności zabezpieczonych hipoteką morską;
- należności zabezpieczone hipotecznie lub zastawem rejestrowym albo zabezpieczone przez wpisanie do innego rejestru;
- należności za pracę niezaspokojone w kolejności trzeciej;
- należności, do których stosuje się przepisy działu III Ordynacji podatkowej;
- należności zabezpieczone prawem zastawu bądź te, które korzystały z ustawowego pierwszeństwa niewymienionego powyżej;
- należności wierzycieli, którzy prowadzili egzekucję i inne należności.

1.2.5. Zakup wierzytelności

Zakup wierzytelności polega na odsprzedaży przez wierzyciela pojedynczej wierzytelności lub pakietu podmiotowi trzeciemu – zazwyczaj tym podmiotem jest firma windykacyjna. Zakup może dotyczyć zarówno wierzytelności przeterminowanych, jak i wierzytelności bez opóźnień w spłacie. Dzięki tej operacji wierzyciel szybciej odzyskuje zaangażowane środki, a jego przepływy finansowe zostają udrożnione. Rezerwy tworzone na wierzytelności trudno ściągalne są zmniejszane. Dodatkową zaletą tej operacji jest brak konieczności prowadzenia postępowania sądowego i egzekucyjnego. W wyniku odsprzedaży wierzytelności wierzyciel uzyskuje poprawę płynności finansowej. Istotne jest, że wierzytelności zbywane są po wartości niższej od nominalnej. Wierzyciel, zanim zdecyduje się na sprzedaż części swoich wierzytelności, powinien przeprowadzić szczegółową analizę opłacalności takiej transakcji.

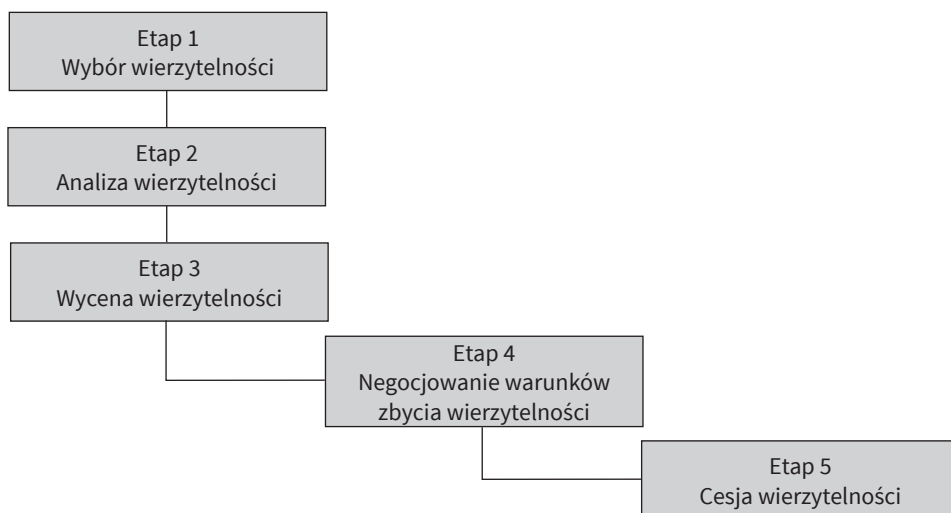
Transakcja zakupu wierzytelności (schemat 3.) obejmuje takie etapy jak:

- wybór (portfela) wierzytelności przez wierzyciela i przygotowanie informacji niezbędnych do oszacowania wartości wierzytelności i wielkości ryzyka związanego z nimi (dane dłużnika, kwota zobowiązania, termin płatności, historia procesu windykacyjnego – jeżeli proces taki miał miejsce);

¹⁰⁵ R. Kowalski, *Opodatkowanie...*, s. 78.

- szczegółowa analiza wierzytelności przeznaczonych do wykupu pod kątem oszacowania związanego z nimi ryzyka; im więcej informacji dotyczących sprzedawanych wierzytelności zostanie dostarczonych przez wierzyciela, tym łatwiej jest przeprowadzić taką analizę zainteresowanym osobom; w przypadku wierzytelności masowych, często weryfikacji poddawane są tylko losowo wybrane wierzytelności, a wyniki uogólnione na cały portfel¹⁰⁶;
- przygotowanie oferty cenowej; im mniejsze ryzyko niespłacenia długu przez dłużnika, tym wyższa cena oferowana wierzycielom; na cenę wierzytelności oferowanej do sprzedaży mają wpływ takie czynniki jak: liczba sprzedawanych wierzytelności i ich wartość nominalna, liczba dni od terminu płatności do dnia sprzedaży, stan prawny wierzytelności, struktura podmiotowa dłużników, dokumentacja dotycząca wierzytelności (kompletność i przejrzystość), etap postępowania;
- negocjacje warunków sprzedaży wierzytelności, w szczególności: ceny wierzytelności, formy płatności, harmonogramu przeprowadzenia transakcji, sposobów i terminów wzajemnych rozliczeń;
- w przypadku zaakceptowania oferty przez wierzyciela następuje podpisanie umowy, w wyniku której dochodzi do cesji wierzytelności na podmiot trzeci (nabywcę wierzytelności).

Schemat 3. Proces zakupu wierzytelności



Źródło: E. Szablowska, *Polski rynek wierzytelności*, s. 574.

106 Badanie całego portfela wierzytelności masowych jest czasochłonne.

W ciągu ostatnich kilku lat nastąpił wzrost znaczenia zakupów portfeli wierzycelności kosztem obsługi windykacyjnej w ramach inkasa wierzycelności. Do głównych przyczyn zaistniałych zmian należą¹⁰⁷:

- wzrost skłonności wierzycieli do wystawiania na sprzedaż pakietów wierzycelności;
- rozwój sekurytyzacji i wzrost jej znaczenia na rynku polskim;
- większe możliwości firm windykacyjnych w zakresie pozyskania środków na zakup wierzycelności.

1.2.6. Faktoring

Jedną z usług rozwijających się w ramach rynku wierzycelności jest faktoring¹⁰⁸, będący formą finansowania bieżącej działalności przedsiębiorstwa. W literaturze przedmiotu jest wiele definicji faktoringu. Według definicji amerykańskiej, faktoring to stała umowa zawarta między faktorem¹⁰⁹ a faktorantem¹¹⁰, na podstawie której faktor, w zamian za prawa do nabytych wierzycelności, świadczy takie usługi, jak¹¹¹:

- dokonanie natychmiastowej zapłaty za nabyte od faktoranta wierzycelności;
- zarządzanie przejętymi wierzycelnościami;
- inkasowanie należności faktoranta;
- przejęcie ryzyka wypłacalności wszystkich dłużników faktoranta (faktoring właściwy).

Najogólniej faktoring jest traktowany jako sprzedaż wierzycelności lub jeden ze sposobów przyspieszenia rotacji wierzycelności w przedsiębiorstwie. Istota faktoringu polega na pośredniczeniu w inkasie należności handlowych od odbiorców. Podmiotem, który odkupuje wierzycelności w procesie faktoringu jest najczęściej bank lub inna instytucja finansowa. Ta część usług, świadczonych w ramach faktoringu, dotyczy funkcji finansowej pełnionej przez faktoring (schemat 4.).

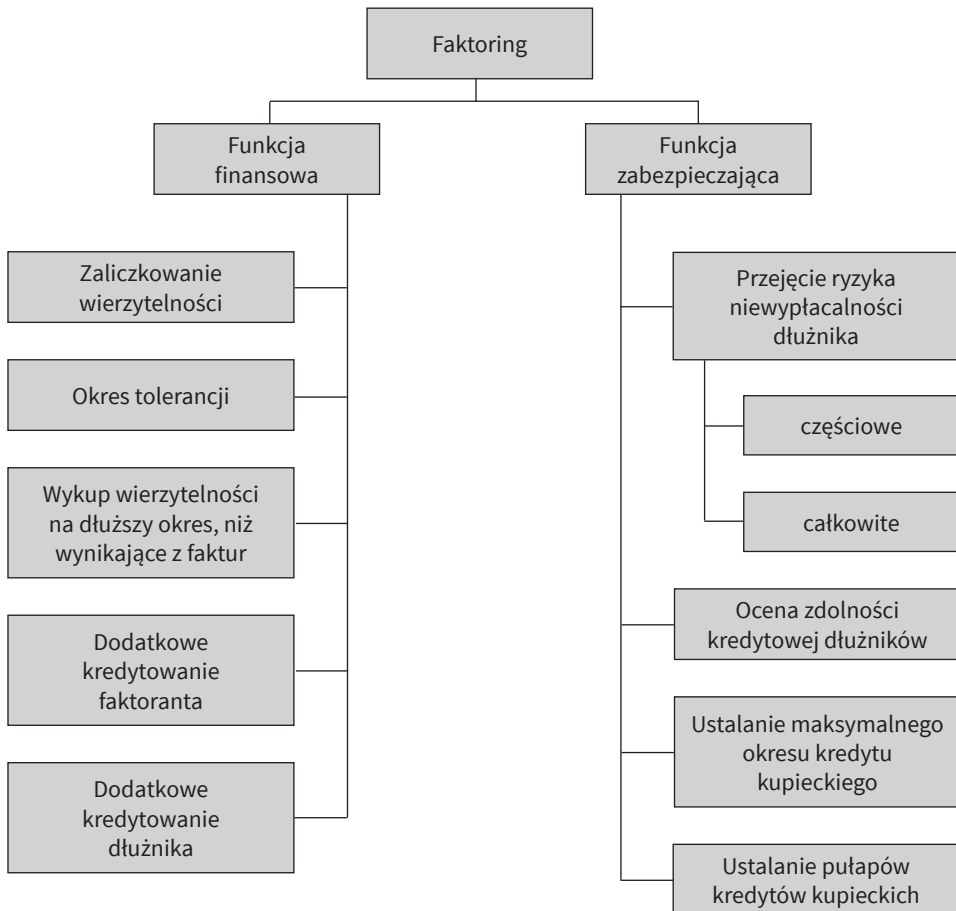
107 *Rynek zarządzania wierzycelnościami w Polsce...*, s. 12–13.

108 Pierwszym podmiotem na rynku polskim, który zaoferował usługi faktoringowe był Bank Gospodarstwa Krajowego. U. Ziarko-Siwiek, *Instytucje faktoringowe*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Pośrednictwo finansowe w Polsce*, Warszawa 2009, s. 373.

109 Faktor to wyspecjalizowana instytucja skupująca faktury przed terminem ich wykupu.

110 Faktorant to podmiot odsprzedający swoje wierzycelności (faktury) przed terminem płatności.

111 J. Czarecki, *Umowa faktoringu w prawodawstwie polskim*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Lublin 2009, s. 766.

Schemat 4. Usługi świadczone w ramach funkcji finansowej i zabezpieczającej faktoringu

Źródło: K. Kreczmańska-Gigol, *Faktoring w teorii i praktyce*, Gliwice 2007, s. 41.

Faktoring polega na odsprzedaży wierzytelności przed wymaganym terminem płatności przez dotychczasowego wierzyciela wyspecjalizowanej firmie¹¹². W faktoringu istnieją powiązania między trzema podmiotami, będącymi przedsiębiorstwami: faktorem, faktorantem i dłużnikiem. Zazwyczaj jest to długookresowa współpraca, w ramach której dochodzi

112 W zależności od wypłaconej sumy wyróżniamy: faktoring awansowy – gdzie faktor wypłaca pewien procent sumy (zazwyczaj od 75% do 90% wartości faktur), a pozostałą część zachowuje jako gwarancję do czasu zapłaty przez dłużnika oraz faktoring dyskontowy – gdzie faktor wypłaca od razu całość sumy pomniejszoną o złożoną marżę i koszty (zdyskontowana). P. Bryła, *Wierzytelność w praktyce gospodarczej*, Warszawa 1999, s. 28.

do przelewu wierzycelności przez faktoranta (przedsiębiorstwo) na faktora oraz świadczeniu przez faktora na rzecz faktoranta dodatkowych usług związanych z przelewem wierzycelności¹¹³. Co do zasady zgoda dłużnika nie jest wymagana do wykonania przelewu wierzycelności. Do faktoringu wybierane są tylko wierzycelności spełniające następujące kryteria: krótkoterminowe, pieniężne, istniejące i przyszłe, nieprzeteterminowane, pochodzące z obrotu gospodarczego, potwierdzone dokumentami, a ich przelew nie został zakazany lub ograniczony umową¹¹⁴.

Popularność faktoringu wzrasta w okresach zaostrzonej polityki kredytowej banków. Jest to spowodowane łatwiejszym dostępem do takiego finansowania: inną od kredytowej procedurą przyznawania limitu oraz prostszymi i tańszymi zabezpieczeniami. Obecnie kredyt i faktoring są relatywnie porównywalne cenowo. Atutem faktoringu jest jego różnorodność¹¹⁵. Umożliwia on przedsiębiorstwom korzystanie z gotówki niemal natychmiast po wystawieniu faktury¹¹⁶, co poprawia ich płynność finansową i zmniejsza ryzyko handlowe transakcji, zabezpieczając przed ryzykiem opóźnień w płatnościach lub braku zapłaty od kontrahentów. Faktoring opłaca się zwłaszcza firmom oferującym masowe produkty lub usługi swoim stałym odbiorcom. Sektory gospodarki, które chętnie korzystają z faktoringu jako źródła finansowania, to przede wszystkim budownictwo i dystrybucja stali¹¹⁷.

Poza funkcją finansową faktoring pełni również funkcje zabezpieczającą, administracyjną i dodatkową. W ramach funkcji zabezpieczającej (gwarancyjnej) faktor przejmuje ryzyko związane z niewypłacalnością dłużnika. Polega to na zakupie przez faktora wierzycelności z wyłącze-

113 K. Kreczmańska-Gigol, *Faktoring w świetle prawa cywilnego, podatkowego i bilansowego*, Warszawa 2006, s. 11.

114 J. Ostaszewski i in., *Finanse spółki akcyjnej*, Warszawa 2009, s. 148.

115 Podmioty chcące skorzystać z usługi faktoringu mają do wyboru tradycyjną usługę, jak również nowe produkty faktoringowe. Przykładem jest faktoring pełny z polisą klienta. Jest on skierowany do przedsiębiorców, którzy posiadają umowy ubezpieczenia należności handlowych lub chcą indywidualnie zawierać je z ubezpieczycielem, a przy tym potrzebują dodatkowych środków przed terminem płatności ubezpieczonych faktur. Takie rozwiązanie umożliwia m.in. uzyskanie przez klienta faktoringu pełnego bez konieczności rozwiązywania aktualnie obowiązującej polisy. Obecnie w swojej ofercie taki produkt posiadają m.in. Bank Pekao S.A., Bank Millennium, Raiffeisen Polbank.

116 Na rynku istnieją faktorzy, którzy są w stanie przekazać zaliczkę na finansowanie należności w ciągu kilku godzin od momentu wystawienia faktury. Jest to możliwe dzięki zastosowaniu systemów informatycznych, które zapewniają maksymalną automatyzację procesu weryfikacji skupowanych faktur oraz natychmiastowe postawienie do dyspozycji faktoranta środków. Nowoczesne systemy IT są obecnie niezbędnym elementem działalności firm faktoringowych.

117 J. Grobicki, *Profesjonalna i skuteczna windykacja: Faktoring 2009*, „Bank” 2009, nr 2, s. 64.

niem prawa regresu wobec sprzedającego wierzytelność (faktoring właściwy). W sytuacji takiej faktor zobowiązany jest wobec faktoranta z tytułu przejętych wierzytelności. Funkcja administracyjna faktoringu polega na świadczeniu usług, które nie muszą być związane z daną wierzytelnością, mogą np. dotyczyć efektywnego zarządzania przedsiębiorstwem. Do usług oferowanych w ramach funkcji administracyjnej faktoringu zaliczamy: usługi dotyczące minimalizacji ryzyka, usługi dotyczące zarządzania wierzytelnościami i usługi dotyczące ściągania wierzytelności¹¹⁸.

Firmy faktoringowe wyręczają klientów w monitorowaniu i upominaniu dłużników, pomagają również odzyskiwać należności (pomoc w windykacji przeterminowanych należności), gdy taka interwencja jest konieczna. Usługi te nie stanowią głównego źródła przychodów dla faktorów, ale wspomagają proces pozyskania i utrzymania klientów. W przypadku banków oferujących usługę faktoringu, zazwyczaj brak w ofercie dodatkowych usług.

Do zalet faktoringu zalicza się m.in.¹¹⁹:

- dostęp do stałego źródła środków pieniężnych, umożliwiających kontynuowanie działalności;
- wymogi co do zdolności kredytowej i zabezpieczeń niższe niż w przypadku kredytu bankowego;
- możliwość zwiększenia poziomu sprzedaży poprzez wydłużanie terminów płatności dla swoich kontrahentów;
- większa możliwość wywierania wpływu na dłużnika (na spłatę przez niego długu) poprzez instytucję faktoringową;
- możliwość przeniesienia ryzyka wypłacalności dłużnika na faktora;
- ograniczenie kosztów własnych ściągania należności;
- szybsza i prostsza procedura, której efektem jest zawarcie umowy na świadczenie usług.

Obok licznych zalet, faktoring ma również wady, tj.¹²⁰:

- generalnie wyższe koszty w porównaniu do kredytu bankowego;
- ograniczona wiedza na temat faktoringu wpływa na postrzeganie tej usługi jako bardzo skomplikowanej i niedostępnej;
- część wymagań stawianych przez firmy faktoringowe stanowi przeszkodę w podpisaniu umowy, np. odpowiednia liczba kontrahentów, wybrana branża, poziom generowanych obrotów;
- jej wdrożenie może być powodem zerwania relacji biznesowych z kontrahentem;
- brak jednolitych podstaw prawnych funkcjonowania faktoringu.

118 K. Kreczmańska-Gigol, *Faktoring w teorii i praktyce*, Gliwice 2007.

119 *Ibidem*, s. 375.

120 *Ibidem*.

Dla małych i średnich przedsiębiorstw poważne konsekwencje może mieć przede wszystkim osłabienie kontaktów z klientami. W przypadku tych podmiotów bezpośrednia znajomość klientów ma duże znaczenie. Przejęcie części funkcji związanych z zarządzaniem należnościami przez faktora osłabia tę więź. W sytuacji, gdy wszelkie kontakty z odbiorcami zostaną przejęte przez faktora, możliwe jest wręcz obniżenie przychodów ze sprzedaży, wynikające ze zbyt rygorystycznej oceny klientów oraz braku dopasowania oferty do potrzeb odbiorców¹²¹.

Zagrożeniami dla rozwoju rynku faktoringowego są¹²²:

- spadek aktywności przedsiębiorstw – mniejsze obroty oznaczają niższą wartość skupionych faktur oraz niższe obroty firm faktoringowych;
- spadek wielkości eksportu – zmniejszenie zagranicznego popytu na produkty przekłada się na spadek obrotów w faktoringu eksportowym;
- pogorszenie się sytuacji ekonomiczno-finansowej klientów, zatory płatnicze – aby ograniczyć ryzyko związane z finansowaniem obrotów klientów, których sytuacja ekonomiczno-finansowa pogarsza się, firmy faktoringowe wprowadzają ostrzejsze kryteria oceny zdolności faktoringowej;
- rosnący koszt pieniądza – podwyższony koszt pieniądza zwiększy koszt faktoringu, gdyż faktorzy pozyskują środki na rynku finansowym.

1.2.7. Forfaiting

Pojęcie forfaitingu pochodzi od francuskiego słowa *à forfait*, które oznacza zrzeczenie się, poddanie lub zaniechanie praw do czegoś¹²³. W kontekście ekonomicznym forfaiting jest prostym technicznie, a zarazem akceptowanym na całym świecie instrumentem finansowania handlu zagranicznego. Usługa forfaitingu polega na zakupie przez instytucję forfaitingową (najczęściej bank) należności terminowych jej klientów, które powstały w następstwie realizacji kontraktu handlowego, bez regresu w stosunku do sprzedawcy tych wierzycelności, z zastrzeżeniem, że wierzycelności te przyjmą postać akceptowanego z punktu widzenia instytu-

121 G. Michalski, *Faktoring i jego wpływ na wzrost wartości przedsiębiorstwa faktora*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy. Inspiracje z integracji europejskiej*, Lublin 2008, s. 614.

122 J. Grobicki, *Profesjonalna i skuteczna windykacja...*, s. 65.

123 B. Edwards, *Credit Management Handbook*, Burlington 2008, s. 343.

cji forfaitingowej instrumentu finansowego. Forfaiting dotyczy nabycia przez instytucję forfaitingową średnio- lub długoterminowej pieniężnej wierzytelności handlowej, wynikającej głównie z takich umów, jak: sprzedaż, dostawa, świadczenie usług, leasing oraz z wierzytelności wekslowych. Instytucja forfaitingowa pobiera z tego tytułu odsetki dyskontowe oraz przejmuje ryzyko wypłacalności dłużnika.

W ujęciu prawnym, forfaiting traktowany jest jako umowa zobowiązaniowa. Przyjmuje się, że jest to umowa nienazwana prawa cywilnego¹²⁴, na podstawie której następuje sprzedaż przez przedsiębiorcę na rzecz instytucji forfaitingowej wierzytelności za cenę odpowiadającą jej wartości, pomniejszoną o prowizję oraz o koszty instytucji forfaitingowej. Na gruncie prawa polskiego do forfaitingu znajdują zastosowanie przepisy kodeksu cywilnego, prawa bankowego, prawa wekslowego, prawa dewizowego, a także jednolite zwyczaje i praktyki dotyczące akredytyw dokumentowych¹²⁵.

Wyróżnia się następujące rodzaje forfaitingu:

- forfaiting właściwy (prawidłowy) i niewłaściwy (nieprawidłowy);
- forfaiting bezpośredni i pośredni;
- forfaiting krajowy i międzynarodowy.

W forfaitingu właściwym zbywca wierzytelności zostaje zwolniony od wszelkiej odpowiedzialności związanej ze sprzedaną wierzytelnością. Od momentu zawarcia umowy forfaitingu ryzyko niewypłacalności dłużnika, ryzyko zmian oprocentowania kapitału, ryzyko walutowe, a nawet ryzyko zmian gospodarczych obciąża instytucję forfaitingową. Wierzytelność będąca przedmiotem forfaitingu właściwego nie może „powrócić” do zbywcy. W forfaitingu niewłaściwym natomiast ryzyko zostaje po stronie zbywcy wierzytelności.

Przy forfaitingu bezpośrednim wierzytelności nabywane są bezpośrednio od zbywcy. Ten typ forfaitingu występuje najczęściej w sytuacji, gdy zagraniczna instytucja forfaitingowa, której zbywca wierzytelności zaproponował zawarcie umowy, zwraca się do instytucji forfaitingowej z kraju zbywcy wierzytelności, z propozycją dokonania transakcji forfaitingowej z tym przedsiębiorcą. Przy forfaitingu pośrednim zagraniczna instytucja forfaitingowa korzysta w kraju zbywcy wierzytelności tylko z usług pośrednictwa krajowej instytucji forfaitingowej¹²⁶.

O podziale forfaitingu na krajowy i międzynarodowy decyduje jego zasięg przestrzenny. Gdy uczestnicy transakcji działają na terytorium

124 Podobnie jak umowa faktoringu oraz franchisingu. *Faktoring. A co na to prawo?*, „Gazeta Finansowa”, 10.08.2010.

125 P. Dziwiński, *Forfaiting wierzytelności leasingowych*, Bielsko Biała 2009, s. 16.

126 J. Mojak, *Obrót wierzytelnościami*, s. 164.

jednego kraju, wówczas mówi się o forfaitingu krajowym. W przeciwnym przypadku transakcja dotyczy forfaitingu międzynarodowego.

Poza wymienionymi rodzajami forfaitingu na rynku istnieją jeszcze mniej popularne jego odmiany, do których zalicza się m.in.¹²⁷:

- forfaiting poszerzony – występuje, gdy do usługi forfaitingu dołączono dodatkowe usługi, tj. czynności prowadzące do uzyskania wymaganych prawem zezwoleń dewizowych, badanie standingu finansowego kontrahenta, analiza sytuacji na rynku kapitałowym danego kraju; dodatkowe usługi wiążą się z zapłatą dalszych prowizji;
- forfaiting połączony z conformingiem – występuje w sytuacji, gdy wierzitelności pochodzą z umowy opatrzonej klauzulą *confirmed*¹²⁸, ryzyko handlowe przejmowane jest przez firmę conformingową w chwili umieszczenia na umowie stosownej klauzuli;
- forfaiting dalszy – występuje, gdy nieposiadająca większych zasobów kapitałowych instytucja forfaitingowa czyni nabyte wierzitelności przedmiotem dalszych umów;
- hermes forfaiting (*quasi*-forfaiting) – dotyczy wierzitelności wynikających z transakcji eksportowych; wierzitelności te są zabezpieczone gwarancjami udzielonymi przez rząd kraju eksportera.

Należności forfaitingowe nabywają banki i instytucje forfaitingowe do tzw. własnego portfela, bądź też do dalszej odsprzedaży na rynku wtórnym. Najczęściej nabywcami są banki lub instytucje forfaitingowe z kraju eksportera, niejednokrotnie prowadzące rachunek bankowy importera lub z nim związane. Przedmiot forfaitingu może być odsprzedawany wielokrotnie. Dochód zbywcy wierzitelności pochodzi zarówno z różnicy między ceną nabycia a ceną sprzedaży (wynika zazwyczaj ze zwiększenia marży na pieniądzu¹²⁹), jak i z odsetek zależnych od okresu, przez jaki wierzitelność pozostawała w księgach banku¹³⁰.

W literaturze przedmiotu istnieje również określenie forfaitingu jako szczególnej formy faktoringu. W rzeczywistości jest to usługa zbliżona do faktoringu¹³¹, ale mająca wiele elementów różniących ją od faktoringu. W tabeli 5. przedstawiono różnice między forfaitingiem a faktoringiem.

127 P. Dziwiński, *Forfaiting wierzitelności...*, s. 19–20.

128 Klauzula ta jest nadawana danej umowie eksportowej, po dokładnym zbadaniu przez wyspecjalizowanego przedstawiciela firmy conformingowej, działającego w kraju importera, jego standingu finansowego, wiarygodności prawnej i ekonomicznej.

129 Na przykład kupując należność od eksportera po cenie LIBOR +1,5%, a sprzedając innemu bankowi po cenie LIBOR +2%.

130 P. Bryła, *Wierzitelność w praktyce...*, s. 45.

131 K. D. Weiss, *Building an Import/Export Business*, New Jersey 2008, s. 122.

Tabela 5. Różnice między faktoringiem a forfaitingiem

Kryterium	Forfaiting	Faktoring
Przedmiot	wierzytelności średnio- i długoterminowe, głównie eksportowe	wierzytelności krótkoterminowe, głównie handlowe
Wartość transakcji	bardzo duże wartości wierzytelności	niewielkie wartości wierzytelności
Powtarzalność transakcji	dotyczy zazwyczaj jednej indywidualnie oznaczonej wierzytelności	bardzo często występuje umowa o linię faktoringową
Refinansowanie	zazwyczaj 100% wartości wierzytelności	zazwyczaj 80–90% wartości wierzytelności
Prawo regresu	nie występuje	występuje przy faktoringu pełnym
Splata wierzytelności	głównie w ratach	wierzytelności wykupowane w ramach limitu
Dłużnik	nie jest informowany o zawarciu umowy	dłużnik jest informowany o zawarciu umowy (wyjątek – faktoring niejawni)
Obrót wekslowy	często dotyczy obrotu wekslowego	rzadko dotyczy weksli
Forma zaliczkowa	brak	występuje w faktoringu zaliczkowym
Usługi dodatkowe	brak	mogą wystąpić

Źródło: opracowanie własne na podstawie P. Bryła, *Wierzytelność w praktyce...*, s. 44–47; J. Mojak, *Obrót wierzytelnościami*, s. 163–164.

Korzyści wynikające z umów forfaitingowych to:

- uniknięcie ryzyka związanego z wypłacalnością dłużnika;
- wyeliminowanie ryzyka transakcji – handlowego i niehandlowego (gospodarczego, politycznego), na skutek przejęcia ryzyka przez bank;
- wyeliminowanie ryzyka zmiany kursów walut;
- poprawa płynności i zdolności płatniczej przedsiębiorstwa;
- podwyższenie wiarygodności kredytowej;
- korzystniejszy obraz bilansu przedsiębiorstwa w związku z zamianą aktywów w postaci należności terminowych na gotówkę i w związku z tym skrócenie bilansu;
- możliwość oferowania partnerom handlowym korzystniejszych form płatności (dłuższych terminów zapłaty);
- możliwość rozszerzenia kontaktów handlowych i zwiększenia obrotów z partnerami zagranicznymi przy braku możliwości zaciągnięcia kredytu refinansującego dostawy.

Do często wskazywanych wad forfaitingu zalicza się przede wszystkim wysokie koszty finansowe, wymagane dobre zabezpieczenie, małą dostępność usług, niewielką świadomość dotyczącą tego produktu w środowisku biznesowym. Wymienione wady uniemożliwiają szybki rozwój forfaitingu na rynku polskim. Cieszy się on znacznie mniejszą popularnością niż faktoring.

1.3. Polski rynek wierzytelności

1.3.1. Geneza rynku wierzytelności w Polsce

W pierwszych latach rozwoju polskiego rynku wierzytelności (na początku lat 90. XX w.) długi wielkich przedsiębiorstw państwowych odgrywały największą rolę na rynku wierzytelności. Ta sytuacja utrzymywała się do połowy lat 90., kiedy to wierzytelności komercyjne zaczęły zwiększać swój udział w rynku. Obecnie coraz popularniejsze staje się „życie na kredyt”, co w znacznym stopniu przyczynia się do dalszego rozwoju rynku wierzytelności. Korzystanie z kredytów i pożyczek zależy zarówno od preferencji kredytobiorców, jak i od dostępności, o której decydują kredytodawcy. Możliwości inwestycyjne przedsiębiorstw w dużym stopniu ograniczane są dostępnością na rynku kapitałów i ich kosztem.

Na poszczególnych etapach rozwoju rynku wierzytelności zaczęło przybywać podmiotów wyspecjalizowanych w obrocie wierzytelnościami. Do podmiotów tych zalicza się głównie: firmy faktoringowe, firmy windykacyjne, fundusze sekurytyzacyjne, pośredników w obrocie wierzytelnościami. Z roku na rok zwiększają się ich obroty, zaczynają one wkraczać na coraz to nowsze obszary rynku wierzytelności.

Dodatkowym czynnikiem, który wpłynął na rozwój polskiego rynku wierzytelności, była pogarszająca się sytuacja finansowa wielu dłużników, będąca skutkiem ostatniego kryzysu finansowego¹³². W warunkach kryzysu każda transakcja handlowa niesie ryzyko niewywiązania się kontrahenta z zawartej umowy. Część nieregulowanych wierzytelności zostaje wówczas przekazana firmom windykacyjnym, które w profesjonalny sposób zajmują się odzyskiwaniem długów. W tej sytuacji udział firm windykacyjnych w rynku wierzytelności stopniowo wzrasta.

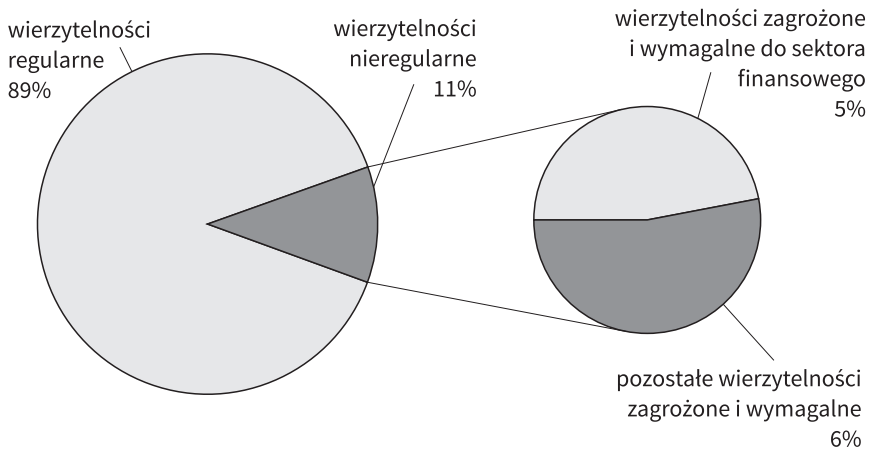
132 Mimo że większość specjalistów twierdzi, że skutki kryzysu finansowego Polska odczuła tylko pośrednio, to w wielu przypadkach kryzys doprowadził polskie podmioty do ograniczenia działalności lub wręcz jej zaprzestania.

1.3.2. Struktura polskiego rynku wierzytelności

Wartość polskiego rynku wierzytelności z roku na rok wzrasta. Spowolnienie gospodarcze, które dotknęło nie tylko Polskę, lecz także inne kraje, przyczyniło się do wzrostu wartości wierzytelności nieregularnych. Strukturę polskiego rynku wierzytelności przedstawiono na wykresie 2.

Wzrost wartości wierzytelności nieregularnych przyczynił się do wzrostu znaczenia wyspecjalizowanych firm windykacyjnych oraz wzrostu wartości spraw przekazanych do windykacji tym firmom. Według szacunków Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową (IBnGR), wartość tego rynku w ostatnich latach wzrosła z poziomu 9 mld zł (2006 r.) do 14,3 mld zł (2009 r.)¹³³. Z prognoz IBnGR wynikało, że do 2014 r. wartość tego rynku miała wzrosnąć do poziomu 22,2 mld zł¹³⁴ (wykres 3.).

Wykres 2. Struktura rynku wierzytelności w Polsce (luty 2010)



Źródło: K. Borusowski, *Materiały z Kongresu Zarządzania Wierzytelnościami w Polsce*, 21 kwietnia 2010 r., <http://kpf.pl/obrazki/file/Prezentacje%20i%20Kongres%20Zarz%C4%85dzania%20Wierzytelno%C5%9Bcia-mi/Krzysztof%20Borusowski.pdf> (3.08.2010).

133 Wartość polskiego rynku windykacyjnego w 2010 r. osiągnęła poziom 16,6 mld zł. Średnioroczny wzrost na przestrzeni ostatnich 3 lat wyniósł 23%. I. Rokicka, *Komentarz specjalny – KRUK S.A. Zyskowe długi*, Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A., 15.04.2011, s. 1.

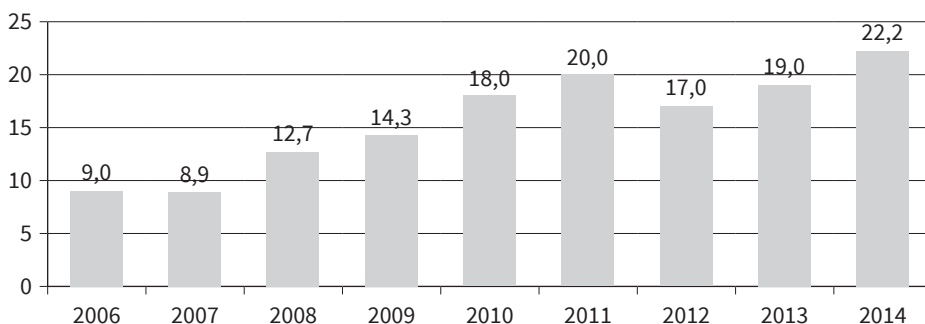
134 *Rynek zarządzania wierzytelnościami w Polsce...*, s. 92.

Dotychczasowe wysokie tempo wzrostu polskiego rynku windykacyjnego świadczy o tym, że sektor zarządzania wierzycelnościami w Polsce znajduje się w fazie rozwoju i nie jest jeszcze w pełni ukształtowany. Rosnące zadłużenie Polaków, upowszechnianie wiedzy o działaniach windykacyjnych oraz wzrost ogólnego zaufania do firm windykacyjnych stwarza perspektywy dalszego rozwoju tego sektora. W najbliższych latach czynnikami stymulującymi rozwój branży windykacyjnej w Polsce będą:

- rozwój rynku kredytowego;
- wzrost skłonności wierzycieli do outsourcingu usług windykacyjnych¹³⁵;
- sprzedaż pakietów wierzycelności.

Wśród wierzycelności przekazywanych firmom windykacyjnym dominuje zadłużenie wobec sektora bankowego (wykres 4.). Według szacunków IBnGR¹³⁶ stanowi ono około 70% windykowanych należności. W 2009 r. wartość wierzycelności przekazanych przez banki wyniosła ok. 10 mld złotych. Zaledwie niewielką część tego zadłużenia stanowiły kredyty hipoteczne. Wynika to z faktu, że gospodarstwa domowe spłacają je w pierwszej kolejności. Około 80% wierzycelności przekazywanych przez banki dotyczy kredytów detalicznych¹³⁷. W 2013 r. banki łącznie przekazały wierzycelności o wartości nominalnej 16 mld zł, z czego 7,5 mld zł w formie inkaso, a 8,5 mld zł w formie sprzedaży na rynku.

Wykres 3. Wielkość rynku usług windykacyjnych w Polsce w latach 2006–2014 (w mld zł)



Źródło: *Rynek zarządzania wierzycelnościami w Polsce...*, s. 36, 92; *Raport: Rynek wierzycelności w Polsce*, Kancelaria Medius SA, s. 12.

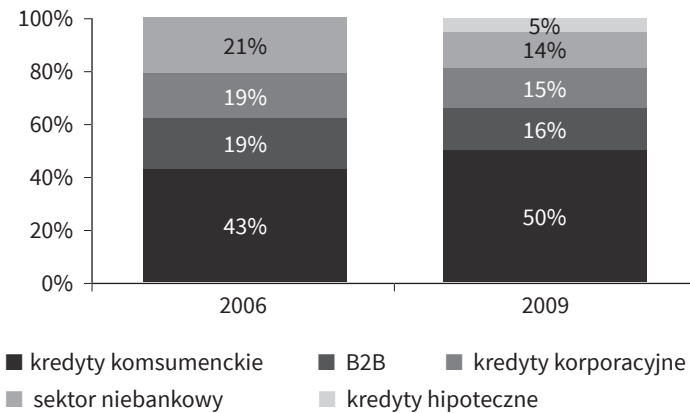
¹³⁵ W porównaniu z innymi krajami, w Polsce skłonność ta jest nadal niewielka, a duże instytucje finansowe dopiero rozpoczynają współpracę z zewnętrznymi firmami windykacyjnymi. *Rynek zarządzania wierzycelnościami w Polsce...*, s. 94.

¹³⁶ *Rynek zarządzania wierzycelnościami w Polsce...*, s. 39–40.

¹³⁷ I. Rokicka, *Komentarz specjalny – KRUK S.A...*, s. 1.

Na tzw. sektor niebankowy, pod którym należy rozumieć wszystkie podmioty gospodarcze, wobec których gospodarstwa domowe nie spłacają terminowo swoich zobowiązań (np. firmy ubezpieczeniowe, operatorzy telefonii, telewizje cyfrowe i kablowe, zakłady energetyczne, spółdzielnie i wspólnoty mieszkaniowe, a także instytucje publiczne) przypada 14% wierzytelności. Pozostałe 16% dotyczy sektora B2B, czyli wzajemnych rozliczeń finansowych między przedsiębiorstwami, np. nieopłacone faktury za dobra/usługi.

Wykres 4. Struktura segmentowa polskiego rynku zarządzania wierzytelnościami w latach 2006 i 2009

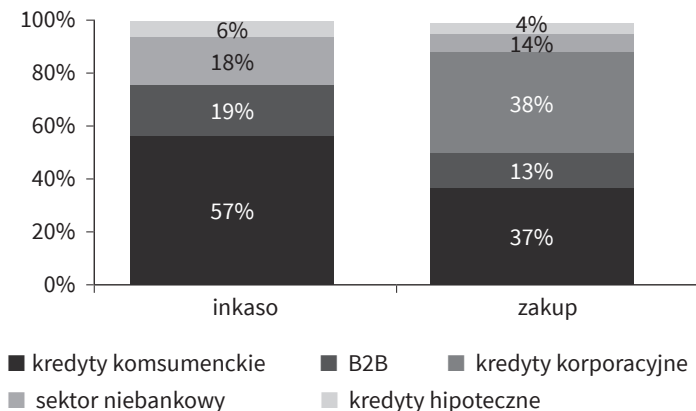


Źródło: *Rynek zarządzania wierzytelnościami w Polsce...*, s. 40.

Według raportu IBnGR, 63% rynku inkasa przypadało na sprawy przekazywane przez sektor bankowy, w tym aż 57% dotyczyło kredytów konsumenckich (wykres 5.). W 2009 r. praktycznie całość wierzytelności korporacyjnych była odsprzedawana firmom windykacyjnym¹³⁸, stanowiły one aż 38% rynku zakupu wierzytelności. Według podziału sektorowego, 81 % rynku inkasa przypadało na sektor B2C, a tylko 19% na sektor B2B¹³⁹.

¹³⁸ Dominowała sprzedaż wierzytelności korporacyjnych nad ich inkasem.

¹³⁹ Wyższy udział rynku B2B w rynku inkasa o 3 pkt. proc. w stosunku do całego rynku windykacji świadczy o tym, iż przedsiębiorcy przy ściąganiu należności częściej preferują pośrednictwo firm windykacyjnych niż całkowitą odsprzedawanie wierzytelności. *Rynek zarządzania wierzytelnościami w Polsce...*, s. 41.

Wykres 5. Struktura segmentowa rynków inkasa i zakupu wierzycelności w Polsce w 2009 r.

Źródło: *Rynek zarządzania wierzycelnościami w Polsce...*, s. 41–42.

Z punktu widzenia podmiotów występujących na rynku usług windykacyjnych, największy udział (24%) przypada firmie KRUK S.A. (wykres 6.)¹⁴⁰.

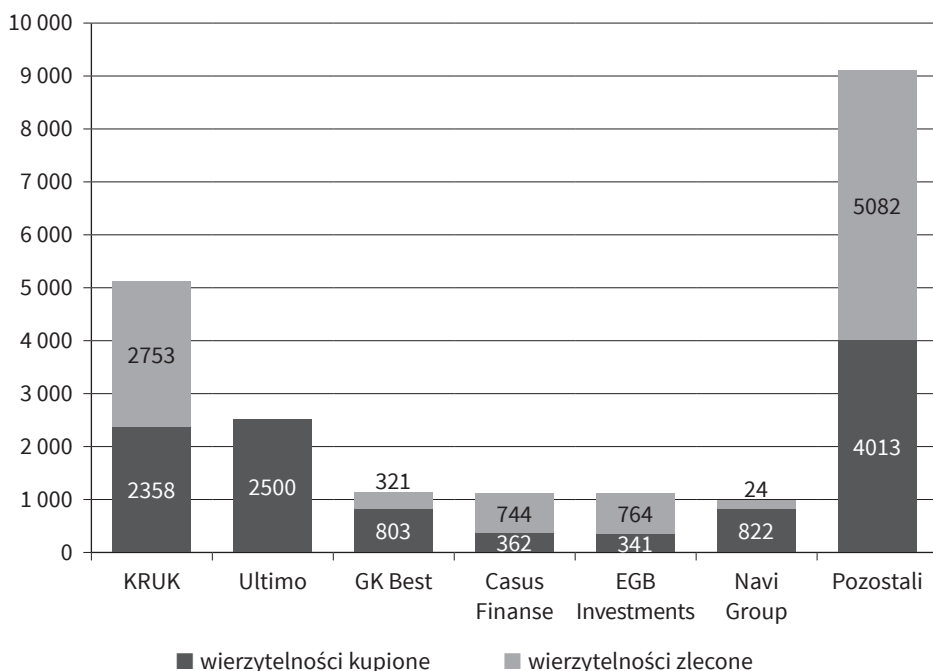
KRUK S.A. nabywa wierzycelności w trzech segmentach rynku: konsumenckim (niezabezpieczonym), korporacyjnym oraz zabezpieczonym hipotecznie. Koncentruje się na bankowych wierzycelnościach detalicznych. Od połowy 2008, jako pierwsza firma windykacyjna w Polsce, na masową skalę realizuje strategię ugodową¹⁴¹.

Na drugim miejscu plasuje się firma Ultimo (12%). Kolejne firmy to GK Best, Casus Finanse i EGB Investments (po ok. 5%). Na sześć największych firm przypada ponad 56% rynku zarządzania wierzycelnościami w Polsce.

140 KRUK S.A. jest liderem rynku windykacyjnego w Polsce i Rumunii. Zarówno w Polsce, jak i w Rumunii, KRUK prowadzi działalność w dwóch wzajemnie uzupełniających się segmentach, oferując usługi windykacji na zlecenie (tzw. inkaso) oraz nabywając pakiety wierzycelności na własny rachunek. Spółka rozpoczęła działalność w 1999 r. na rynku inkasa, a od 2002 r. nabywa również wierzycelności na własny rachunek. W 2013 przychody z zakupu wierzycelności stanowią 88% ogółu przychodów spółki. Od 2011 r. spółka prowadzi działalność również na rynku czeskim i słowackim.

141 Według szacunków spółki, prawdopodobieństwo uzyskania spłaty deklarowanej w strategii ugodowej wzrasta, w porównaniu do strategii klasycznej, z ok. 40%–50% do ok. 70%–80%. W 2010 aż 57% spłat uzyskanych przez KRUKa opartych było o strategię ugodową. I. Rokicka, *Komentarz specjalny – KRUK S.A...*, s. 1.

Wykres 6. Struktura rynku zarządzania wierzytelnościami w 2013 r. wg wartości nominalnej spraw (w mln zł)



Źródło: dane KRUK S.A.

1.3.3. Zjawisko nieregulowania zobowiązań na rynku polskim

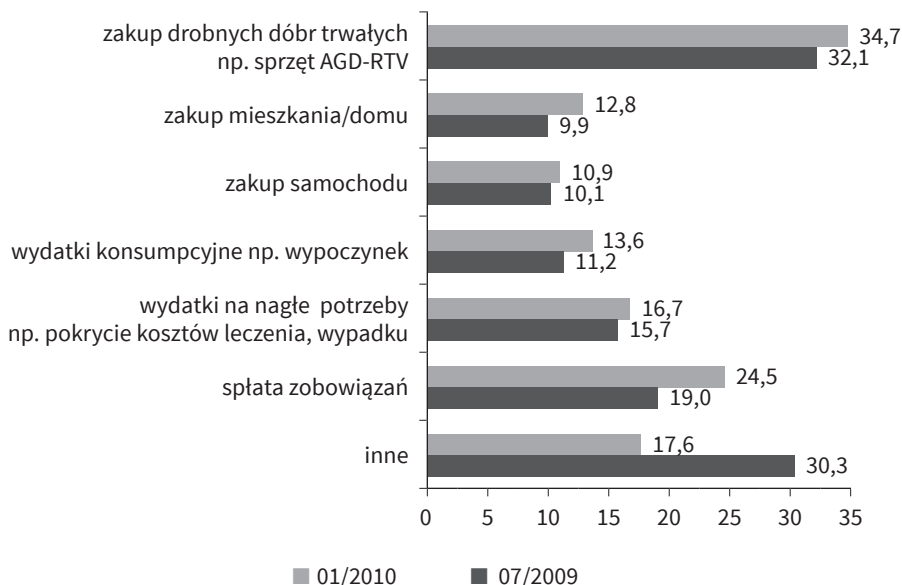
Na polskim rynku, podobnie jak w innych krajach, dało się odczuć spowolnienie gospodarcze wywołane kryzysem *subprime*. Skala tego spowolnienia była jednak mniejsza niż w większości krajów Unii Europejskiej. Skutki amerykańskiego kryzysu nadal są odczuwalne dla Polski. Kłopoty z płynnością były główną przyczyną bankructw polskich przedsiębiorstw w ostatnich latach. W I kwartale 2010 r. ogłoszono upadłość 177 przedsiębiorstw. Podobnie było w kolejnych kwartałach, aż do końca 2011 r. Rok 2012 niestety nie był najlepszy dla firm funkcjonujących w Polsce, gdyż w kolejnych kwartałach liczba ogłoszonych upadłości przekroczyła poziom 200 przedsiębiorstw. W I kwartale 2013 r. padł rekord dotyczący upadłości – 262 przedsiębiorstwa.

Obecna sytuacja nie jest korzystna dla firm windykacyjnych w sektorze wierzytelności gospodarczych. Wynika to z faktu, że w czasach wzrostu gospodarczego przyrost zleceń bardzo często wiąże się z automatycznym wzrostem dochodów, natomiast w czasach kryzysu prowadzenie postępowań windykacyjnych ulega bardzo poważnym zmianom. W czasach spowolnie-

nia gospodarczego windykacja wymaga znacznie większych nakładów operacyjnych (ekspertyz prawnych, negocjacji w terenie i innych analiz).

Problem nadmiernego zadłużania się Polaków wynika m.in. z coraz większej dostępności produktów finansowych i nadal jeszcze niedostatecznej świadomości klientów co do konsekwencji wykorzystania tych produktów. Zakupy na raty, pożyczki „na dowód” czy też szybkie kredyty kuszą konsumentów. Problem pojawia się dopiero, gdy zadłużenie trzeba spłacić¹⁴². Motywy zadłużania się Polaków przedstawiono na wykresie 7.

Wykres 7. Motywy zadłużania się Polaków (w %)



Źródło: A. Roter, *Diagnoza zadłużenia Polaków i jego konsekwencji w badaniach koniunktury*, Warszawa 2010, s. 11.

Na rynku pojawia się też zjawisko tzw. przekredytowanych bądź nadaktywnych klientów, czyli takich, którzy mają wiele zobowiązań kredytowych do spłaty (według Biura Informacji Kredytowej co najmniej 10 kredytów). Polega to na zaciąganiu kolejnych kredytów w celu spłaty poprzednich. Szacuje się, że zjawisko to ma miejsce zwłaszcza w sektorze kredytów długoterminowych hipotecznych¹⁴³.

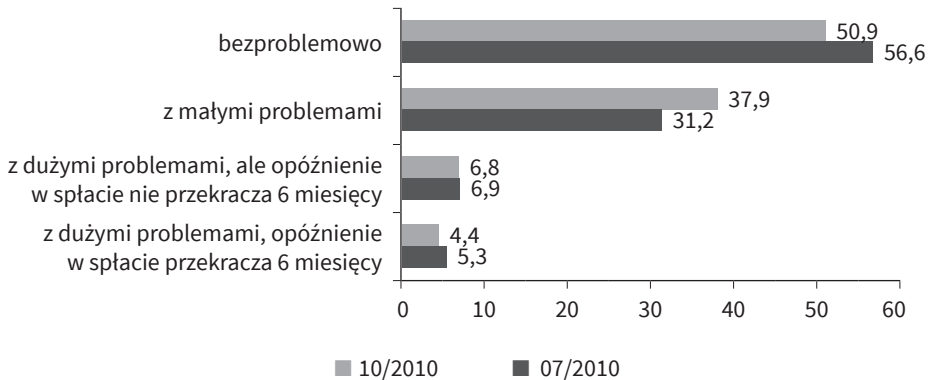
142 Obecny profil dłużnika wskazuje, że ma on świadomość konieczności uregulowania zaciągniętych zobowiązań, a opóźnienia w spłacie wywołane są brakiem środków na uregulowanie wymagalnych zobowiązań.

143 E. Siemińska, *Ryzyka inwestowania i finansowania na rynku nieruchomości w kontekście etyki i społecznej odpowiedzialności*, Toruń 2013, s. 186.

W najnowszym badaniu przeprowadzonym na rynku *consumer finance* przez Konferencję Przedsiębiorstw Finansowych i Instytut Rozwoju Gospodarczego SGH wskazano na wzrost problemów z obsługą zobowiązań przez polskie gospodarstwa domowe (wykres 8.)¹⁴⁴.

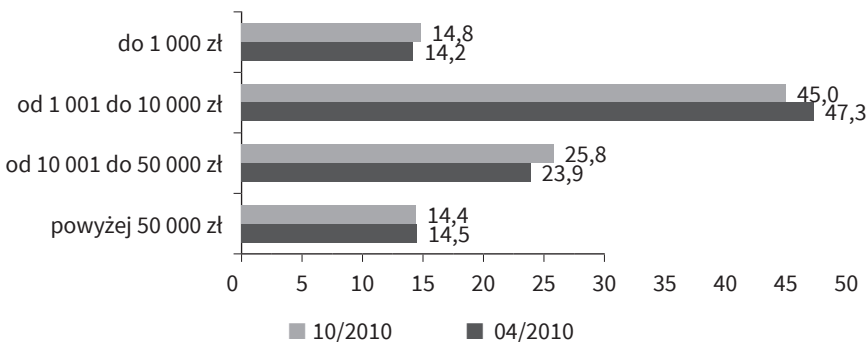
Znaczące pogorszenie dotyczyło pojawienia się problemów w spłacie zobowiązań¹⁴⁵ w tych gospodarstwach, w których do tej pory zobowiązania były regulowane bezproblemowo. Wielkość zadłużenia w badanych gospodarstwach domowych również uległa zmianie (wykres 9.).

Wykres 8. Obsługa zadłużenia gospodarstw domowych w Polsce (w %)



Źródło: P. Białowolski, S. Dudek, *Sytuacja na rynku consumer finance IV kwartał 2010*, Warszawa 11/2010, s. 3.

Wykres 9. Struktura zadłużenia gospodarstw domowych w Polsce wg wartości zobowiązań (w %)

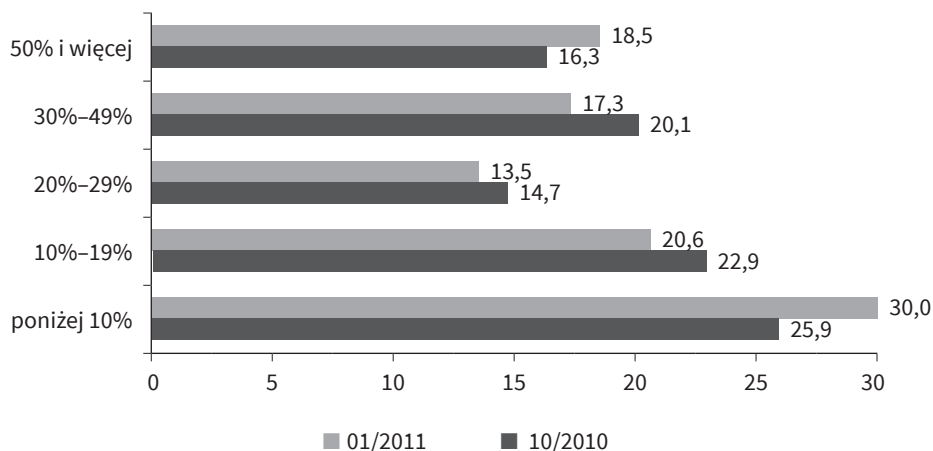


144 P. Białowolski, S. Dudek, *Sytuacja na rynku consumer finance, IV kwartał 2010*, Warszawa 11/2010, s. 3.

145 Jako przyczyny obiektywne tych problemów można zaliczyć: utratę pracy, utratę bliskiej osoby, ciężką chorobę, przeszacowanie swoich możliwości finansowych itp.

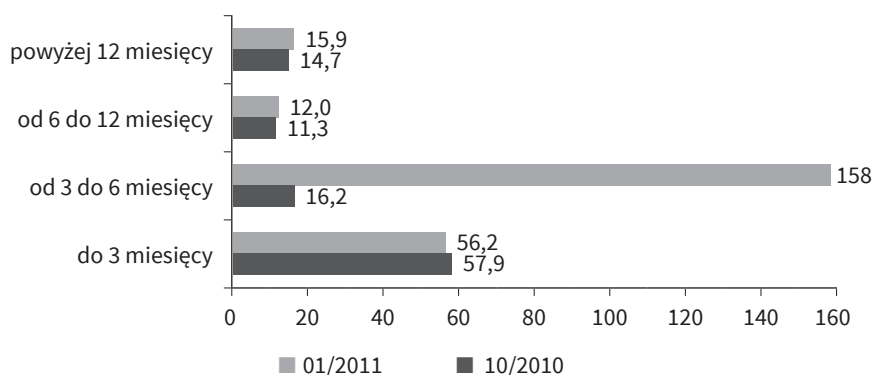
Struktura portfeli wierzycelności polskich przedsiębiorstw również nieznacznie się pogorszyła (por. wykres 10.). Odnotowano m.in. wzrost przeciętnego okresu przeterminowania należności z ok. 4 miesięcy i 6 dni do ok. 4 miesięcy i 12 dni. Za wydłużenie tego okresu odpowiada głównie wzrost odsetka należności opóźnionych o ponad 12 miesięcy. Udział w portfelu należności zagrożonych należności przeterminowanych przedstawiono na wykresie 11.

Wykres 10. Odsetek należności nieuregulowanych w portfelach polskich przedsiębiorstw (w %)



Źródło: P. Białowolski, *Portfel należności polskich przedsiębiorstw styczeń 2011, Informacja sygnałna*, Gdańsk–Wrocław 2011, s. 6.

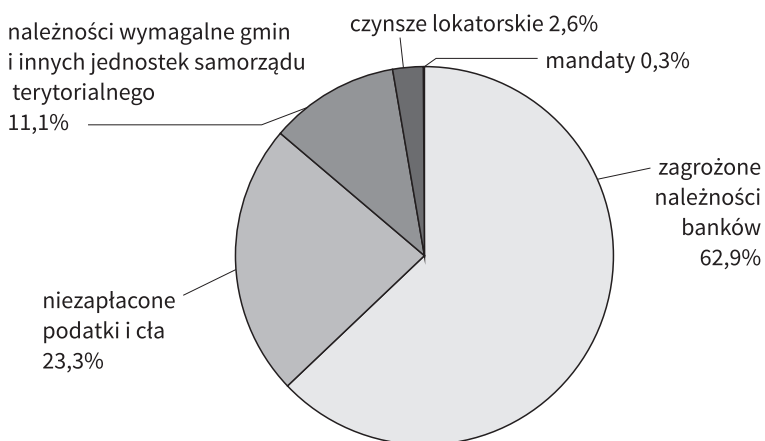
Wykres 11. Udział w portfelu należności zagrożonych i przeterminowanych (w %)



Źródło: P. Białowolski, *Portfel należności polskich przedsiębiorstw...*, s. 6.

Również według Kompleksowego Raportu o Długach (KRoD)¹⁴⁶, przygotowanego przez KRD, wydłuża się okres oczekiwania na pieniądze od kontrahentów/klientów. W I kwartale 2010 r. wynosił on 4 miesiące. Utrzymywała się również tendencja wzrostowa należności przeterminowanych, które w I kwartale 2010 r. stanowiły 26,3% wszystkich należności (szacunki KRD). Strukturę należności przeterminowanych przedstawiono na wykresie 12.

Wykres 12. Struktura należności przeterminowanych na rynku polskim (marzec 2011)



Źródło: Krajowy Rejestr Długów, *Kompleksowy Raport o Długach nr 7*, s. 5.

Największy udział w należnościach przeterminowanych mają zagrożone wierzytelności bankowe (61% wszystkich należności przeterminowanych). Firmy windykacyjne, widząc szansę na zwiększenie swoich obrotów dzięki wierzytelnościom sektora bankowego, chętnie podejmują się współpracy z bankami¹⁴⁷. Ponad 33% ankietowanych banków przyznaje, że część dłu-

146 KRoD zawiera informacje o poziomie przeterminowanego zadłużenia Polaków. Raport ten powstaje przy wykorzystaniu informacji gromadzonych przez NBP, Ministerstwo Finansów, Ministerstwo Spraw Wewnętrznych i Administracji oraz danych pochodzących z Krajowego Rejestru Długów. Więcej informacji: www.krd.pl/Infoservice/Info_download_files/Kompleksowy_Raport_o_Dlugach_03_2010.pdf (9.02.2011).

147 Udział kredytów nieregularnych w portfelach polskich banków rośnie o ok. 20% rocznie. Zaległe długi gospodarstw domowych wynoszą obecnie ok. 35 mld zł (w tym 21 mld zł dotyczy kredytów konsumpcyjnych). Według danych firmy consultingowej Roland Berger, kredyty nieregularne stanowiły na koniec 2010 r. 8,4%

gów sprzedaje firmom windykacyjnym, a 21% banków planuje rozpocząć współpracę z firmami windykacyjnymi w przyszłości¹⁴⁸. Jedną z takich form współpracy jest fundusz sekurytyzacyjny, który skupuje wierzitelności m.in. od banków, a następnie na ich podstawie emituje certyfikaty inwestycyjne.

Firmy windykacyjne najczęściej pełnią w procesie sekurytyzacji rolę *serwisera*. Polega ona na zarządzaniu sekurytyzowanymi wierzitelnościami na podstawie umowy o obsługę wierzitelności zawartej z funduszem. Aby firma windykacyjna mogła zajmować się wierzitelnościami funduszy sekurytyzacyjnych, musi uzyskać licencję na zarządzanie takimi wierzitelnościami od Komisji Nadzoru Finansowego¹⁴⁹.

1.3.4. Rynek wtórnego obrotu wierzitelnościami

Rynek obrotu wierzitelnościami w Polsce w przeciągu kilku lat stał się znaczącą częścią rynku finansowego. Wtórny obrót wierzitelnościami również zyskuje znaczenie. Najszybciej rozwijającymi się segmentami tego rynku są: handel wierzitelnościami (giełdy wierzitelności) i faktoring.

Giełdy wierzitelności

Na polskim rynku wtórnego obrotu wierzitelnościami obserwuje się obecnie coraz większe zainteresowanie giełdami wierzitelności¹⁵⁰. Przedmiotem obrotu na tych giełdach mogą być wszystkie udokumentowane należności, m.in. długi wynikające z nieuregulowanych faktur lub noty odsetkowe. Oferty obrotu wierzitelnościami skierowane są przede wszystkim do przedsiębiorstw, które nie widzą perspektyw szybkiej spłaty zobowiązań przez dłużnika, a zależy im na poprawie płynności finansowej poprzez zamianę należności na środki finansowe. Dzięki giełdom wierzyciele są w stanie uniknąć kosztów i czasu związanego z postępowaniem sądowym i komorniczym.

wszystkich pożyczek udzielonych klientom indywidualnym przez polskie banki. Jest to prawie dwukrotny wzrost w stosunku do roku 2008 (4,4% wszystkich pożyczek udzielonych klientom indywidualnym). Z. Reda, *Więcej osób ma problem ze spłatą kredytu*, „Rzeczpospolita”, 27.04.2011.

148 Z. Reda, *Więcej osób...*

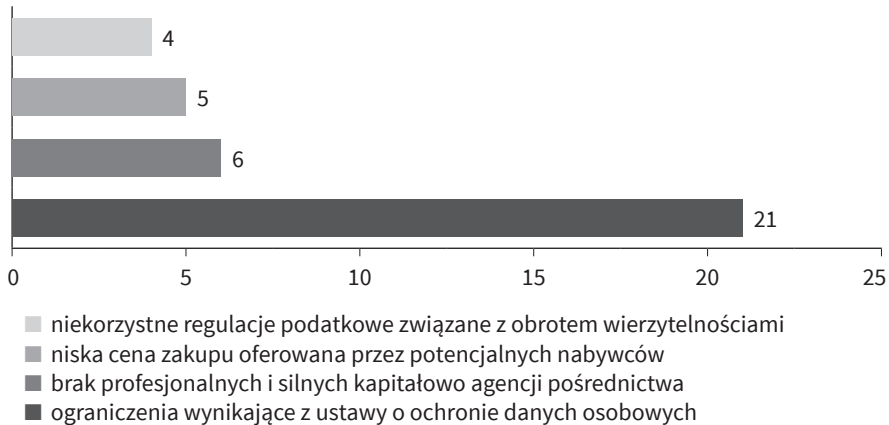
149 E. Szablowska, *Podejście nadzorczo-regulacyjne krajów europejskich do technik sekurytyzacyjnych*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Zarządzania i Finansów we Wrocławiu. Finanse i Rachunkowość. Seminarium doktorantów”, red. D. Korenik, 2009, nr 29, s. 211.

150 Przykładem takich giełd mogą być: EGF Krajowa Giełda Wierzitelności – <http://www.kgw.pl/>, Europejska Giełda Długów – <http://www.gieldadlugi.eu/>, Europejska Giełda Wierzitelności – <http://www.egw.org.pl/>.

Podmioty chcące zakupić wierzytelności również mogą znaleźć odpowiednie oferty dla siebie. Na giełdach wierzytelności handluje się m.in. należnościami uznanymi przez dłużnika, bezspornymi, wolnymi od obciążeń i wad prawnych. Część oferowanych należności jest objęta porozumieniami o spłacie, które przekształcają zapadłe zobowiązania na regularne, systematyczne płatności, będące wymierną inwestycją kapitałową. Gros wierzytelności oferowanych na giełdach to długi, których nie udało się odzyskać na poszczególnych etapach windykacji. Często są to wierzytelności, wobec których zostało wydane postanowienie o umorzeniu postępowania egzekucyjnego ze względu na jego bezskuteczność. Wówczas cena, jakiej należy się spodziewać za wierzytelność, stanowi zaledwie kilka procent jej wartości. Jeśli wierzytelność nie jest znacząco przeterminowana, a windykator oceni, że stosunkowo łatwo będzie ją odzyskać, to cena może uplasować się na poziomie kilkudziesięciu procent.

W raporcie Generalnego Inspektora Nadzoru Bankowego z 2004 r. przygotowanego na podstawie wyników badań ankietowych sektora bankowego wskazano na kilka przeszkód w rozwoju rynku wtórnego obrotu wierzytelnościami (wykres 13.)¹⁵¹.

Wykres 13. Przeszkody rozwoju rynku wtórnego obrotu wierzytelnościami (wg liczby banków, wskazujących daną przeszkodę)



Źródło: *Formalne i praktyczne aspekty windykacji należności bankowych w Polsce*, Warszawa 2004, s. 13.

Jednym z ograniczeń 0w sprzedaży długu jest zamieszczenie stosownego zastrzeżenia w umowie między kontrahentami. Jeśli zastrzeżenie takie nie zostało ujęte w umowie, wówczas nie ma przeszkód do prze-

¹⁵¹ *Formalne i praktyczne aspekty windykacji....*, s. 13.

niesienia wierzycelności na osobę trzecią bez zgody dłużnika. Klauzule umożliwiające przeniesienie wierzycelności na inny podmiot są obecnie standardem w umowach zawieranych z bankami.

Porównując polskie giełdy wierzycelności z giełdami rynków rozwiniętych, widać duże możliwości rozwoju tych pierwszych. W Polsce średnio dwie trzecie wierzycelności obsługiwanych przez podmioty zewnętrzne jest przekazywane do windykacji na zlecenie, a tylko jedna trzecia zostaje sprzedana. Natomiast na rynkach rozwiniętych dominuje sprzedaż.

Factoring

W 2008 r. Polski Związek Faktorów opracował „Zasady bezpiecznego prowadzenia transakcji faktoringowych”, mające na celu usztywnienie warunków udzielania faktoringu, tj.: nieprzekraczania ustalonej koncentracji na jednym odbiorcy danego klienta faktoringowego (do 30%), finansowania jedynie określonego odsetka wartości wykupywanych faktur (do 90%), stosowania cesji globalnej, braku zgody na finansowanie pojedynczych faktur, wykluczenia z faktoringu transakcji mających cechy indywidualne¹⁵².

W 2014 r. wartość obrotów całego rynku faktoringowego w Polsce wyniosła 142,8 mld zł (w tym 114,4 mld zł obroty firm faktoringowych zrzeszonych w Polskim Związku Faktorów). Rok wcześniej obroty dla całego rynku były niższe o prawie 13 mld zł, a dla firm zrzeszonych w PZF o ponad 18 mld zł. W stosunku do 2012, w 2013 r. nastąpił wzrost obrotów tych firm o ok. 18%. Wzrost obrotów dla całego rynku faktoringowego był nieco niższy i wyniósł 16%. Do tego wzrostu przyczyniła się przede wszystkim dobra sytuacja gospodarcza i coraz większa świadomość korzyści z faktoringu.

W 2013 r. największy udział w rynku firm faktoringowych zrzeszonych w Polskim Związku Faktorów miał Raiffeisen Polbank¹⁵³ (15,5%), a zaraz po nim Pekao Faktoring (14,5%). Rynek ten jest zdominowany przez kilka firm mających ściśle powiązania kapitałowe z bankami. Koncentracja na tym rynku jest tak duża, że 83% całego rynku obsługiwane jest przez siedmiu największych graczy. Z punktu widzenia podmiotów korzystających z faktoringu jest to łatwiejszy sposób pozyskania finansowania niż tradycyjny kredyt bankowy. Takie postrzeganie faktoringu stwarza dalsze możliwości rozwoju tego rynku.

152 W tym inwestycyjne i budowlane. *Zasady bezpiecznego prowadzenia transakcji faktoringowych*, Polski Związek Faktorów, http://www.factoring.pl/files/informacje_prasowe/081126075956_zasady_bezpiecznego_prowadzenia_transakcji_factoringowych.doc (12.10.2015).

153 Bank ten dołączył do Polskiego Związku Faktorów w listopadzie 2010 r. Jest to największy gracz na rynku faktoringu wśród banków.

Zmiany na rynku faktoringowym dotyczyły również struktury obrotów. Spadło zainteresowanie faktoringiem pełnym¹⁵⁴. Jego udział w 2010 r. wyniósł 48%. Nieznaczne zmiany dotyczyły struktury obrotów faktoringu krajowego wobec zagranicznego.

Porównując udział faktoringu w PKB Polski oraz innych krajów Unii Europejskiej widać, że polski rynek faktoringu ma jeszcze bardzo duży potencjał rozwojowy. W 2009 r. udział ten wyniósł 3,3%, w 2010 r. 4%, a w 2012 r. 6,45%. Jego wartość jest nadal poniżej średniej dla Europy, gdzie udział faktoringu w PKB wynosi 9,36%. Obecnie wskaźnik ten dla Polski jest wyższy od wskaźnika światowego, który jest na poziomie 4,19%.

Korzystne perspektywy zarówno dla branży faktoringowej, jak i dla handlu wierzytelnościami wskazują duże szanse rozwoju rynku wtórnego obrotu wierzytelnościami. Oczywiście na rozwój tego rynku będzie miało wpływ znacznie więcej czynników. Także sytuacja na rynku transakcji sekurytyzacyjnych, o których będzie mowa w dalszej części opracowania, będzie wpływać na rozwój tego rynku.

154 Gdzie faktor przejmuje na siebie ryzyko braku zapłaty przez kontrahenta swojego klienta.

Rozdział 2

Sekurytyzacja na rynku finansowym

2.1. Istota i znaczenie sekurytyzacji

Początki sekurytyzacji sięgają lat 70. XX w., kiedy to po raz pierwszy zaczęto o niej mówić w Stanach Zjednoczonych¹. Pierwsze transakcje sekurytyzacyjne, w stosunku do obecnych, były bardzo uproszczone. Dotyczyły głównie kredytów hipotecznych². W związku z dynamicznym rozwojem rynku produktów hipotecznych, formy finansowania tego rynku, takie jak sekurytyzacja, również zyskały szansę szybkiego rozwoju. W kolejnych latach sekurytyzacji poddawano coraz to nowsze aktywa, tj. pożyczki na nieruchomości komercyjne, kredyty studenckie, wierzytelności z tytułu kart kredytowych, należności handlowe, leasingowe itp. Przybywało zarówno przedmiotów, jak i podmiotów biorących udział w transakcjach sekurytyzacyjnych. Obecnie transakcje te postrzegane są jako skomplikowane i mało przejrzyste. W dalszej części rozdziału zostanie podjęta próba wyjaśnienia istoty i mechanizmów funkcjonowania sekurytyzacji.

2.1.1. Definicja sekurytyzacji

Wyraz „sekurytyzacja” został zapożyczony z języka angielskiego (*securitization*). Słowo *securitization* zostało utworzone na bazie słów *security*, czyli zabezpieczenie i *securities*, oznaczającego papiery wartościowe.

1 W Polsce pierwsza transakcja została zrealizowana w 1999 r. przez firmę Urtica Zopatrzenie 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*, Łódź 2005, s. 486–489.

2 Szerzej: Ch. A. Stone, A. Zissu, *The securitization Market Handbook. Structure and Dynamics of Mortgage- and Asset-Backed Securities*, New Jersey 2012, s. 3–5.

Autorką pojęcia *securitization* jest najprawdopodobniej Ann Monroe. W 1977 r. Monroe po raz pierwszy użyła tego pojęcia w stosunku do techniki polegającej na emisji certyfikatów partycypacyjnych, opartych na kredytach hipotecznych³.

W literaturze przedmiotu pojęcie sekurytyzacji nie doczekało się jednej spójnej definicji. Na początku sekurytyzacja była postrzegana jedynie jako proces pozyskiwania finansowania kredytów bankowych w drodze emisji dłużnych papierów wartościowych. Stephen Lumpkin zrównał pojęcie finansowania zintegrowanego z pojęciem sekurytyzacji. Pisał, że jest to proces, w którym homogeniczne, ale niepłynne aktywa są grupowane (integrowane) i sprzedawane w postaci papierów wartościowych, zabezpieczonych wpływami z tych aktywów⁴. Próbę zdefiniowania pojęcia sekurytyzacji podjęli również prof. Frank J. Fabozzi i Vinod Kothari w podręczniku *Wprowadzenie do sekurytyzacji*. Według nich, sekurytyzacja daje podmiotom możliwość pozyskania finansowania w drodze sprzedaży części aktywów, bez przymusu pożyczania środków pieniężnych⁵.

W literaturze polskiej jedną z pierwszych prób zdefiniowania pojęcia sekurytyzacji podjął w 1997 r. Andrzej Kosiński. Pojęcie to zostało przez niego zdefiniowane bardzo ogólnie jako alternatywny sposób umożliwiający zarówno przedsiębiorstwom, jak i instytucjom finansowym pozyskanie kapitału⁶.

W licznych publikacjach Jolanty Zombirt sekurytyzacja postrzegana jest głównie w węższym znaczeniu, jako proces polegający na zamianie niepłynnych pozycji bilansowych, stanowiących źródło strumieni płatności, na płynne papiery wartościowe⁷. W swojej książce Irena Pyka zaprzeczyła stwierdzeniu, że emisja papierów wartościowych jest warunkiem koniecznym procesu sekurytyzacji. Według niej, w procesie sekurytyzacji chodzi o bezpieczeństwo obrotu prawami, wynikającymi z powstałych zobowiązań⁸.

Svetlana Gudkova określiła również szersze znaczenie sekurytyzacji, która rozumiana jest jako sposób przepływu środków pomiędzy pod-

3 L. S. Ranieri, *The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential*, [w:] M. Kendall, M. J. Fishman (eds.), *A primer on securitization*, Massachusetts 1996, s. 31.

4 S. Lumpkin, *Trends and Developments in Securitization*, "Financial Market Trends" 1999, Vol. 74, s. 25.

5 F. J. Fabozzi, V. Kothari, *Introduction to securitization*, New Jersey 2008, s. 5.

6 A. Kosiński, *Sekurytyzacja aktywów na świecie i w Polsce*, Warszawa 1997, s. 11.

7 J. Zombirt, *Perspektywy rozwoju sekurytyzacji wiarygodności bankowych w Polsce w najbliższych kilku latach*, [w:] *Biznes i ryzyko na rynku consumer finance w Polsce*, Warszawa 2006, s. 109.

8 I. Pyka, J. Cichorska, *Działalność banków na rynku papierów wartościowych w Polsce*, Katowice 2005, s. 10.

miotami wykazującymi ich nadwyżkę a podmiotami cechującymi się ich niedoborem⁹.

W prawie polskim sekurytyzacja doczekała się zdefiniowania w uchwale Komisji Nadzoru Finansowego¹⁰, gdzie określono ją następująco: „Sekurytyzacja oznacza transakcję, program lub strukturę prawno-organizacyjną, w wyniku której ryzyko kredytowe związane z ekspozycją bazową lub pulą ekspozycji bazowych ulega podziałowi na transze o następujących cechach:

- 1) płatności w ramach transakcji, programu lub struktury zależą od dochodów z tytułu ekspozycji lub puli ekspozycji;
- 2) hierarchia transz określa rozkład strat w ciągu okresu trwania transakcji lub struktury”¹¹.

2.1.2. Mechanizm funkcjonowania sekurytyzacji

Sekurytyzacja jest procesem złożonym, który na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat uległ znacznym przeobrażeniom. Obecnie wykorzystywane konstrukcje sekurytyzacyjne są zazwyczaj bardzo skomplikowane,

9 S. Gudkova, *Sekurytyzacja należności kredytowych banków*, Warszawa 2002, s. 9.

10 Uchwała nr 380/2008 KNF z dnia 17 grudnia 2008 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka, w tym zakresu i warunków stosowania metod statystycznych oraz zakresu informacji załączanych do wniosków o wydanie zgody na ich stosowanie, zasad i warunków uwzględniania umów przelewu wierzytelności, umów o subpartycypację, umów o kredytowy instrument pochodny oraz innych umów niż umowy przelewu wierzytelności i umowy o subpartycypację, na potrzeby wyznaczania wymogów kapitałowych, warunków, zakresu i sposobu korzystania z ocen nadawanych przez zewnętrzne instytucje oceny wiarygodności kredytowej oraz agencje kredytów eksportowych, sposobu i szczegółowych zasad obliczania współczynnika wypłacalności banku, zakresu i sposobu uwzględniania działania banków w holdingach w obliczaniu wymogów kapitałowych i współczynnika wypłacalności oraz określenia dodatkowych pozycji bilansu banku ujmowanych łącznie z funduszami własnymi w rachunku adekwatności kapitałowej oraz zakresu, sposobu i warunków ich wyznaczania, Załącznik nr 18 – Obliczanie kwot ekspozycji ważonych ryzykiem w przypadku sekurytyzacji aktywów, Dz. Urz. KNF z 2008 r., nr 8, poz. 34. Uchwała ta została zastąpiona przez uchwałę nr 76/2010 KNF z dnia 10 marca 2010 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka, Dz. Urz. KNF z 2010 r., nr 2, poz. 11. Ostatnią zmianę do tej uchwały wprowadzono Uchwałą nr 307/2012 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 20 listopada 2012 r. zmieniającą uchwałę w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka. Definicja sekurytyzacji nie uległa zmianie.

11 Uchwała nr 76/2010 KNF z dnia 10 marca 2010 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka, Dz. Urz. KNF z 2010 r., nr 2, poz. 11, z późn. zm. Załącznik nr 18.

wymagają specjalistycznej wiedzy jej uczestników, a także czasu na przygotowanie transakcji. Modelowe rozwiązania w zasadzie nie występują w rzeczywistości. Jednak dla potrzeb niniejszego opracowania oraz przybliżenia istoty transakcji sekurytyzacyjnych zostanie zaprezentowany schemat transakcji sekurytyzacyjnej z najbardziej typowymi jej elementami (schemat 5.).

Bardzo ważnym etapem każdej transakcji sekurytyzacyjnej jest wybór przedmiotu sekurytyzacji¹². Nie istnieje zamknięty katalog takich przedmiotów, w myśl zasady: *If you can grade it, you can trade it*¹³. Zwracając uwagę na ekonomiczny sens sekurytyzacji, należy jednak przestrzegać pewnych dobrych praktyk. Istotnym elementem jest dostęp do danych historycznych, dotyczących przedmiotu sekurytyzacji. Na podstawie tych danych wyznaczone podmioty – najczęściej zespół ekspertów z różnych dziedzin – oceniają możliwości sekurytyzacji wybranych wierzytelności¹⁴ i opłacalność danej transakcji.

W przypadku zaakceptowania wybranych pakietów wierzytelności¹⁵, zespół ekspertów często zajmuje się również kontrolą dokumentacji dotyczącej sekurytyzowanych wierzytelności, określaniem parametrów transakcji, a także oszacowaniem korzyści i kosztów poszczególnych wariantów transakcji. W skład takiego zespołu powinni wejść przedstawiciele różnych działów, takich jak: systemy IT, prawne, audytu i kontroli wewnętrznej, rachunkowości itp.

W kolejnym etapie tworzony jest specjalny podmiot – tzw. spółka specjalnego przeznaczenia (*Special Purpose Vehicle* – SPV)¹⁶. SPV jest

12 Szerzej: J. Deacon, *Global Securitisation and CDOs*, Chichester West Sussex 2004, s. 103–142.

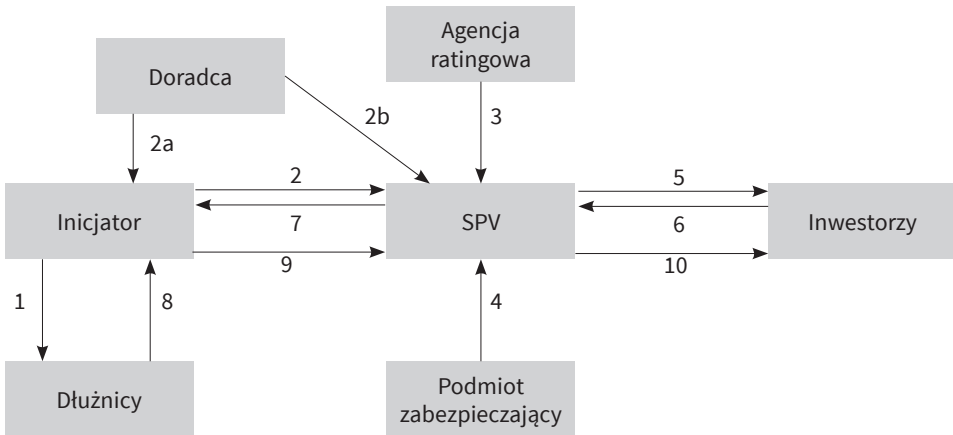
13 Jeżeli możesz to oszacować, możesz tym handlować.

14 W pracy pojęcie wierzytelności i składnika aktywów będzie stosowane zamiennie w odniesieniu do przedmiotu sekurytyzacji.

15 Przykładową procedurę konstrukcji portfela wierzytelności hipotecznych w procesie sekurytyzacji zaproponowała m.in. M. Kalasińska. Procedura ta składa się z czterech etapów: wybór jednorodnej grupy wierzytelności bankowych spełniających określone założenia, podział kredytów według klas należności, grupowanie należności kredytowych w klasy ryzyka kredytowego w oparciu o stworzony syntetyczny miernik, 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” 2006, nr 4/5, s. 12–22.

16 Taka spółka celowa pojawia się również w przypadku *project finance*, czyli pozyskiwania funduszy w celu dającego się wyodrębnić ze struktur spółki przedsięwzięcia inwestycyjnego. Rozwiązanie takie, zarówno w przypadku sekurytyzacji, jak i *project finance*, ma na celu wyodrębnienie generowanych przez spółkę celową przepływów pieniężnych. T. Jewartowski, J. Lizińska, *Ograniczanie problemu*

Schemat 5. Transakcja sekurytyzacyjna



- 1 – powstanie zobowiązania (np. udzielenie, zaciągnięcie kredytu)
- 2 – sprzedaż wierzytelności do spółki specjalnego przeznaczenia
- 2a i 2b – pomoc specjalistów w organizacji transakcji
- 3 – nadanie oceny ratingowej emitowanym papierom wartościowym
- 4 – wsparcie jakości kredytowej
- 5 – sprzedaż papierów wartościowych inwestorom
- 6 – zapłata za zakupione papiery wartościowe
- 7 – zapłata za zakupione od inicjatora wierzytelności
- 8 – spłata zobowiązań przez dłużników
- 9 – przekazanie płatności od dłużników spółce specjalnego przeznaczenia
- 10 – spłata rat kapitałowych i odsetek związanych z wyemitowanymi przez spółkę celową papierami wartościowymi

Źródło: opracowanie własne.

podmiotem niezależnym w stosunku do inicjatora transakcji (właścicielem sekurytyzowanych wierzytelności). Ma odrębność prawną i organizacyjną. Wierzytelności sprzedawane są do nowo utworzonej SPV, która środki na zakup wierzytelności pozyskuje z emisji dłużnych papierów wartościowych. Papiery te zabezpieczone są zakupionymi wierzytelnościami. W zależności od celów transakcji sekurytyzacyjnej i rodzaju wierzytelności, SPV może emitować np. obligacje, weksle pieniężne, świadectwa udziałowe, certyfikaty inwestycyjne. Zazwyczaj nabywcami tych papierów wartościowych są inwestorzy instytucjonalni, a same oferty są prezentowane w ofercie niepublicznej. Związane jest to ze złożonością transakcji sekurytyzacyjnych, małą ich przejrzystością, a co za tym idzie

niedoinwestowania poprzez wykorzystanie project finance i sekurytyzacji aktywów,
[w:] A. Bogus, M. Wypych (red.), *Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw w skali narodowej i europejskiej*, Warszawa 2007, s. 655.

z problemami z oszacowaniem ryzyka dotyczącego danej transakcji¹⁷. W przypadku podmiotów instytucjonalnych – głównie instytucji finansowych – oszacowanie ryzyka jest łatwiejsze. Podmioty te bowiem mają własne działy zajmujące się oceną ryzyka.

Dodatkowym elementem, który może pojawić się w transakcji sekurytyzacyjnej jest ocena ratingowa emitowanych papierów wartościowych. Obecnie coraz więcej emisji posiada taką ocenę. W niektórych krajach (np. Włochy) istnieje wymóg prawny oceny emisji sekurytyzacyjnych papierów wartościowych przez wyspecjalizowane agencje ratingowe (np. Standard and Poor's, Moody's, Fitch Ratings)¹⁸. W Polsce ocena ratingowa nie jest wymagana prawnie, ale podmioty coraz częściej zauważają potrzebę uzyskania takiej oceny. Wiąże się to głównie z możliwością obniżenia ceny pozyskiwanego pieniądza. Im wyższa ocena ratingowa papierów wartościowych, tym niższej ceny za swój pieniądz żądają inwestorzy. Z drugiej strony, ocena ratingowa jest dodatkowym kosztem dla emitenta i przy małych emisjach może nie przynieść zamierzonych efektów.

Nabywcy papierów wartościowych przekazują pieniądze do spółki specjalnego przeznaczenia, która pozyskane w ten sposób środki przeznacza na pokrycie zobowiązań wobec inicjatora transakcji. W momencie, gdy dłużnicy zaczynają regulować swoje zobowiązania, inwestorzy otrzymują zwrot zaangażowanych środków oraz ustalone odsetki. Następuje to zgodnie z wcześniej zaakceptowanym przez obie strony harmonogramem płatności. Przyjmuje się, że terminy wykupu dłużnych papierów wartościowych, emitowanych w ramach transakcji sekurytyzacyjnych, powinny być uzależnione od terminów zapadalności aktywów będących zabezpieczeniem tych papierów. Prognozę przepływów płatności (*cash flow*) przygotowuje się na podstawie dostępnych danych historycznych o wyodrębnionych aktywach.

Zwrot środków inwestorom może być dokonany za pośrednictwem spółki specjalnego przeznaczenia albo za pośrednictwem odrębnego podmiotu pełniącego funkcję administratora w procesie sekurytyzacji. W Polsce częstym rozwiązaniem jest udział w sekurytyzacji tzw. *serwisera*, który ma za zadanie obsługę wpływów od dłużników. Może to być zarówno odrębny podmiot, jak i sam inicjator transakcji.

Kolejnymi elementami, które mogą być zastosowane w procesie sekurytyzacji są dodatkowe zabezpieczenia, związane ze spłatą wierzytelności, będących przedmiotem transakcji – tzw. *credit and liquidity en-*

17 Sekurytyzacja bywa utożsamiana z *project finance*, jednak jednym z głównych elementów różniących te transakcje między sobą jest skala ryzyka inwestycyjnego. I. Pyka, J. Cichorska, *Działalność banków...*, s. 10.

18 *Sekurytyzacja w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym*, Warszawa 2007, s. 13.

*hancement*¹⁹. Dzięki tym zabezpieczeniom²⁰ ryzyko niespłacenia przez dłużnika zobowiązań maleje, a nabywcy papierów wartościowych są w stanie zaakceptować niższe odsetki stanowiące cenę za czasowe udostępnienie swoich wolnych środków finansowych. Kiedy dochodzi do sytuacji przewidzianej w umowie, takiej jak np. opóźnienie w spłacie zobowiązań, środki na zaspokojenie roszczeń posiadaczy papierów wartościowych wypłaca podmiot udzielający gwarancji²¹. Takie dodatkowe gwarancje prowadzą do uatrakcyjnienia oferty, jednak z drugiej strony przyczyniają się do wzrostu kosztów transakcji.

Istotnym elementem każdej transakcji sekurytyzacyjnej jest rynkowa cena pieniądza, czyli wysokość stóp procentowych. Jej wahania mogą wpłynąć negatywnie na dochodowość²² danej transakcji sekurytyzacyjnej. Dotyczy to ryzyka stopy procentowej. Ogranicza się je m.in. poprzez zastosowanie transakcji swapowej. Ponadto z ryzykiem stopy procentowej wiąże się ryzyko przedwczesnej spłaty (*prepayment risk*) zobowiązań przez dłużnika spółce specjalnego przeznaczenia. Może dojść do sytuacji, że SPV nie będzie w stanie w danym momencie reinwestować tych środków na podobnych warunkach. W sytuacji spadających realnych stóp procentowych uzyskanie takiej stopy zwrotu z inwestycji, jaką zakładano na początku transakcji sekurytyzacyjnej będzie utrudnione, a czasami wręcz niemożliwe. Natomiast w sytuacji rosnących realnych stóp procentowych, gdy dłużnik ma możliwość wydłużonej spłaty (*extended payment*) swoich zobowiązań pieniężnych wobec SPV, wskazuje się na ryzyko wydłużonej spłaty (*extended payment risk*)²³.

19 D. J. Lucas et al., *Collateralized Debt Obligation: Structures and Analysis, Second Edition*, New Jersey 2006.

20 Mogą to być zarówno zabezpieczenia wewnętrzne, jak i zewnętrzne. Wśród zabezpieczeń wewnętrznych wyróżniamy: fundusz rezerwowy tworzony przez inicjatora, nadzabezpieczenie (inwestor przekazuje spółce celowej większą pulę aktywów niż wartość emisji), podporządkowanie (emisja papierów wartościowych jest dzielona na transe i w pierwszej kolejności zaspokajane są roszczenia nabywców tranz nadrzędnych), rachunek nadwyżki (tworzony jest z różnicy między wpływami z sekurytyzowanych aktywów, a opłatami związanymi z emisją papierów wartościowych). Do zabezpieczeń zewnętrznych zaliczamy: gwarancję posiadacza aktywów, gwarancję strony trzeciej, kontrakt inwestycyjny (zapewnienie strony trzeciej, że spłata ABS nastąpi w ustalonych kwotach i terminach), akredytywę, ubezpieczenie płynności, kaucję pieniężną. P. Potoczek, *Sekurytyzacja*, [w:] K. Gabryelczyk (red.), *Inwestycje finansowe*, Warszawa 2007, s. 164–165.

21 A. Kosiński, *Sekurytyzacja aktywów...*, s. 13.

22 Dochodowość definiowana jest jako zdolność do zwrotu poza kapitałem, również rzeczywistego potencjału w zakresie zapłaty odsetek, prowizji i opłat, z uwzględnieniem ewentualnych opóźnień w spłacie lub strat w portfelu.

23 S. Józwiak, P. Wiśniewski, *Europejski rynek sekurytyzacji*, „Bank” 2003, nr 5, s. 53–56.

2.1.3. Cechy przedmiotu 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 kredytowych. Ponadto taki pakiet powinien być odpowiednio duży²⁴ i zdwersyfikowany²⁵. Elementy te wpływają na opłacalność całej transakcji.

Sekurytyzować można zarówno wierzytelności istniejące, jak i przyszłe²⁶. O wierzytelności przyszłej mówimy, że jest to sytuacja podmiotu poprzedzająca moment powstania na jego rzecz wierzytelności. Sytuacja ta obejmuje zarówno popartą tylko doświadczeniem nadzieję na powstanie wierzytelności, jak również przypadki, w których niektóre normatywne przesłanki powstania wierzytelności już zostały spełnione, lecz z powodu nieziszczenia się pozostałych przesłanek wierzytelność jeszcze nie powstała²⁷.

Na obecnym etapie rozwoju sekurytyzacji, poza aktywami, do procesu wykorzystuje się również pasywa²⁸. Sekurytyzacja pasywów, przede wszystkim bankowych, przyczynia się m.in. do lepszej alokacji środków, poprawy płynności, większej mobilizacji kapitału i standaryzacji oferowanych produktów.

Brak konkretnych wytycznych nie oznacza jednak, że sekurytyzacji poddaje się wszystko. Przyjmuje się, że aby zamierzony cel danej transakcji został osiągnięty, jej przedmiot musi spełniać dwa podstawowe warunki:

- przyszłe wpływy z przedmiotu transakcji muszą być pewne;
- wpływy te muszą charakteryzować się pełną przewidywalnością.

24 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 zaoferowaną cenę. Przyjmuje się, że wartość portfela korporacyjnego powinna wynosić pomiędzy 600 mln a 1 mld zł. S. Stańko, *Okiem praktyka*, „Bank” 2007, nr 4, s. 14.

25 Na jakość portfela kredytów niespłacanych przeznaczonych do sekurytyzacji ma wpływ jego struktura oraz rodzaje zabezpieczeń gwarantujących przewidziane przepływy pieniężne.

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

27 J. Kuropatwiński, *Umowne rozporządzenie wierzytelnością...*, s. 53.

28 Ze względu na małą liczbę transakcji sekurytyzacyjnych z udziałem pasywów, w pracy, dla uproszczenia, przedmiot transakcji sekurytyzacyjnych będzie nazywany składnikiem aktywów.

Ponieważ niewiele jest aktywów charakteryzujących się wymienionymi cechami, w praktyce przyjmuje się łagodniejsze kryteria doboru aktywów. Przede wszystkim zwraca się uwagę na²⁹:

- strukturę aktywów – niski udział nieściągalnych wierzytelności oraz niski udział płatności regulowanych po terminie wymagalności;
- średni okres ważności wierzytelności powyżej 12 miesięcy;
- całkowite zamortyzowanie sumy kredytu do momentu wymagalności;
- strukturę dłużników – zdywersyfikowaną pod względem demograficznym i geograficznym;
- dłużnicy prowadzący działalność gospodarczą powinni charakteryzować się wysoką oceną zdolności kredytowej (w przypadku osób indywidualnych ryzyko niewypłacalności może zostać wyeliminowane poprzez standardowe ubezpieczenie).

Elementy takie jak: ryzyko związane z przedmiotem transakcji, wskaźnik pogarszania się jakości aktywów, sposoby podwyższania tej jakości, sposoby i warunki powstawania aktywów, dane za minione okresy, dotyczące przepływów związanych z aktywami i wiele innych mają wpływ na konstrukcje transakcji sekurytyzacyjnych, ich przebieg oraz osiągnięte korzyści i poniesione koszty.

Dane historyczne obrazujące dochody uzyskiwane z aktywów, informacje z monitoringu płatności, sezonowości płatności czy cyklu obrotu zapasami ułatwiają utrzymanie przejrzystości transakcji. Istotne dla powodzenia transakcji jest to, czy inicjator ma dostęp do rejestru swoich wierzytelności z przeszłości i czy jest w stanie dokładnie określić klienta czy typ aktywów. Jeżeli inicjator dysponuje takimi danymi, wówczas ryzyko pomieszania sekurytyzowanych aktywów z aktywami zatrzymanymi u inicjatora jest wyeliminowane.

Najczęściej przedmiotem transakcji sekurytyzacyjnych są³⁰: kredyty hipoteczne; linie kredytowe pod zastaw hipoteki (*home equity loan*); kredyty dla przedsiębiorstw; kredyty konsumenckie; kredyty samochodowe; należności handlowe; należności leasingowe; należności z kart kredytowych; należności telekomunikacyjne; należności ze sprzedaży gazu i energii elektrycznej.

29 E. Glogowski, M. Munch, *Nowe usługi finansowe*, Warszawa 1994, s. 273.

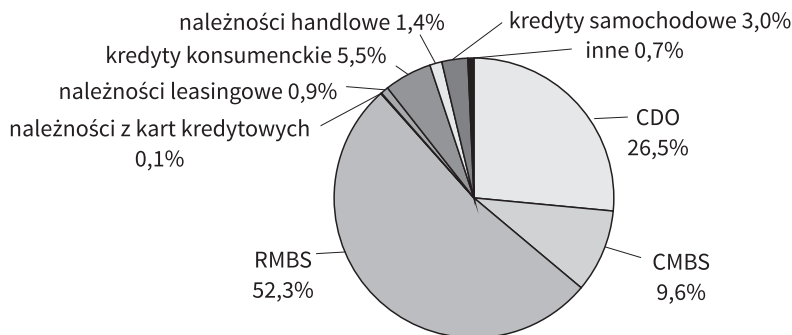
30 W Stanach Zjednoczonych najpopularniejszymi przedmiotami sekurytyzacji są pożyczki samochodowe, należności z kart kredytowych i wierzytelności hipoteczne. W Azji dominują pożyczki samochodowe wśród aktywów poddawanych sekurytyzacji, a w krajach europejskich wierzytelności hipoteczne. J. Deacon, *Global Securitisation...* s. 103.

Strukturę europejskich emisji sekurytyzacyjnych w 2007 r. przedstawiono na wykresie 14. Są to ostatnie dane prezentujące tak szczegółowy podział emisji³¹. Od 2010 r. wyodrębnia się 6 grup europejskich emisji sekurytyzacyjnych³²:

- RMBS (*Residential Mortgage Backed Securities*) – wierzytelności zabezpieczone hipoteką na nieruchomościach, które nie są źródłem dochodów dla właścicieli,
- CMBS (*Commercial Mortgage Backed Securities*) – wierzytelności zabezpieczone hipoteką na nieruchomościach komercyjnych, przynoszące stały dochód,
- ABS (*Asset Backed Securities*) – wierzytelności inne niż hipoteczne, np. kredyty samochodowe, należności z kart kredytowych, należności leasingowe itp.,
- CDO (*Collateralized Debt Obligations*) – obligacje zabezpieczone długiem,
- SME (*Small and Medium Enterprises*) – grupa wyodrębniona z CDO, dotycząca małych i średnich przedsiębiorstw,
- WBS (*Whole Business Securitisation*) – głównie przyszłe przepływy pieniężne.

Strukturę europejskich emisji sekurytyzacyjnych według nowego podziału dla roku 2013 przedstawiono na wykresie 15.

Wykres 14. Struktura europejskich emisji sekurytyzacyjnych w 2007 r.



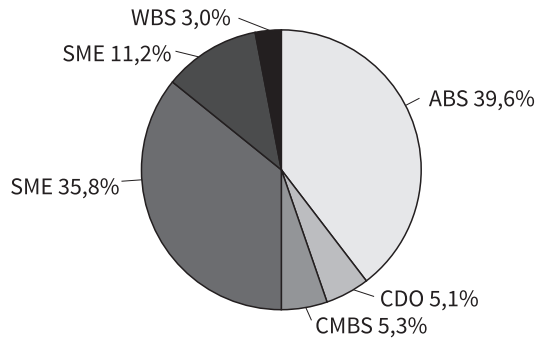
Źródło: opracowanie własne na podstawie *ESF Securitisation Data Report: Q4 2008*, <http://www.europansecuritisation.com/dynamic.aspx?id=194> (7.07.2009).

31 Chodzi tutaj głównie o podział emisji ABS z punktu widzenia aktywów wykorzystanych do procesu sekurytyzacji.

32 *AFME Securitisation Data Report, Second Quarter 2014*, AFME/ESF and SIFMA, <http://www.sifma.org/WorkArea/DownloadAsset.aspx?id=8589950948> (12.10.2015).

Coraz częściej pojawiają się programy, w których sekurytyzacji poddawane są unikalne aktywa. Rynkiem sekurytyzacyjnym, który słynie z organizacji nietypowych transakcji jest rynek brytyjski. Jest to największy europejski rynek (porównując wartość zrealizowanych transakcji), uważany za najbardziej kreatywny. Są tam realizowane bardzo ciekawe, najczęściej pionierskie w skali międzynarodowej, programy sekurytyzacyjne. Przykładem takich transakcji może być emisja tzw. „obligacji śmierci” (*death bonds*), które zostały wyemitowane w oparciu o należności domów pogrzebowych³³.

Wykres 15. Struktura europejskich emisji sekurytyzacyjnych w 2013 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie *AFME Securitisation Data Report, Second Quarter 2014*, <http://www.sifma.org/WorkArea/DownloadAsset.aspx?id=8589950948> (12.10.2015).

Innymi nietypowymi aktywami wybieranymi do sekurytyzacji były np. należności z tytułu sprzedaży albumów Davida Bowie (tzw. *Bowie bonds*)³⁴. W ślad za tą transakcją zorganizowano kolejne programy, oparte na własności intelektualnej artystów takich jak: James Brown, Ashford & Simpson czy Isley Brothers (*Pullman Bonds*)³⁵.

33 V. Kothari, *Securitization. The Financial Instrument of the Future*, New Jersey 2006, s. 4.

34 Była to jedna z pierwszych transakcji sekurytyzacyjnych dotyczących własności intelektualnych, miała miejsce w 1997 r. w USA; *The exotica of risk*, The Financial Times Limited 2010, <http://www.ft.com/cms/s/0/e25b93aa-128b-11df-a611-00144feab49a.html> (9.11.2014).

35 Emisje oparte o własności intelektualne artystów zorganizowane po emisji *Bowie bonds* zostały nazwane *Pullman Bonds*, od nazwiska bankiera (David Pullman), który jako pierwszy podpisał kontrakt na *Bowie bonds*.

Również rządy państw dostrzegły korzyści wynikające z sekurytyzacji i w ślad za podmiotami prywatnymi zaczęły organizować emisje oparte o dług publiczny. Jako pierwszy próbę łagodzenia deficytu za pomocą sekurytyzacji podjął rząd włoski w 1999 r.³⁶

Sekurytyzacji mogą być poddane również tzw. „złe aktywa” (*non-performing assets* – NPA)³⁷. Są to aktywa wygenerowane przez banki lub inne podmioty finansowe, które w założonym uprzednio czasie nie przynosiły pożytków. Jest kwestią umowną, jak długo składnik aktywów (np. kredyt) musi być nieobsługiwany, żeby uznać go za NPA. Światowe standardy przyjmują okres 3 miesięcy, w Polsce wystarczy miesięczne opóźnienie w spłacie kapitału i/lub odsetek³⁸.

W przypadku sekurytyzacji bardzo ważny jest moment powstania zobowiązania (udzielenia kredytu/pożyczki itp.). Na tym etapie powinno dojść do wymiany kompletnych informacji między kredytodawcą a kredytobiorcą. W przypadku kredytodawcy chodzi o rzetelną informację, dotyczącą warunków kredytu, jego ceny itp. Kredytobiorca powinien przedstawić pełną informację o swojej kondycji finansowej. Wszystkie informacje, mogące mieć istotne znaczenie dla ewentualnej sprzedaży wierzytelności, powinny być uwzględnione w umowie zawieranej między kredytobiorcą a kredytodawcą. Dzięki starannie przeprowadzonej transakcji udzielenia kredytu eliminuje się część ryzyka związanego z niedoinformowaniem jednej ze stron umowy. W przypadku sprzedaży wierzytelności podmiotom trzecim (jak ma to miejsce w transakcji sekurytyzacyjnej), podmioty te poniosą mniejsze ryzyko związane z przedmiotem transakcji³⁹.

2.1.4. Uczestnicy transakcji

Ze względu na dużą złożoność transakcji sekurytyzacyjnych wymagają one zaangażowania wielu podmiotów, takich jak: właściciele aktywów, spółki specjalnego przeznaczenia, inwestorzy, agencje ratingowe, administratorzy transakcji, gwaranci itd. Liczba zaangażowanych w proces podmiotów zależy od wielkości, wartości i celów transakcji. Podmioty, które występują w każdej transakcji sekurytyzacyjnej to: inicjator transakcji, spółka specjalnego przeznaczenia, inwestorzy, dłużnicy.

36 *Securitization markets in Italy*, <http://www.vinodkothari.com/secitaly.htm> (9.11.2014).

37 J. Deacon, *Global Securitisation ...*, s. 127–129.

38 M. Masny, *Co ze złymi długami?*, „Bank” 2009, nr 2, s. 48.

39 B. Berliner, *A blueprint for mortgage regulation*, Asset Securitization Report Column, 25.05.2009, s. 11.

Inicjator (aranżer, kreator, originator) jest to właściciel nie płynnych aktywów charakteryzujących się z góry ustalonym i przewidywalnym harmonogramem spłat, chcący pozyskać środki finansowe na swoją działalność z rynku kapitałowego. Inicjator sam lub w porozumieniu z zespołem ekspertów, decyduje, które aktywa przeznaczyć do sekurytyzacji, ustala konstrukcję transakcji, decyduje o formie organizacyjnej emitenta papierów wartościowych opartych o sekurytyzowane aktywa, podejmuje decyzje o udziale poszczególnych podmiotów w transakcji. Do jego obowiązków należy również zapewnienie dostępu do danych dotyczących wyodrębnionych aktywów⁴⁰.

Aby zwiększyć rentowność przedsięwzięcia, inicjatorzy mogą prowadzić dalszą obsługę sekurytyzowanych wierzytelności. Taka obsługa zapewnia im również utrzymanie kontaktów z dotychczasowymi klientami. Inicjatorzy obawiający się o pogorszenie się stosunków z klientami lub o całkowitą utratę tych klientów zazwyczaj podejmują decyzję o dalszym administrowaniu tymi aktywami.

Podmiotami wykorzystującymi sekurytyzację w celu pozyskania finansowania są przede wszystkim: banki komercyjne; firmy leasingowe; firmy ubezpieczeniowe; korporacje międzynarodowe; linie lotnicze; przedsiębiorstwa telekomunikacyjne itp.

Spółka specjalnego przeznaczenia (*Special Purpose Vehicle* – SPV, *Financial Vehicle Corporation* – FVC⁴¹, spółka celowa, emitent) 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 o aktywa. Aranżer nie ma możliwości kontrolowania SPV. Ponadto spółka ta nie jest afiliacją innej firmy lub instytucji finansowej. Właścicielem SPV jest przeważnie wyspecjalizowana w świadczeniu tego typu usług instytucja.

Ze względu na konstrukcję prawną SPV mówimy, że jest ona „uodporniona na bankructwo” (*bankruptcy remoteness*)⁴². Podmioty, wobec których SPV ma zobowiązania, powinny wyrazić zgodę na piśmie na podporządkowany charakter ich roszczeń w stosunku do posiadaczy papierów wartościowych opartych o aktywa. Dzięki takiej formie SPV jest w stanie uzyskać wyższą ocenę ratingową niż inicjator transakcji, bowiem ryzyko inicjatora nie jest brane pod uwagę w przypadku sprzedaży aktywów do

40 M. Kalasińska, *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, Warszawa 2007, s. 22.

41 European Central Bank, “Monthly Bulletin” 2011, No. 1, s. 205.

42 J. Deacon, *Global Securitisation...*, s. 123.

SPV. Oceniana jest tutaj jakość aktywów, będących przedmiotem transakcji. Jeżeli są one dobrej jakości, a transakcja sekurytyzacyjna przejrzysta, to ocena ratingowa jest odpowiednio wyższa.

W przypadku, gdyby nie nastąpiło pełne przeniesienie praw z aktywów na SPV, inwestorzy nabywający papiery wartościowe emitowane przez SPV ponosiliby podwójne ryzyko kredytowe, tj. ryzyko niewypłacalności dłużników przeniesionych wierzytelności oraz ryzyko upadłości inicjatora transakcji. Dlatego zasadne jest zastosowanie wymienionej konstrukcji SPV i ograniczenie się jedynie do ryzyka nabywanych wierzytelności. Zapewnia to przejrzystość emisji organizowanej przez SPV.

Nie można 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 (akcji lub innych jednostek partycypacji) w SPV. Dochód z papierów partycypacyjnych może być realizowany przez ich sprzedaż lub umorzenie.

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, m.in. dochody kapitałowe nie są tam opodatkowane. W ostatnich latach bardzo chętnie wybieranym na siedzibę SPV państwem jest Luksemburg, który ze względu na preferencyjne przepisy podatkowe i minimum biurokracji przyciąga inwestorów⁴³.

Forma organizacyjna SPV zależy od konstrukcji danej transakcji sekurytyzacyjnej. Na jej wybór 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 istnieniem preferencyjnych przepisów podatkowych dotyczących transakcji sekurytyzacyjnych z udziałem funduszy sekurytyzacyjnych.

Jednym z rodzajów SPV jest spółka niedziałająca na zasadzie wyłączności (*conduit*). Jest to podmiot, który na podstawie zakupionych aktywów dokonuje emisji papierów dłużnych na rynku kapitałowym. Tego typu spółki tworzone są przeważnie przez instytucje finansowe – głównie

43 Szerzej: W. Lutz, *Raje podatkowe nie tylko dla bogaczy*, Warszawa 2010.

banki – które specjalizują się w obsłudze transakcji sekurytyzacyjnych. Występują one w roli administratora a także dostawcy dodatkowych zabezpieczeń. Skup aktywów i emisja na ich podstawie papierów wartościowych jest prowadzona w sposób ciągły. Ich działalność nie kończy się na jednej transakcji. Najczęściej nabywane aktywa, stanowiące zabezpieczenie emitowanych papierów wartościowych, pochodzą od większej liczby podmiotów. Wyróżnia się kilka rodzajów takich spółek⁴⁴:

- *single-seller SPV* – spółka skupująca wierzytelności od jednego podmiotu;
- *multi-seller conduit* – spółka skupująca wierzytelności od wielu podmiotów i łącząca je w zdywersyfikowany portfel;
- *securities arbitrage vehicle* – spółka nabywająca papiery wartościowe mające ocenę ratingową; na bazie tych papierów (np. ABS, MBS) dokonuje emisji instrumentów finansowych.

Inwestorzy w transakcjach sekurytyzacyjnych to podmioty gospodarcze, będące tzw. inwestorami instytucjonalnymi (np. banki⁴⁵, fundusze emerytalne, inwestycyjne, zakłady ubezpieczeniowe itp.) oraz inwestorzy indywidualni. Głównym motywem zakupu papierów wartościowych opartych na sekurytyzowanych aktywach jest chęć uzyskania większej stopy zwrotu z inwestycji, niż np. oferowane na rynku oprocentowanie tradycyjnych depozytów bankowych. Część inwestorów, dodatkowo wybierając tego typu papiery wartościowe, chce zwiększyć dywersyfikację źródeł swoich przychodów. Dzięki różnorodności (terminy wykupu, poziom ryzyka, stopa zwrotu itp.), papiery wartościowe oferowane w ramach transakcji sekurytyzacyjnych dają możliwość uplasowania ich wśród zróżnicowanych grup inwestorów.

Dłużnicy to podmioty zobowiązane do terminowego uregulowania swoich zobowiązań wobec właściciela aktywów. Najczęściej do grona tego należą kredytobiorcy, pożyczkobiorcy, a także leasingobiorcy. Dłużnicy powinni odznaczać się wysoką zdolnością kredytową, w przeciwnym przypadku ryzyko powinno być eliminowane przez indywidualne ubezpieczenie aktywów.

Zazwyczaj inicjator transakcji, sprzedając aktywa do SPV, stara się nie stracić kontaktu z dłużnikami, gdyż są to jego klienci. Inicjator może utrzymywać kontakty z dłużnikami poprzez objęcie funkcji administratora procesu i obsługę sekurytyzowanych wierzytelności. Od dłużników,

44 S. Gudkova, *Sekurytyzacja należności kredytowych...*, s. 31

45 Związane jest to głównie z dywersyfikacją portfela aktywów bankowych. Szerzej: I. Pyka, *Rynek transakcji sekurytyzacyjnych w bankach – analiza porównawcza*, [w:] M. Marcinkowska, S. Wieteska (red.), *Harmonizacja bankowości i ubezpieczeń w skali narodowej i europejskiej*, Warszawa 2007, s. 501–502.

a dokładniej od ich sytuacji finansowej, zależy ocena ratingowa sekurytyzacyjnych papierów wartościowych⁴⁶.

Poza wymienionymi podmiotami w transakcjach sekurytyzacyjnych mogą brać udział takie podmioty, jak: agencje ratingowe, administratorzy procesu, partnerzy swapowi, gwaranci, powiernicy, agenci płatności, doradcy. Liczba podmiotów uczestniczących w transakcjach sekurytyzacyjnych zależy od wielkości i celów transakcji.

Agencje ratingowe⁴⁷, biorące udział w transakcjach sekurytyzacyjnych, nadają rating kredytowy papierom wartościowym emitowanym przez SPV. Rating kredytowy jest przyznawany w postaci kodu literowego lub cyfrowego. Odzwierciedla zdolność jednostki do terminowego regulowania jej zobowiązań. Obecnie najbardziej znanymi międzynarodowymi agencjami ratingowymi są: Standard & Poors (S&P), Moody's, Fitch Ratings.

Administrator transakcji (*service agent, agent usługowy*) to podmiot odpowiedzialny za bieżące zarządzanie powierzonymi mu aktywami i generowanymi przez nie strumieniami pieniężnymi. Bardzo często funkcję administratora transakcji pełni inicjator procesu. Posiadana przez niego wiedza na temat sekurytyzowanych aktywów jest najczęściej podstawą do zlecenia mu przez SPV sprawowania tej funkcji. Do obowiązków administratora należy monitorowanie oraz obsługa spłat zobowiązań dłużników z sekurytyzowanych aktywów, aż do zakończenia całego procesu.

Administratorem procesu sekurytyzacji może być również wyspecjalizowany podmiot profesjonalnie zarządzający aktywami, np. bank, firma windykacyjna. Taka sytuacja ma miejsce, gdy inicjator procesu nie ma profesjonalnego przygotowania do wykonywania funkcji administratora. Wówczas rola administratora sprowadza się do inkasowania zobowiązań wynikających z płatności od dłużników, naliczania karnych odsetek w przypadku nieterminowego regulowania płatności przez dłużników, a także przekazywania płatności inwestorom, według ustalonego harmonogramu dotyczącego zapadalności wyemitowanych papierów wartościowych⁴⁸.

Powiernik (*depozytariusz, trustee*) to podmiot pośredniczący pomiędzy administratorem transakcji i podmiotami dostarczającymi dodatkowych zabezpieczeń a inwestorami. Jego obowiązkiem jest ochrona

46 Zob. E. Szablowska, *Sekurytyzacja przyszłościową formą finansowania przedsiębiorstw*, [w:] B. Filipiak, B. Mikołajczyk (red.), *Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych*, Warszawa 2009, s. 96–97.

47 Szerzej na temat roli agencji ratingowych w procesie sekurytyzacji w rozdziale 2.2.3.

48 P. Bąk, *Charakterystyka podmiotów uczestniczących w procesie sekurytyzacji aktywów – ich funkcje i powiązania*, „Gospodarka Surowcami Mineralnymi” 2007, t. 23, z. 3, s. 50.

interesów inwestorów. Powinien interweniować, gdy prawa inwestorów są naruszane. Ma prawo do uruchamiania zabezpieczeń w celu zaspokojenia roszczeń inwestorów, jeżeli dojdzie do zakłóceń w obsłudze ich należności.

W przypadku, gdy SPV jest w formie funduszu sekurytyzacyjnego, depozytariusz prowadzi rejestr aktywów funduszu. Funkcję depozytariusza mogą pełnić tylko instytucje spełniające wysokie wymagania kapitałowe⁴⁹, najczęściej są nimi banki komercyjne. Depozytariuszem może być również Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych⁵⁰. Depozytariusz jest podmiotem niezależnym od towarzystwa funduszy inwestycyjnych, co zwiększa bezpieczeństwo transakcji. Podstawowymi zadaniami depozytariusza są⁵¹:

- wycena aktywów funduszu inwestycyjnego;
- nadzór nad sekurytyzowanymi aktywami;
- nadzór nad emisją, wydawaniem i wykupywaniem certyfikatów inwestycyjnych.

Środki funduszy inwestycyjnych, przechowywane przez depozytariusza, nie wchodzi w skład jego masy upadłościowej⁵².

Agent płatności (*paying agent*) – podmiot ten jest związany z obsługą strony technicznej transakcji sekurytyzacyjnej. Dokonuje wypłat uzgodnionych kwot inwestorom. Często funkcję agenta płatności pełni powiernik. Odrębny podmiot powoływany jest zazwyczaj w sytuacji, gdy wielkość i wartość transakcji sekurytyzacyjnej jest znacząca. Wówczas dodatkowe koszty związane z wynagrodzeniem dla agenta płatności nie stanowią dużego obciążenia.

Doradcy występują na różnych etapach transakcji. Doradcy podatkowi i księgowi pomagają w opracowaniu struktury transakcji sekurytyzacyjnej od strony podatkowej i rachunkowej. W związku z tym, że programy sekurytyzacyjne zazwyczaj są wysokiej wartości, a struktury są skomplikowane i najczęściej mało przejrzyste, ryzyko prawne z nimi związane też jest duże. Dlatego bardzo odpowiedzialna rola przypada doradcom prawnym. Przygotowują oni kontrakty, umowy kupna i sprzedaży emitowanych papierów wartościowych oraz wydają opinie prawne, np. na temat prawdziwej sprzedaży. Rolę doradcy w transakcji sekurytyzacyjnej mogą pełnić również banki inwestycyjne⁵³.

49 Aktywa instytucji pełniące rolę depozytariusza muszą wynosić minimum 100 mln złotych.

50 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 146, poz. 1546, z późn. zm., art. 71.

51 *Ibidem*, art. 72.

52 W. Pochmara, A. Zapała, *Prawa uczestnika funduszu inwestycyjnego i sposób ich realizacji*, Warszawa 2004, s. 136.

53 A. D. Morrison, W. J. Wilhelm Jr., *Investment Banking: Institutions, Politics and Law*, New York 2008, s. 29.

Partner swapowy (*swap counterparty*) bierze udział w transakcji sekurytyzacyjnej wówczas, gdy z transakcją wiąże się ryzyko kursowe lub gdy istnieje potrzeba wyeliminowania ryzyka stopy procentowej, powstałego na skutek różnicy w naliczaniu odsetek aktywa bazowego i sekurytyzacyjnych papierów wartościowych (*floater/fixe*). Na podstawie umowy zawieranej między SPV a partnerem swapowym następuje przeniesienie ryzyka na partnera swapowego. Podmiot ten najczęściej jest jednostką wysoko ocenianą przez agencje ratingowe (z reguły na poziomie AAA).

Podmiot zabezpieczający, w zamian za wynagrodzenie, zobowiązuje się do bezwarunkowego postawienia do dyspozycji upoważnionego uczestnika transakcji środków pieniężnych niezbędnych do pokrycia powstałych w przyszłości strat. Wysokość strat oraz ich zakres są uzależnione od rodzaju zabezpieczenia. Zabezpieczenie obejmujące zakresem całą emisję to np. gwarancja wyspecjalizowanego zakładu ubezpieczeniowego. W przypadku takiego całościowego zabezpieczenia jakość kredytowa sekurytyzowanej puli w dużym stopniu jest uzależniona od kondycji finansowej podmiotu dostarczającego zabezpieczenie⁵⁴.

W praktyce istnieje duży wachlarz dodatkowych, zabezpieczeń poprawiających jakość emitowanych papierów wartościowych, spośród których najczęściej wykorzystywane są:

- gwarancje instytucji ubezpieczeniowych w postaci polisy ubezpieczeniowej;
- akredytywy;
- gotówkowy rachunek zabezpieczający;
- poręczenie osób trzecich;
- gwarantowane kontrakty inwestycyjne, w których instytucja finansowa zobowiązuje się, że powierzone jej środki, pochodzące ze spłaty zobowiązań przez dłużników, przyniosą określoną w kontrakcie stopę zwrotu.

Dystrybutor emisji zajmuje się plasowaniem na rynku kapitałowym instrumentów wyemitowanych w procesie sekurytyzacji. Może on podjąć decyzję o emisji prywatnej, albo uplasować papiery wartościowe w emisji publicznej. Dystrybucję wyemitowanych papierów wartościowych prowadzi poprzez składanie ofert potencjalnym inwestorom.

Gwarant emisji obejmuje pozostały pakiet wyemitowanych papierów wartościowych w sytuacji, gdy nie wszystkie z nich znalazły nabywcę. W ten sposób zagwarantowane jest powodzenie danej emisji. Rolę gwaranta pełni często dystrybutor emisji.

54 S. Gudkova, *Sekurytyzacja należności kredytowych...*, s. 46–47.

2.2. Transakcje sekurytyzacyjne

2.2.1. Rodzaje transakcji sekurytyzacyjnych

Najczęstszym kryterium podziału programów sekurytyzacyjnych jest efekt bilansowy. Według tego kryterium wyróżniamy:

- sekurytyzację tradycyjną (pozabilansową);
- sekurytyzację syntetyczną (bilansową, subpartycypację).

Istotą **sekurytyzacji tradycyjnej** jest całkowity transfer wyodrębnionych przez inicjatora aktywów do spółki specjalnego przeznaczenia⁵⁵. W przypadku zastosowania takiej konstrukcji (schemat 6.) wytransferowane aktywa oraz odpowiadające im przepływy finansowe zostają usunięte z bilansu inicjatora. Transfer sekurytyzowanych aktywów obejmuje również wszystkie rodzaje ryzyka związanego z tymi aktywami, ubezpieczeniami oraz zabezpieczeniami prawnymi. SPV jest nowym właścicielem aktywów, na podstawie których emituje papiery wartościowe. Środki finansowe od inwestorów, uzyskane w drodze sprzedaży sekurytyzowanych papierów wartościowych, przekazywane są do inicjatora transakcji. Taką konstrukcję transakcji nazywa się „prawdziwą sprzedażą”. Ryzyko związane z aktywami zostaje całkowicie oddzielone od ryzyka inicjatora transakcji. Dzięki zastosowaniu takiego rozwiązania inicjator ma możliwość pozyskania finansowania po niższej cenie.

Nowa Umowa Kapitałowa definiuje sekurytyzację tradycyjną jako transakcję, na mocy której następuje przeniesienie ekspozycji bazowych do spółki specjalnego przeznaczenia, która następnie emituje papiery wartościowe. Przeniesienie to odbywa się w drodze przekazania przez inicjatora prawa własności do sekurytyzowanych ekspozycji bazowych. Papiery wartościowe, wyemitowane w ramach tej transakcji, nie należą do zobowiązań inicjatora⁵⁶. Płatności dla nabywców papierów wartościowych nie są wynikiem zobowiązania zaciągniętego przez inicjatora. Zależą od wyników pozycji bazowych (wytransferowanych aktywów). Ryzyko kredytowe dotyczące sekurytyzowanych aktywów zostaje podzielone na transze. Sposoby organizowania transz papierów wartościowych w sekurytyzacji przedstawiono w tabeli 6.

55 A. A. Jobst, *Asset securitisation as a risk management and funding tool*, „Managerial Finance: Risk Management”, ed. A. Krause, 2006, Vol. 32, No. 9, s. 735.

56 Uchwała nr 76/2010 KNF z dnia 10 marca 2010 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka, Dz. Urz. KNF z 2010 r. nr 2, poz. 11 z późn. zm. Załącznik nr 18. Zob. Basel Committee on Banking Supervision, *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework – Comprehensive Version*, Bank for International Settlements 2006.

niemożliwe. Sekurytyzacja tradycyjna daje możliwość pozyskania finansowania wszystkim podmiotom, nawet tym o gorszym standingu finansowym, którym instytucje finansowe odmówiły pomocy, pod warunkiem, że mają w swoich portfelach dobrej jakości aktywa. W przypadku sekurytyzacji tradycyjnej przedmiotem transakcji są tylko wierzytelności istniejące.

Tabela 6. Sposoby organizowania transz papierów wartościowych w sekurytyzacji

Rodzaj transzy	Zasada konstruowania transz
Transze o planowanej amortyzacji (<i>Planned Amortization Class – PAC</i>)	Transze są zaspokajane według z góry ustalonej stopy wcześniejszych spłat kredytów i harmonogramu spłat kredytów; jeżeli rzeczywista stopa amortyzacji jest mniejsza od planowanej lub część kredytów nie jest spłacana w terminie to obsługa tej transzy jest wspierana środkami pozyskiwanymi z emisji dodatkowych obligacji; w ten sposób zostaje utrzymana stabilność transzy, ryzyko pozostaje niskie, oprocentowanie takich transz pozostaje na relatywnie niskim poziomie.
Transze o określonej amortyzacji (<i>Targeted Amortization Class – TAC</i>)	Transze TAC konstruowane są tak, aby wraz ze wzrostem stopy wcześniejszych spłat zapewniać ochronę reinwestowania środków uwolnionych szybciej niż założono w harmonogramie; przy spadku stopy wcześniejszych spłat konstrukcja tych transz powoduje wydłużenie okresu zwrotu; transze te zazwyczaj są wyżej oprocentowane w stosunku do transz PAC.
Transze obligacji towarzyszących (<i>Companion or Support Tranches</i>)	Transze te stanowią gwarancję utrzymania płynności dla transz PAC i TAC; przy niekorzystnym kształtowaniu się wskaźników wcześniejszych spłat, są one umarzane, a środki przeznaczone na obsługę transz wyższych; przeciętny okres ich trwania jest ustalany elastycznie – wraz ze wzrostem stopy wcześniejszych spłat wydłuża się, a przy spadku tych stóp zmniejsza się; ich oprocentowanie jest wyższe niż transz uprzywilejowanych.
Transze narastające (<i>Accrual Bonds, Z-Tranches</i>)	W przypadku zaistnienia określonego zdarzenia transze te są kapitalizowane i wypłacane w okresach późniejszych; w związku z wysokim ryzykiem inwestycyjnym ich oprocentowanie jest wysokie.

Źródło: B. Półtorak, *Sekurytyzacja kredytu hipotecznego na podstawie działalności banków hipotecznych*, Warszawa 2007, s. 143.

Banki – inicjatorzy transakcji sekurytyzacyjnych – bardzo często wybierają do procesu słabej jakości aktywa, które następnie sprzedają z dużym dyskontem, często przekraczającym 50% wartości tych ak-

tywów⁵⁹. Jednak w takim przypadku głównym celem, który ma być osiągnięty, jest poprawa współczynnika wypłacalności poprzez wyeliminowanie z bilansu aktywów o wyższej wadze ryzyka i zastąpienie ich gotówką o zerowej wadze ryzyka. Dodatkowym motywem takiej transakcji może być fakt, że banki, które utworzyły wcześniej rezerwy na sprzedawane należności, mogą zaliczyć do kosztów uzyskania przychodów stratę ze zbycia takich należności (tylko do wysokości utworzonej na nie rezerwy)⁶⁰.

Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego określił wymogi operacyjne dotyczące transakcji z wykorzystaniem konstrukcji sekurytyzacji tradycyjnej w ramach metod wyliczania wymogu kapitałowego. Są to m.in.⁶¹:

- wymóg przeniesienia znaczącej wielkości ryzyka kredytowego związanego z sekurytyzowanymi aktywami na podmioty trzecie;
- potwierdzenie przez kwalifikowaną kancelarię prawną zrealizowania „prawdziwej sprzedaży” (utrata kontroli przez inicjatora nad sekurytyzowanymi aktywami);
- papiery wartościowe wyemitowane w ramach transakcji sekurytyzacyjnej nie są zobowiązaniem banku inicjującego;
- wykonanie opcji *clean-up* (maksymalnie 10% pierwotnej wartości portfela aktywów) musi zależeć tylko od inicjatora, a jej konstrukcja musi eliminować możliwość wzmocnienia jakości kredytowej;
- umowa sekurytyzacyjna nie może zawierać wymogu stałej wymiany puli aktywów bazowych, zawierać opcji zwiększenia wartości zatrzymanej transzy (dotyczącej pierwszej straty), a także podwyższać płatności na rzecz inwestorów i podmiotów dostarczających dodatkowych wzmocnień jakości kredytowej.

Z kolei w ramach **sekurytyzacji syntetycznej** następuje podział na transze poprzez zastosowanie kredytowych instrumentów pochodnych lub gwarancji⁶² (schemat 7.). Aktywa bazowe, przeznaczone do sekurytyzacji pozostają w bilansie inicjatora. Nie następuje przeniesienie na SPV praw własności do wyodrębnionej puli wierzytelności. Brak fizycznej sprzedaży sekurytyzowanych aktywów. Na spółkę specjalnego przeznaczenia zostaje przeniesione jedynie prawo do części lub całości pożytków wynikających z sekurytyzowanych aktywów. Transfer obejmuje ryzyko kredytowe związane z daną pulą aktywów. Następuje on w całości lub

59 Jakość aktywów wpływa na wysokość dyskonta.

60 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 16, poz. 1546, z późn. zm.

61 J. Zombirt, *Nowa Umowa Kapitałowa. Ewolucja czy rewolucja*, Warszawa 2007, s. 171.

62 A. A. Jobst, *Asset securitization...*, s. 735.

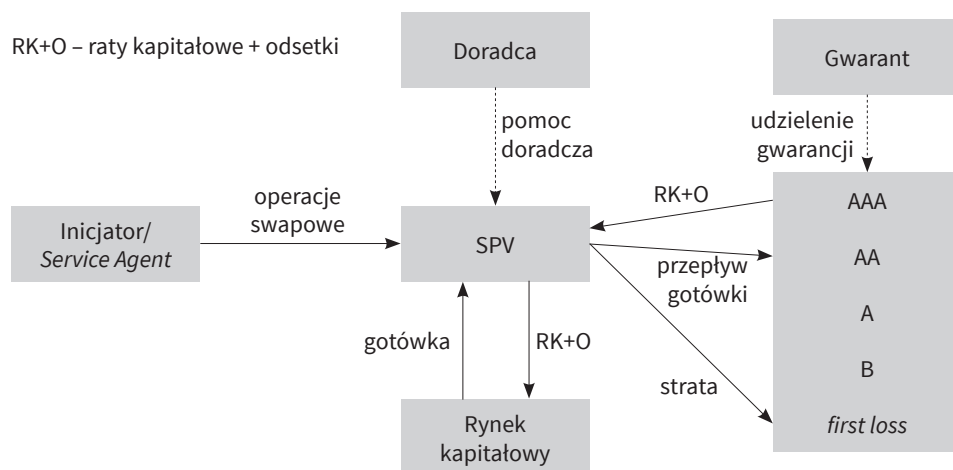
w części poprzez finansowane (np. *credit-linked notes*) oraz niefinansowane (np. *credit default swaps*) derywaty kredytowe lub gwarancje, które służą zabezpieczeniu ryzyka kredytowego. Potencjalne ryzyko inwestora zależy od obsługi puli bazowej⁶³.

W przypadku sekuryzacji syntetycznej SPV deponuje na rachunku inicjatora transakcji określone środki, jednocześnie zastrzegając, że zostaną one spłacone z chwilą spełnienia świadczenia przez dłużników.

Taka konstrukcja transakcji sekuryzacyjnej zwiększa sumę bilansową inicjatora⁶⁴. Ponadto przyczynia się do pogorszenia struktury kapitału oraz obniżenia stopy zwrotu z aktywów (ROA⁶⁵), co w konsekwencji wpływa niekorzystnie na ocenę ratingową banku.

Do grona podmiotów kupujących ryzyko, m.in. w transakcjach sekuryzacyjnych, należą przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe, przedsiębiorstwa reasekuracyjne, fundusze hedgingowe oraz przedsiębiorstwa zarządzające aktywami.

Schemat 7. Struktura sekuryzacji syntetycznej



Źródło: opracowanie własne na podstawie Ł. Rekxa, *Sekuryzacja wierzytelności na rynkach międzynarodowych*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 2, s. 69.

63 E. Szablowska, *Sekuryzacja przyszłościową formą...*

64 F. J. Fabozzi, M. Choudhry, *Handbook of European Structured Financial Products*, New Jersey 2004, s. 110.

65 ROA (*return on assets*) – wskaźnik rentowności aktywów zwany stopą zwrotu z aktywów. Jest to relacja zysku netto do aktywów ogółem. Informuje o zdolności aktywów do generowania zysku netto (pokazuje efektywność wykorzystania aktywów przedsiębiorstwa). B. Pomykalska, P. Pomykalski, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Warszawa 2008, s. 94.

Podobnie jak w przypadku sekurytyzacji tradycyjnej, tak też dla transakcji syntetycznych Komitet Bazylejski zdefiniował wymogi operacyjne, związane z metodami wyliczania wymogu kapitałowego. Są one następujące⁶⁶:

1. Znacząca wielkość ryzyka kredytowego dotyczącego sekurytyzowanej puli musi być przeniesiona na podmioty trzecie.
2. Wykorzystane instrumenty finansowe muszą spełniać wymogi zdefiniowane dla technik zmniejszania ryzyka kredytowego (CRM – *Credit Risk Mitigation*). Nie mogą one zawierać opcji ograniczających wielkość przenoszonego ryzyka.
3. Zawarte umowy sekurytyzacyjne muszą być potwierdzone przez kwalifikowaną kancelarię prawną.
4. Wymogi dla opcji *clean-up* – podobnie jak przy sekurytyzacji tradycyjnej.
5. Zabezpieczenia wykorzystane w transakcji muszą znajdować się na liście zabezpieczeń rekomendowanych przez Nową Umowę Kapitałową.
6. Potencjalni gwaranci powinni należeć do grupy „głównych uczestników rynku”.

W związku z niedoskonałością przepisów Nowej Umowy Kapitałowej, które dały się zauważyć zwłaszcza podczas ostatniego kryzysu na rynkach finansowych, Komitet Bazylejski podjął działania zmierzające do uodpornienia systemu bankowego na duże wahania koniunktury⁶⁷. Proponowane zmiany wpłyną również na procesy sekurytyzacyjne. Komitet chce bowiem wzmocnienia aspektu dotyczącego kapitałowego traktowania produktów kredytowych o skomplikowanych strukturach, w tym m.in. resekurytyzacji⁶⁸.

W procesie sekurytyzacji istnieje kilka sposobów przeniesienia wierzytelności. Do najczęściej wykorzystywanych zaliczamy: nowację (odnowienie); cesję wierzytelności; subpartycypację.

Nowacja to umowa przeniesienia aktywów, polegająca na odnowieniu dotychczasowych umów zobowiązaniowych między inicjatorem a dłużnikiem. Inicjator zostaje zastąpiony przez SPV, która jednocześnie przejmuje wszystkie prawa i obowiązki inicjatora⁶⁹. W przypadku takie-

66 J. Zombirt, *Nowa Umowa Kapitałowa...*, s. 172.

67 M. Marcinkowska, *Kręte ścieżki Bazylei... czyli standardy kapitałowe banków: wczoraj, dziś i jutro*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy – nowe perspektywy*, „Annales UMCS” 2010, Section H, t. 44, z. 2, s. 51.

68 Część zmian (m.in. dotyczące resekurytyzacji) Komitet wprowadził w lipcu 2009 r. (pakiet korekt do Nowej Umowy Kapitałowej). Basel Committee on Banking Supervision, *Enhancements to the Basel II framework*, Basel, July 2009.

69 P. Potoczek, *Sekurytyzacja*, s. 173.

go przeniesienia wierzytelności potrzebna jest zgoda dłużnika na zmianę podmiotu, wobec którego będzie on zobowiązany. Ponadto nowacja wiąże się z obowiązkiem odnowienia istniejących zabezpieczeń, gdyż w związku z nowacją obowiązujące zabezpieczenia, tj. zabezpieczenie kredytu zastawem lub poręczeniem, są znoszone. Nowacja uważana jest za bardzo pracochłonną i kosztowną metodę i w związku z tym w transakcjach sekurytyzacyjnych jest wykorzystywana rzadziej niż cesja czy subpartycypacja.

Cesja wierzytelności stanowi najczęstszy sposób przeniesienia własności aktywów na SPV. Na mocy umowy cesji⁷⁰ cedent (inicjator) przenosi na cesjonariusza (SPV) swoje wierzytelności. Następuje oddzielenie ryzyka przenoszonych aktywów od ryzyka pozostałych aktywów znajdujących się w bilansie inicjatora. Cesja może też być dokonana bez powiadomienia dłużnika (tzw. cesja cicha). W takiej sytuacji dłużnik nie jest w ogóle zawiadamiany o przelewie wierzytelności, co w świetle przepisów kodeksu cywilnego jest możliwe. W rzeczywistości jednak cesja cicha jest stosowana sporadycznie. Zazwyczaj dłużnik jest informowany o przelewie wierzytelności i nowym numerze rachunku bankowego, na który ma być dokonana płatność. Możliwa jest też sytuacja, w której posiadaczem wspomnianego rachunku jest inicjator, zajmujący się inkasem należności. Funkcję tę inicjator pełni wówczas na podstawie umowy agencyjnej zawartej z SPV.

Wraz z przenoszonymi aktywami przechodzą na SPV (cesjonariusza) roszczenia o zapłatę kary umownej, odstępnego, roszczenia o zaskarżenie czynności prawnych dłużnika na szkodę wierzycieli oraz roszczenie o zapłatę odsetek, które staną się wymagalne już po dokonaniu przelewu. Na cesjonariusza przechodzi także prawo odstąpienia od umowy, prawo wypowiedzenia stosunku o charakterze trwałym oraz przysługujące cedentowi (aranżerowi) prawo wyboru świadczenia w zobowiązaniu przeciennym⁷¹.

Subpartycypacja to umowa⁷², na mocy której SPV nabywa prawo do części lub całości pożytków z tytułu aktywów, których właścicielem pozostaje inicjator transakcji. Brak fizycznej sprzedaży aktywów. Pozostają one w bilansie inicjatora. Na SPV przechodzi natomiast ryzyko braku spłaty wierzytelności. W efekcie ocena ratingowa emitowanych przez podmiot emisyjny dłużnych papierów wartościowych jest w znacznym

70 Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Dz. U., nr 16, poz. 93, z późn. zm., art. 509 i nast.

71 E. Szablowska, *Sekurytyzacja przyszłościową formą...*

72 Jest to umowa nazwana. Uregulowania dotyczące umowy subpartycypacyjnej pojawiły się wraz z ustawą z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (art. 183 ust. 4, a także art. 2 pkt 32). Równoległe przepisy dotyczące tej umowy znalazły się w ustawie Prawo bankowe (art. 4 ust. 1 pkt 27 oraz art. 92).

stopniu uzależniona od ratingu inicjatora⁷³. Wytransferowanie ryzyka kredytowego pozwala inicjatorowi na poprawę wskaźników finansowych, a w przypadku banków – pomaga w wypełnieniu wymogów dotyczących adekwatności kapitałowej.

Z ekonomicznego punktu widzenia, różnica pomiędzy sekurytyzacją z wykorzystaniem cesji wierzytelności a subpartycypacją jest nieistotna. W obu przypadkach inwestor ma prawo do przepływów generowanych przez pulę wierzytelności. Z prawnego punktu widzenia, najistotniejsza różnica polega na przejściu tytułu własności do puli wierzytelności. W przypadku cesji tytuł ten przechodzi na SPV, a przy subpartycypacji pozostaje przy inicjatorze. W praktyce jednak umowa o subpartycypację w wielu obszarach jest korzystniejsza dla uczestników transakcji w porównaniu do przelewu wierzytelności. Spowodowane jest to m.in.⁷⁴:

- niższymi kosztami transakcyjnymi;
- uproszczoną procedurą postępowania procesowych;
- ochroną interesów uczestników subpartycypacji w przypadku upadłości inicjatora;
- uprzywilejowaniem rzeczowym w przypadku upadłości dłużnika pod starym prawem upadłościowym⁷⁵;
- brakiem wątpliwości związanych z ochroną danych osobowych i tajemnicą bankową;
- brakiem potrzeby uzyskiwania zgody dłużnika na przelew wierzytelności;
- wątpliwościami co do zgody dłużnika z tytułu zabezpieczeń (cesja);
- wątpliwościami co do formy wyrażenia zgody (cesja);
- komplikacjami operacyjnymi cesji.

2.2.2. Instrumenty finansowe w procesie sekurytyzacji

Obecnie istnieje cały wachlarz instrumentów finansowych, które mogą być zastosowane w procesie sekurytyzacji. Najczęściej wykorzystywana klasyfikacja sekurytyzacyjnych papierów wartościowych jest oparta na rodzaju aktywów bazowych, stanowiących zabezpieczenie tych instru-

73 Brak przejścia tytułu własności do puli wierzytelności może zwiększać ryzyko transakcji sekurytyzacyjnej, np. z powodu ryzyka bankructwa inicjatora lub niewywiązania się przez inicjatora ze zobowiązania przekazywania środków.

74 B. Smolarek, *Sekurytyzacyjna umowa subpartycypacyjna*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 8, s. 49–54.

75 Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z 24.10.1934 r. Prawo upadłościowe, Dz. U., nr 93, poz. 834, z późn. zm., obowiązujące do 1.10.2003 r. (rozstrzygała data ogłoszenia upadłości).

mentów. Według tej klasyfikacji wyróżnia się dwa podstawowe rodzaje instrumentów emitowanych w transakcjach sekurytyzacyjnych⁷⁶:

- **ABS** (*Asset Backed Securities*) – papiery dłużne zabezpieczone na aktywach innych niż aktywa hipoteczne;
- **MBS** (*Mortgage Backed Securities*) – papiery dłużne zabezpieczone wierzytelnościami hipotecznymi.

ABS to głównie średnio- i długoterminowe papiery wartościowe, zabezpieczone sekurytyzowanymi aktywami, innymi niż wierzytelności hipoteczne. Jest to grupa bardziej zróżnicowana pod względem rodzaju aktywów niż **MBS**. Zabezpieczeniem takich aktywów mogą być np. wierzytelności z kart kredytowych, wierzytelności handlowe, wierzytelności z tytułu umów ubezpieczeniowych itp. Ta różnorodność aktywów wpływa na sposób realizacji zobowiązań z emitowanych papierów wartościowych. Część programów ma z góry określony harmonogram spłat rat kapitałowych i odsetek wynikających z **ABS**, ale są też instrumenty, których spłata zależy od działań podjętych przez kredytobiorców. Z punktu widzenia aktywów bazowych wśród **ABS** wyróżniamy⁷⁷:

- **HEL** (*Home Equity Loan Asset Backed Securities*)⁷⁸, będące papierami wartościowymi, zabezpieczonymi kredytami pod zastaw nieruchomości; w przypadku linii kredytowych na zakup mieszkań występują **HELOC** (*Home Equity Lines of Credit*)⁷⁹, które opierają się na konstrukcji *sequential-pay* (sekwencyjnych płatności);
- **EL** (*Equipment Leases*), czyli papiery wartościowe oparte na wierzytelnościach z tytułu umów leasingu⁸⁰; wśród tych papierów wartościowych najpopularniejsze są **ALS** (*Auto Lease Securities*), czyli papiery wartościowe oparte na wierzytelnościach dotyczących leasingu samochodów;

76 *An investor's guide to Asset Backed Securities. Investing for attractive yield and high credit quality*, New York 2004, s. 5.

77 A. Waszkiewicz, „Papierowe” bogactwo sekurytyzacji, „Bank i Kredyt” 2004, nr 4, s. 26; J. Ostaszewski i in., *Finanse spółki akcyjnej*, s. 171.

78 Papiery te zaliczane są do szeroko rozumianych **ABS**-ów (ogół papierów wartościowych emitowanych w procesie sekurytyzacji).

79 Są przeciwieństwem papierów wartościowych **HEL**.

80 Sekurytyzacja aktywów leasingowych uważana jest za bardzo skomplikowaną transakcję. Spowodowane jest to głównie faktem, iż emitowane instrumenty (obligacje bądź certyfikaty udziałowe) mają najczęściej strukturyzowany charakter (*pay-through*) i wyodrębnioną wartość rezydualną (*residual value*), czyli wartość, po jakiej leasingobiorcy nabywają przedmiot po zakończeniu leasingu. Środki przeznaczone na wykup **EL** pochodzą ze spłat dokonywanych przez leasingobiorców (nie obejmują wartości rezydualnej). Ze względu na zastosowanie wielu klauzul zabezpieczających spłatę należności przez leasingobiorcę, **EL** uważa się za mało ryzykowne. A. Waszkiewicz, „Papierowe” bogactwo sekurytyzacji, s. 27.

- **CC** (*Credit Card Asset Backed Securities*), będące papierami wartościowymi opartymi na wierzytelnościach z tytułu kart kredytowych⁸¹; wśród nich największą popularnością cieszą się **CARDs** (*Certificate of Amortizing Revolving Debts*)⁸²;
- **AL** (*Automobile Loan Asset Backed Securities*)⁸³, czyli papiery wartościowe oparte na wierzytelnościach z tytułu kredytów samochodowych⁸⁴; wśród tych papierów wartościowych znajdują się m.in. papiery emitowane na podstawie pożyczek na zakup samochodów osobowych i dostawczych tzw. **CARs** (*Certificate for Automobile Receivables*);
- **SL** (*Student Loans*), czyli papiery wartościowe zabezpieczone wierzytelnościami z tytułu kredytów studenckich⁸⁵;
- **MH** (*Manufactured Housing*), będące papierami wartościowymi opartymi na pożyczkach na budownictwo mieszkaniowe i domy „na kółkach”.

81 Występuje tutaj konieczność zastosowania wielu zabezpieczeń ze względu na zmienną stopę procentową, według której oprocentowane są należności z kart kredytowych. Stosuje się w tym przypadku emisje transz o zmiennej indeksowej stopie procentowej (*floating rates* lub *floaters*), zazwyczaj powiązanych z indeksem LIBOR. Ze względu na fakt, że kredyty te nie mają określonego schematu spłat, a jedynie ostateczny termin spłaty, stosuje się albo amortyzację kontrolowaną, albo *bullet structure*. A. Waszkiewicz, „Papierowe” bogactwo sekurytyzacji, s. 27.

82 Pierwsza transakcja z użyciem CARDs miała miejsce w 1986 r. Przeprowadził ją bank inwestycyjny Salomon Brothers (obecnie część Citigroup). Papiery wartościowe oparte na wierzytelnościach z tytułu kart kredytowych mają znacznie większy udział w papierach sekurytyzacyjnych w Stanach Zjednoczonych. W Europie stanowią one zaledwie niewielki odsetek wszystkich papierów wartościowych emitowanych w transakcjach sekurytyzacyjnych. F. J. Fabozzi, V. Kothari, *Introduction to Securitization*, s. 154–155.

83 Przy emisji AL stosuje się struktury oparte na jednej lub dwóch transzach PAC. Transze wspierające są oferowane inwestorom akceptującym wyższy poziom ryzyka i oczekującym wyższych stóp zwrotu. Zmienność średniego okresu życia takich transz jest znacznie niższa niż w przypadku obligacji hipotecznych. W celu zabezpieczenia emisji AL stosuje się najczęściej akredytywę, gwarancję czy też rachunek zabezpieczający. A. Waszkiewicz, „Papierowe” bogactwo sekurytyzacji, s. 27.

84 W Stanach Zjednoczonych AL odgrywają dużą rolę. Największymi emitentami AL są: Ford Motor Credit Co., General Motors Corp. i Daimler Chrysler. W Europie również AL stanowią znaczący procent emitowanych w procesie sekurytyzacji papierów wartościowych. F. J. Fabozzi, V. Kothari, *Introduction to Securitization*, s. 162–163.

85 Kredyty studenckie podlegają amortyzacji, są więc spłacane według określonego harmonogramu. Cechą charakterystyczną tego typu aktywów jest stosunkowo wysoki poziom niespłacalności odsetek przez studentów. A. Waszkiewicz, „Papierowe” bogactwo sekurytyzacji, s. 27–28.

Cechą charakterystyczną większości ABS jest odnawialny charakter zabezpieczających je aktywów. Na podstawie tego kryterium wyróżniamy⁸⁶:

- **ABS oparte na wierzytelnościach o określonej amortyzacji** (pakiet aktywów zapadających) – mają stałą wartość amortyzowaną, o z góry określonej co do wielkości i terminów kwocie, która jest jednorodna i raz wyodrębniona nie podlega zmianie;
- **ABS oparte na pakiecie aktywów rewolwingowych** (pakiet aktywów niezapadających) – ich struktura ulega ciągłym zmianom, co wiąże się z krótszym terminem zapadalności poszczególnych aktywów w stosunku do amortyzacji papierów wartościowych (zapadłe aktywa zastępowane są nowymi).

MBS to instrumenty finansowe oparte na wierzytelnościach zabezpieczonych hipoteką ustanowioną na nieruchomości⁸⁷. Najczęściej ich zabezpieczeniem są długoterminowe kredyty hipoteczne. Jest to bardzo skuteczne zabezpieczenie spłaty wierzytelności, dające gwarancję odzyskania kwoty udzielonego kredytu, nawet w sytuacji zmiany właściciela nieruchomości. Posiadacze MBS-ów mogą ponosić ryzyko wcześniejszej spłaty długu przez kredytobiorców (tzw. opcja przedpłaty – *prepayment*). Wspomniane ryzyko może być przerzucone na podmioty zewnętrzne, udzielające odpowiednich gwarancji.

Emitentami/gwarantami MBS-ów są głównie agencje rządowe i *quasi-rządowe*, tj. Government National Mortgage Association (Ginnie Mae)⁸⁸, Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)⁸⁹ oraz Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)⁹⁰. MBS-y

86 Ł. Reksa, *Szufflady sekurytyzacji*, „Gazeta Bankowa”, 5.01.2004, s. 28–30.

87 Obecnie sekurytyzacja rozszerza się na inne należności związane z nieruchomościami, przekształcając się w szeroko rozumianą sekurytyzację nieruchomości (*Real Estate Securitisation* – RES). Rynek RES obejmuje zarówno MBS-y, jak również sekurytyzację samych nieruchomości (*Real Estate Asset Backed Securities* – REABS).

88 <http://www.ginniemae.gov/pages/default.aspx> (14.10.2015).

89 Fannie Mae FNMA od września 2008 r. została przejęta przez rząd USA. Instytucja ta prowadzi m.in. programy emisji MBS, w ramach których emitowane są papiery wartościowe zabezpieczone funduszami hipotecznymi, w których gromadzone są pożyczki hipoteczne o stałym oprocentowaniu i stałych miesięcznych płatnościach. Jeden z programów prowadzonych przez Fannie Mae dotyczy emisji tzw. ARMs (*Adjustable Rate Mortgages Pass-through Securities*), które Fannie Mae wprowadziła na rynek finansowy jako pierwsza w 1984 r. Papiery te są zabezpieczone pożyczkami hipotecznymi o zmiennym oprocentowaniu oraz indeksowane według indeksu rocznych skarbowych papierów wartościowych. Szerzej: <http://www.fanniemae.com/portal/index.html> (14.10.2015).

90 Freddie Mac (FHLC), podobnie jak Fannie Mae, we wrześniu 2008 r. zostało przejęte przez rząd USA. Instytucja ta zajmuje się m.in. emitowaniem MBS-ów (Gold PCs,

emitowane przez te podmioty nazywane są *agency mortgage securities*, co jednocześnie wskazuje na gwarancje agencji rządowych. W przypadku MBS-ów emitowanych przez prywatne instytucje finansowe określa się je jako *private-label mortgage securities* lub *non agency mortgage securities*.

W zależności od rodzaju nieruchomości, na której ustanowiono hipotekę, wyróżnia się następujące rodzaje MBS-ów⁹¹:

- **CMBS** (*Commercial Mortgage Backed Securities*)⁹² – instrumenty zabezpieczone hipoteką na nieruchomościach komercyjnych, przynoszących stały dochód, np. hotelach, restauracjach, budynkach biurowych, centrach handlowych itp.;
- **RMBS** (*Residential Mortgage Backed Securities*), czyli instrumenty zabezpieczone hipoteką na nieruchomościach, które nie są źródłem dochodów dla właścicieli.

W zależności od konstrukcji danej transakcji sekurytyzacyjnej i od formy organizacyjnej emitenta papierów wartościowych wyróżnia się:

- **PCs** (*Participation Certificates*) – certyfikaty udziałowe, zapewniają subskrybentom udziały w aktywach finansowych emitenta⁹³;
- **CDO** (*Collateralised Debt Obligations*) – obligacje zabezpieczone długiem⁹⁴, wśród których w zależności od rodzaju długu istnieją⁹⁵:
CLO (*Collateralized Loan Obligations*) – obligacje zabezpieczone

ARMs – *adjustable-rate mortgages*, Multifamily PCs, Giant PCs, Strip PCs, REMICs, MACRs – *Modifiable and Combinable REMICs, Reference REMIC® Securities*). Szerzej: *Mortgage Securities Product Overview*, styczeń 2008, <http://www.freddie mac.com/> (14.10.2015)

91 F. J. Fabozzi, V. Kothari, *Introduction to Securitization*, s. 152–153.

92 J. Deacon, *Global Securitisation...*, s. 116–118.

93 Przy emisji PCs stosuje się tylko i wyłącznie konstrukcję *pass-through*. Aranżer bądź agent serwisowy po uzyskaniu spłaty wierzytelności od dłużników przekazuje je bezpośrednio inwestorom, którzy w momencie wykupu otrzymują jednocześnie płatności odsetkowe, raty kapitałowe oraz kwoty przedpłat pomniejszone o prowizje dla uczestników procesu. A. Waszkiewicz, „*Papierowe*” bogactwo sekurytyzacji, s. 19.

94 Pierwsze syntetyczne instrument CDO powstały w 1997 r. Od tego czasu rozwinęły się znacząco. M. Buszko, *Sekurytyzacja syntetyczna oraz syntetyczne produkty CDO*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Lublin 2009, s. 461–470. Obecnie głównym celem zawierania transakcji z udziałem CDO jest arbitraż. W konstrukcji emisji CMO możliwe są różnego rodzaju struktury transz uprzywilejowanych i podporządkowanych. Zob. J. Deacon, *Global Securitisation...*, s. 112–116.

95 Rzadziej spotykanymi rodzajami CDO są: CSOs (*Collateralized Synthetic Obligations*), CFOs (*Collateralized Fund Obligations*), CCOs (*Collateralized Commodity Obligations*), CXOs (*Collateralized Exchange Obligations*). Zob. F. J. Fabozzi, V. Kothari, *Introduction to Securitization*, s. 211–254.

wierzytelnościami kredytowymi; **CMO** (*Collateralized Mortgage Obligations*) – obligacje zabezpieczone wierzytelnościami hipotecznymi⁹⁶ oraz **CBO** (*Collateralized Bond Obligations*) – obligacje zabezpieczone wierzytelnościami z obligacji.

W transakcjach sekurytyzacyjnych mogą pojawić się też takie instrumenty jak **ABCP** (*Asset Backed Commercial Papers*)⁹⁷. Są to krótkoterminowe papiery komercyjne zabezpieczone aktywami. Jest to bardzo korzystne rozwiązanie dla małych przedsiębiorstw, mających utrudniony dostęp do innych źródeł finansowania. W strukturze tej wpływy z kolejnych emisji ABCP są przeznaczane na finansowanie transz, których termin wykupu nadszedł. Charakterystyczną cechą takiej struktury stanowi zmienny koszt pozyskiwanego kapitału.

Najnowszymi instrumentami w transakcjach sekurytyzacyjnych są syntetyczne papiery wartościowe. Aktywem bazowym dla nich są pożyczki i kredyty przedsiębiorstw, obligacje lub dług rządowy, które wykorzystują kredytowe instrumenty pochodne, nieprzewidujące przeniesienia praw własności do wyodrębnionej puli aktywów na SPV. Z tymi papierami związany jest tylko transfer ryzyka z wierzytelności za pomocą kredytowego kontraktu zamiany. Wśród instrumentów tych wyróżniamy:

- **CDS** (*Credit Default Swap*) – jest to kredytowy instrument pochodny, gdzie inicjator transferuje ryzyko kredytowe związane z sekurytyzowanymi aktywami na inny podmiot, płacąc w zamian regularną premię; CDS jest zarówno aktywem, jak i warunkowym zobowiązaniem; cena CDS ustalana jest jako procent wartości danego zobowiązania, wpływa na nią poziom ryzyka transakcji (ryzyko, że podstawowy dłużnik nie będzie w stanie spłacić zobowiązania), oceniany przez niezależne agencje ratingowe⁹⁸;

96 CMO określane są mianem REMICs (*Real Estate Mortgage Investments Conduits*). Procedura emitowania CMO została opracowana w 1983 r. przez banki inwestycyjne Salomon Brothers i First Boston.

97 Głównie różnice między tradycyjnymi ABS-ami a papierami ABCP to: stała wartość puli aktywów w przypadku ABS, odnawialny charakter przepływów w ABCP, papiery ABCP charakteryzują się różnorodnością aktywów użytych w danej transakcji, w przypadku ABS aktywa są homogeniczne, terminy aktywów i opartych na nich ABS-ów zazwyczaj się pokrywają, natomiast terminy w transakcjach ABCP są różne (emitowanie krótkoterminowych papierów wartościowych opartych na długoterminowych aktywach).

98 W ostatnim kryzysie finansowym CDS-y były uważane za główną przyczynę kryzysu. W niektórych państwach (np. Niemcy) zakazano nawet emisji „nagich” CDS-ów (wykupienie tego instrumentu przez podmiot, który nie posiada papierów dłużnych danego emitenta).

- **CLN** (*Credit Linked Note*) – noty związane z kredytem; są to kredytowe instrumenty pochodne, łączące w sobie CDS-y⁹⁹ i tradycyjne obligacje¹⁰⁰; CLN zapewnia zabezpieczenie przed ewentualnym niewywiązaniem się dłużnika ze zobowiązań i dopływ środków pieniężnych¹⁰¹.

Kolejny podział papierów wartościowych, emitowanych w procesie sekurytyzacji, dotyczy struktury danej transakcji. Według tej klasyfikacji wyróżnia się:

- instrumenty o przepływach prostych, bezpośrednich (*pass-through securities*);
- instrumenty o przepływach modyfikowanych (*pay-through securities*).

Emisja **instrumentów typu *pass-through*** jest wykorzystywana do sekurytyzacji aktywów o regularnych strumieniach płatności. Jest to dość prosta struktura (schemat 8.), w której nabywca papierów wartościowych otrzymuje prawo do płatności z sekurytyzowanej puli wierzytelności na podstawie prawa własności do proporcjonalnej części aktywów. Przepływy od dłużników do posiadaczy ABS¹⁰² są odpowiednio zsynchronizowane. Oprocentowanie takich papierów wartościowych jest naliczane według z góry określonej stopy procentowej. Płatności przekazywane nabywcom ABS zawierają zarówno raty odsetkowe, kapitałowe, jak i przedpłaty.

W strukturze *pass-through* SPV emituje, na podstawie zakupionych aktywów, tzw. świadectwa udziałowe¹⁰³ i sprzedaje je za pośrednictwem aranżera inwestorom. W ten sposób inwestorzy w ABS stają się jednocześnie udziałowcami w majątku SPV, który stanowią zakupione ak-

99 Oprócz CDS w CLN wbudowuje się najczęściej *Total Return Swap* (CLN nazywany jest wtedy *Total Return Swap Embedded Notes*) oraz forwardy lub opcje na spread kredytowy (*Credit Spread Linked Notes*).

100 CLN nie jest w rozumieniu niektórych definicji instrumentem pochodnym, lecz raczej zwykłym instrumentem dłużnym z wbudowanym derywatem.

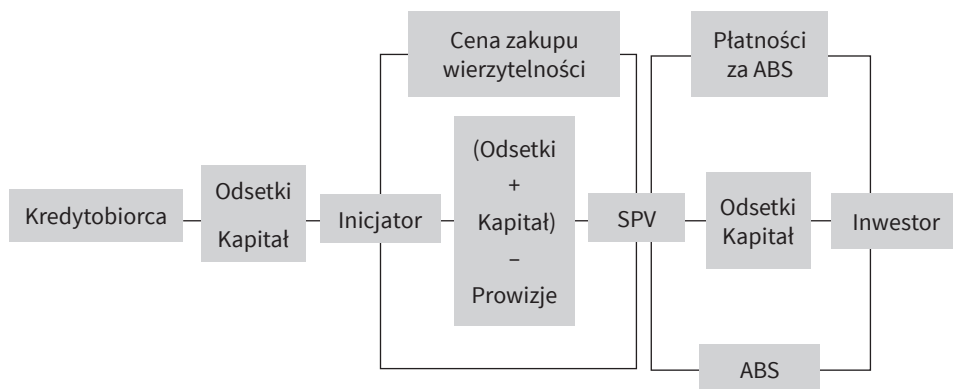
101 CLN są szczególnie popularne w odniesieniu do długu powstałego w krajach rozwijających się. W krajach tych bardzo często bezpośrednie inwestycje są ograniczone prawnie i ekonomicznie, a jedyną możliwością zarządzania ryzykiem kredytowym jest handel CLN i derywatami kredytowymi. R. Karkowska, *Kredytowe instrumenty pochodne – wyzwanie dla polskiego systemu finansowego*, „Studia i Materiały Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego” 2005, nr 1, s. 88–89.

102 W literaturze najczęściej przyjmuje się określenie ABS dla wszystkich papierów wartościowych emitowanych w procesie sekurytyzacji. Autorka, również w dalszej części pracy, dla uproszczenia posłuży się określeniem ABS w szerszym znaczeniu, pisząc o papierach wartościowych emitowanych w transakcjach sekurytyzacyjnych.

103 I. Pyka (red.), *Rynek finansowy*, Katowice 2010, s. 70.

tywa. W miarę spłaty kapitału i odsetek od tych papierów, wielkość tej współwłasności maleje w stosunku do wartości majątku. Wadą jest to, że termin zapadalności papierów o przepływach prostych nie jest znany z wyprzedzeniem. Skraca się on wraz z przyspieszeniem spłat i wydłuża w momencie opóźnienia w realizacji zobowiązań. W ten sposób nabywcy papierów wartościowych akceptują z góry określony poziom oprocentowania, nie znając czasu amortyzacji ABS. Konsekwencją może być otrzymanie pełnej kwoty przed zakładanym terminem, co może oznaczać trudności z ulokowaniem środków finansowych na podobnie korzystnych warunkach. Z powyższych względów ustalenie ceny instrumentu *pass-through* jest niezwykle trudne, a ocena przez inwestorów skomplikowana¹⁰⁴.

Schemat 8. Schemat struktury *pass-through*



Źródło: Ł. Reksa, *Szuflady sekuryzacji*, „Gazeta Bankowa”, 5.01.2004, s. 29.

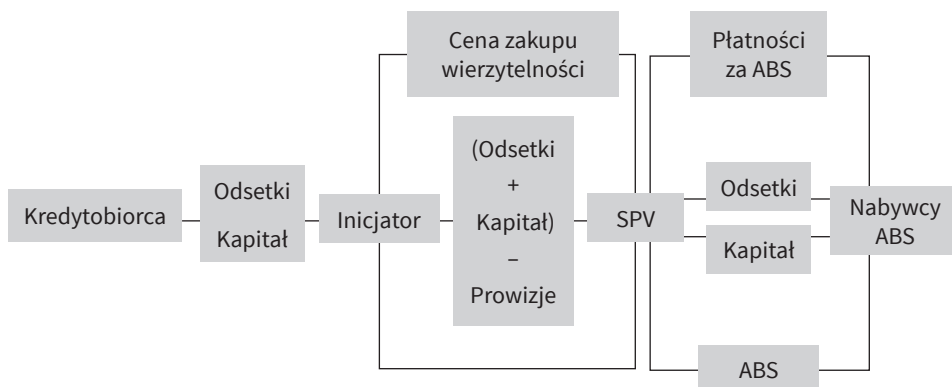
Instrumenty typu *pay-through* mogą mieć charakter klasycznych papierów dłużnych o określonych terminach spłat odsetek i rat kapitałowych (obligacje) lub spłaty wartości nominalnej (papiery komercyjne). Papiery te wyróżniają się dużą elastycznością. Pozwalają na separację rat kapitałowych i odsetek oraz takie kształtowanie transz płatności, aby jak najbardziej ograniczyć wszelkie rodzaje ryzyka. Przepływy gotówkowe, a w szczególności przedpłaty kredytów, nie zostają równoległe co do czasu i co do wartości przekazane inwestorom, ale są zatrzymywane przez powiernika lub SPV. W przypadku, gdy spłata rat kapitałowych i odsetek następuje np. co kwartał, realizacja zobowiązań wobec posiadaczy ABS następuje co pół roku, bądź co

104 Ł. Reksa, *Szuflady...*, s. 28–30.

rok. Środki pieniężne pochodzące od dłużników, które nie zostają od razu przekazane nabywcom ABS przeznaczane są na zakup krótkoterminowych papierów wartościowych lub lokowane w bankach. Dzięki odpowiedniemu zarządzaniu przepływami gotówkowymi dopasowuje się poszczególne emisje do potrzeb różnych nabywców. Stąd też występowanie instrumentów w transzach transformujących stopę zmienną kredytów na stałą stopę płatności na rzecz inwestorów i odwrotnie. Wadą tego rozwiązania jest wyższy koszt w stosunku do struktury *pass-through*¹⁰⁵.

Strukturę *pay-through* (schemat 9.) wykorzystuje się np. przy emisji CDO. Cechuje je podział emisji na co najmniej dwie transze, różniące się zapadalnością lub sposobem zaspokajania roszczeń inwestorów.

Schemat 9. Schemat struktury *pay-through*



Źródło: Ł. Reksa, *Szuflady sekurytyzacji*, „Gazeta Bankowa”, 5.01.2004, s. 29.

2.2.3. Rola i znaczenie agencji ratingowych w procesie sekurytyzacji

Wśród uczestników transakcji sekurytyzacyjnej jednym z podmiotów, który zazwyczaj bierze udział w transakcji jest agencja ratingowa. Przyjmuje się, że złożoność transakcji sekurytyzacyjnych skutecznie uniemożliwia ocenę ryzyka inwestorom indywidualnym. Mają oni ograniczone

¹⁰⁵ *Ibidem*, s. 28–30. Niemniej jednak metoda *pay-through* jest atrakcyjniejsza dla inwestorów. Wiąże się to z trudnością oszacowania rentowności instrumentów *pass-through*.

możliwości oszacowania wielkości poszczególnych ryzyk związanych z daną inwestycją. Dlatego najczęściej ciężar oceny ryzyka w transakcjach sekuryzacyjnych spoczywa na agencjach ratingowych. Inwestorzy godzą się ponieść wyższe koszty, aby w zamian otrzymać wiarygodną informację o jakości aktywów, które stanowią zabezpieczenie posiadanych przez nie papierów wartościowych¹⁰⁶.

Obecnie najbardziej renomowanymi agencjami ratingowymi działającymi na skalę międzynarodową są: Standard & Poor's¹⁰⁷, Moody's¹⁰⁸ i Fitch Rating¹⁰⁹. Łącznie obsługują one ok. 90% rynku¹¹⁰. Ich rola na rynku kapitałowym jest istotna, o czym świadczyć może szybki przyrost liczby wydany przez te agencje ocen ratingowych¹¹¹.

Rating jest niezależną i obiektywną oceną ryzyka kredytowego podmiotu zaciągającego dług na rynku, opinią dotyczącą możliwości obsługi zobowiązań płatniczych zaciąganych przez dany podmiot. Ratingi kredytowe mają istotny wpływ na funkcjonowanie rynków oraz na zaufanie inwestorów i konsumentów. Ocena ratingowa wyrażana jest odpowiednim symbolem według przyjętej skali. Agencje ratingowe stosują oceny ratingowe wyrażone literami lub kombinacją liter i cyfr. Dodatkowo, aby podkreślić trend w danej kategorii, używają znaków „+” i „-”¹¹². Skale ocen ratingowych stosowane przez trzy największe agencje ratingowe przedstawiono w tabeli 7.

106 Należy jednak pamiętać, że agencje ratingowe nie biorą na siebie odpowiedzialności za wystawienie błędnych ocen ratingowych. Według agencji ratingowych, dostarczają one jedynie opinii o danym instrumencie, a odpowiedzialność leży po stronie inwestorów, którzy na podstawie tych opinii podejmują własne decyzje. F. Partnoy, *How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers*, [w:] Fuchita, R. E. Litan (eds.), *Financial gatekeepers. Can they protect investors?*, Washington 2006, s. 83–88.

107 Poor's Publishing Company pierwszą ocenę ratingową przygotowała w 1919 r., natomiast Standard Statistics Company zaprezentowała swoją ocenę 3 lata później. Połączenie tych dwóch agencji nastąpiło w 1941 r. B. Ganguin, J. Bilardello, *Standard and Poor's Fundamentals of Corporate Credit Analysis*, New York 2004, s. 296.

108 Pierwsza ocena ratingowa została zainicjowana w Stanach Zjednoczonych przez John Moody w 1909 r. J. B. Caouette et al., *Managing Credit Risk: The Great Challenge for Global Financial Markets*, New Jersey 2008, s. 82.

109 Fitch Publishing Company pierwszy rating nadała w 1924 r. B. Ganguin, J. Bilardello, *Standard and Poor's...*, s. 296.

110 E. Gostomski, *Ocena oceny*, „Gazeta Bankowa”, 6.01.2009, s. 3.

111 J. B. Caouette et al., *Managing Credit Risk...*, s. 85.

112 J. Colquitt, *Credit Risk Management: How to Avoid Lending Disasters and Maximize Earnings*, New York 2007, s. 304; D. N. Chorafas, *Rating Management's Effectiveness: Case Studies in Telecommunications*, New York 2004, s. 31.

Tabela 7. Skale ocen ratingowych

Agencja	Standard & Poor's		Fitch Ratings		Moody's		
Ocena	krótkoterminowa	długoterminowa	krótkoterminowa	długoterminowa	krótkoterminowa	długoterminowa	
Ocena inwestycyjna	A-1 +	AAA	F1	AAA	Prime-1	Aaa	
		AA+		AA+		Aa1	
		AA		AA		Aa2	
		AA-		AA-		Aa3	
	A-1	A+	F2	A+		A1	
		A		A		A2	
	A-2	A-	F3	A-	Prime-2	A3	
		BBB+		BBB+		Baa1	
	A-3	BBB		BBB-	BBB	Prime-3	Baa2
		BBB-			BBB-		Baa3
Ocena spekulacyjna	B-1	BB+	B	BB+	Not prime	Ba1	
		BB		BB		Ba2	
	B-2	BB-		BB-		Ba3	
		B+		B+		B1	
	B-3	B		B		B2	
		B-		B-		B3	
	C	CCC	C	CCC		Caa	
		CC		CC		Caa	
		C		C		Ca	
	D	D	D	D		C	

Źródło: M. Marcinkowska, *Ocena działalności instytucji finansowych*, Warszawa 2007, s. 603.

Nadany rating jest wynikiem przeprowadzenia wszechstronnej analizy zarówno sytuacji danego podmiotu, jak i otoczenia, w którym podmiot ten działa¹¹³. Pozwala on inwestorom na porównanie ryzyka kredytowego, związanego z różnymi instrumentami finansowymi, a tym samym – na żądanie odpowiedniego wynagrodzenia. Nadawanie oceny papierom zabezpieczonym na aktywach jest procesem złożonym. Transakcje takie składają się z wielu elementów, takich jak konstrukcja papieru, jakość aktywów czy ryzyko prawne, które trzeba oceniać oddzielnie. Ocena ratingowa nadawana jest tylko na żądanie zainteresowanych podmiotów.

113 Szerzej: B. Ganguin, J. Bilardello, *Standard and Poor's...*

W agencjach ratingowych zatrudniani są specjaliści z różnych dziedzin, o wiedzy i doświadczeniu z pracy na danym rynku czy w danym sektorze przemysłowym. Pomaga to w analizie dynamiki i potencjału danego rynku czy przemysłu. Specjaliści agencji badają umocowanie każdej transakcji w przepisach prawnych. Agencja prosi też o opinię niezależnych prawników, bowiem każda ocena papieru wartościowego musi być dostosowana nie tylko do specyficznej klasy papierów zabezpieczonych na aktywach, lecz także do specyficznej legislacji, np. amerykańska agencja ratingowa, badając papiery europejskie, nie może brać pod uwagę tylko kryteriów amerykańskich.

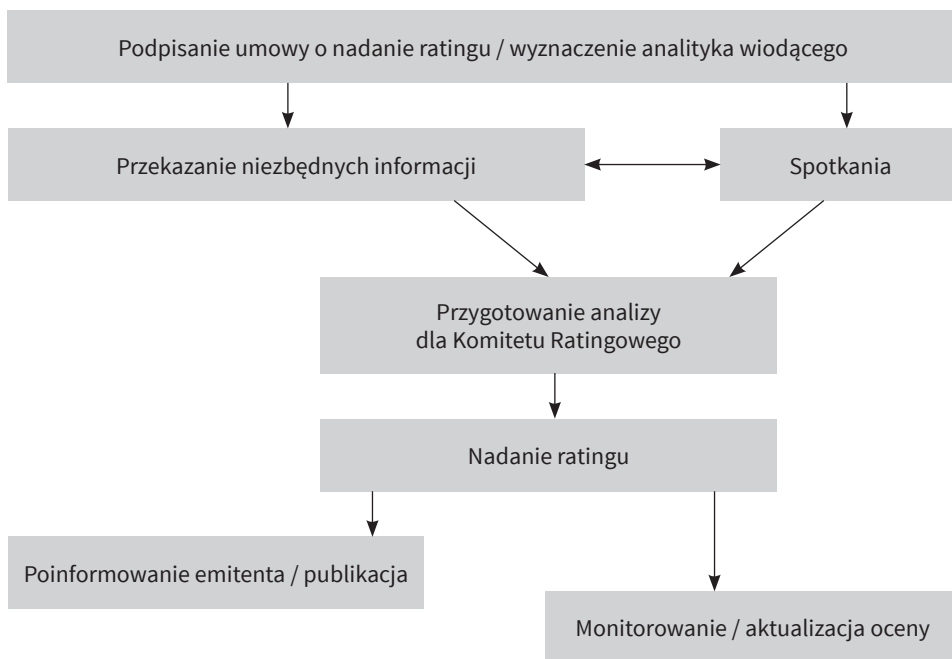
Główne obszary, na które pracownicy agencji ratingowych zwracają uwagę podczas badania warunków danej transakcji to¹¹⁴:

- dane sektorowe;
- umocowanie prawne transakcji;
- konstrukcja transakcji;
- ryzyko kredytowe tkwiące w aktywach (dane o wynikach danego portfela z przeszłości, charakterystyka portfela);
- przepływy gotówkowe w ramach transakcji.

Proces nadawania ratingu składa się z następujących etapów (schemat 10.):

- spotkanie wstępne agencji ratingowej z aranżerem, podczas którego zbiera się wymagane w procesie nadawania ratingu informacje;
- komentarz agencji do zebranych informacji;
- analiza ryzyka, obejmująca analizę ryzyka prawnego (czy aktywa zostały oddzielone od aranżera, „odporność na bankructwo” emitenta), kredytowego (zależy od typu badanych aktywów) i przepływów gotówkowych (czy przepływy będą w stanie pokryć wszelkie zobowiązania z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych);
- propozycja ratingu sporządzona przez komitet ratingowy;
- finalizacja opinii prawnej na temat dokumentacji;
- nadanie ostatecznego ratingu;
- bieżący monitoring transakcji (sprawozdanie).

114 S. Angius, *Doświadczenia agencji ratingowej w ocenianiu papierów zabezpieczonych na aktywach*, [w:] *Perspektywy rozwoju sekurytyzacji w Polsce*, Warszawa 1998, s. 60–61. Należy pamiętać, że każda agencja ratingowa ma wypracowane własne standardy nadawania ocen ratingowych. Metodologie poszczególnych agencji różnią się między sobą. J. B. Caouette et al., *Managing Credit Risk...*, s. 88–91. F. J. Fabozzi, V. Kothari, *Introduction to Securitization*, s. 181–182.

Schemat 10. Proces przyznania oceny ratingowej

Źródło: opracowanie własne na podstawie Fitch Ratings.

Podczas analizy transakcji agencje kierują się dwiema podstawowymi zasadami. Po pierwsze, stosują metodę najsłabszego ogniwa (*weak link*)¹¹⁵, zgodnie z którą uzyskany rating nie może być wyższy od najniższego ratingu uzyskanego przez uczestnika procesu, którego działania mogą mieć wpływ na łączne ryzyko kredytowe związane z transakcją. Druga zasada to konsekwencja stosowania ustalonych kryteriów. Zapewnia to porównywalność uzyskanych ratingów w skali światowej.

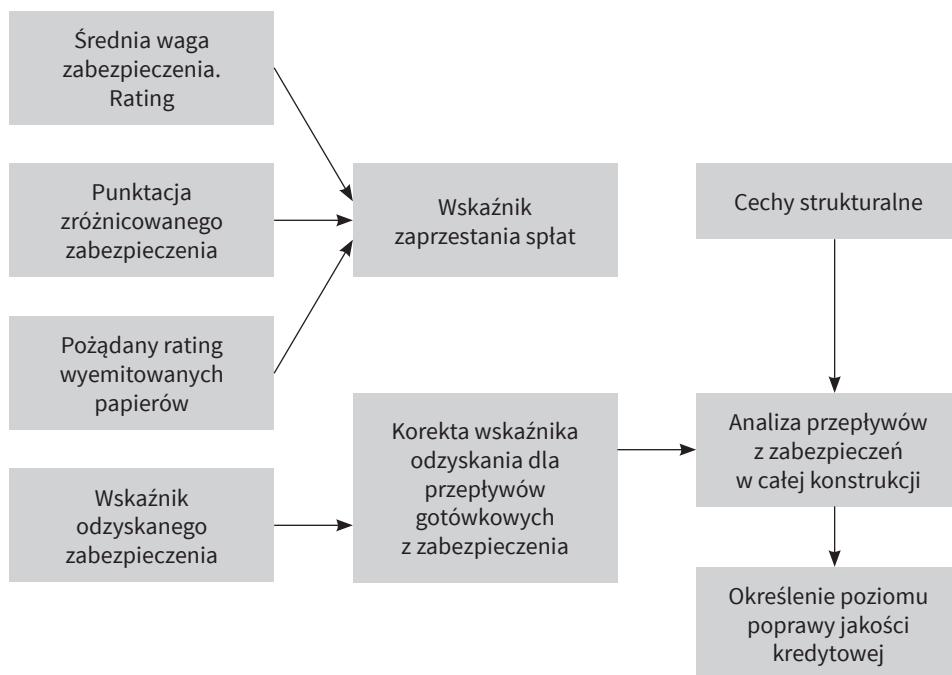
Przyjmuje się, że agencja ratingowa powinna przynajmniej raz do roku dostawać sprawozdania od administratora transakcji o bieżącej sytuacji emisji (wynikach finansowych aktywów, stopniu płynności, stanie zabezpieczeń), tak, by mogła prowadzić ciągły monitoring emisji. Agencja monitoruje również działalność administratora pod kątem prawidłowości obsługi transakcji. Agencja może obniżyć ocenę emisji w przypadku zajścia zdarzeń, w zasadniczy sposób zmieniających profil kredytowy wyemitowanych papierów wartościowych, np. obniżenie ratingu jednego z uczestników transakcji¹¹⁶.

115 F. J. Fabozzi, M. Choudhry, *Handbook of European...*, s. 37.

116 S. Gudkova, *Sekurytyzacja należności kredytowych...*, s. 37–41.

Metodologię agencji ratingowych przedstawiono za pomocą schematu 11¹¹⁷.

Schemat 11. Podejście agencji ratingowej do transakcji sekuryzacyjnej



Źródło: J. Zombirt, *Sekuryzacja w świetle bankowych regulacji europejskich*, Warszawa 2002, s. 140.

Jednym z najważniejszych czynników określających strukturę kapitałową transakcji jest punktacja zróżnicowanego zabezpieczenia. Innym istotnym parametrem jest wskaźnik odzyskanego zabezpieczenia, który bardzo trudno oszacować na podstawie danych z przeszłości. Dużą rolę w wyznaczaniu tego wskaźnika odgrywają przeprowadzone testy napięć (*stress testy* – obejmują zwrot z portfela, wskaźnik dokonywanych płatności z tytułu odsetek i nominału, strat itp.) dla każdej kategorii ratingu. Również wskaźnik zaprzestania spłat wyznaczany jest na podstawie *stress testów*, ale wynika ze strukturalnych cech transakcji.

117 Szerzej o metodologii stosowanej przez największe agencje ratingowe w: F. Partnoy, *How and why credit rating agencies...*, s. 73–80.

Obecnie zaufanie do agencji ratingowych zostało zachwiane¹¹⁸ na skutek ostatniego kryzysu finansowego – kryzysu *subprime*. Agencje krytykowane są za zbyt wolną reakcję na sygnały z rynku o pogarszającej się sytuacji przede wszystkim na amerykańskim rynku nieruchomości i związanym z nim rynku kredytów *subprime*¹¹⁹. Według części ekonomistów, opóźnione reakcje agencji ratingowych przyczyniły się do powiększenia skali kryzysu¹²⁰. Zauważa się również konflikt interesów, związany z wynagradzaniem agencji ratingowych bezpośrednio przez emitentów ocenianych papierów wartościowych.

Unia Europejska podjęła działania, aby usprawnić nadzór nad agencjami ratingowymi. Pod koniec 2009 r. Parlament Europejski wydał rozporządzenie w sprawie agencji ratingowych¹²¹. Miało ono na celu zwiększenie przejrzystości działania agencji ratingowych, tak, aby zapewnić niezależność, obiektywizm i odpowiednią jakość powstających ratingów kredytowych, wykorzystywanych w Unii Europejskiej. Rozwiązania uwzględnione we wspomnianym rozporządzeniu z 2009 r. okazały się jednak niewystarczające. W 2010 r. wysunięto propozycje zmian do obowiązującego rozporządzenia. Wprowadzono je w 2011 i 2013 r. – miały na celu zapewnienie skutecznego nadzoru nad agencjami ratingowymi w UE oraz zagwarantowanie pewności prawnej, zarówno agencjom ratingowym, jak i uczestnikom rynku¹²². Wprowadzono wymóg dotyczący udzielania zezwoleń i rejestracji dla agencji ratingowych, z jednym unijnym organem nadzoru – Europejskim Organem Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) – jak również przepisy dotyczące konfliktu interesów, wymogi w zakresie przejrzystości oraz ujawniania informacji dotyczące agencji ratingowych. Zgodnie z nowymi regulacjami wprowadzonymi w połowie 2013 r., inwestorzy i emitenci mogą dochodzić w są-

118 *Does the World Need Securitization?*, Citigroup Global Markets, 12.12.2008, s. 26; Y. Fuchita et al., *Prudent Lending Restored: Securitization After the Mortgage Melt-down*, Washington 2009, s. 4.

119 Kredyty udzielane kredytobiorcom o niskiej zdolności kredytowej.

120 E. Szablowska, M. Marcinkowska, *Rola agencji ratingowych...*, s. 449.

121 Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych, Dz. U. L 302 z 17.11.2009. Rozporządzenie to zostało zmienione Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 513/2011 z dnia 11 maja 2011 r. dotyczące zmiany rozporządzenia (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych (Dz.U. L 145 z 31.5.2011, s. 30) a następnie Rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 462/2013 z dnia 21 maja 2013 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych (Dz.U. L 146 z 31.5.2013, s. 1).

122 Projekt Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającego rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych, {COM(2010) 289 wersja ostateczna} {SEC(2010) 678}.

dach odszkodowań za straty spowodowane błędnymi ratingami przedsiębiorstw czy państw. Aby oceny agencji były bardziej przejrzyste, agencje zostały zmuszone do ujawnienia kryteriów, według których sporządzają swoje oceny.

2.3. Korzyści i koszty stosowania sekurytyzacji z punktu widzenia poszczególnych uczestników transakcji

2.3.1. Korzyści płynące z sekurytyzacji

Aby podmioty szukające finansowania na rynku wybrały sekurytyzację, a nie tradycyjną technikę finansowania (np. kredyt bankowy, klasyczna sprzedaż aktywów), musi ona przynieść potencjalnym inicjatorom transakcji wymierne korzyści. Dzięki szybkiemu rozwojowi tej formy finansowania, oferuje ona obecnie wiele korzyści nie tylko inicjatorom transakcji, lecz także pozostałym uczestnikom procesu. W zależności od specyfiki danego podmiotu i od wyznaczonych priorytetów, odpowiednia struktura finansowania umożliwia osiągnięcie jednej lub wielu korzyści, z tym, że niektóre z wymienionych zalet sekurytyzacji stoją ze sobą w sprzeczności. Oznacza to, że ich łączne uzyskanie nie jest możliwe.

Korzyści dla inicjatora sekurytyzacji

Istotą sekurytyzacji jest oddzielenie ryzyka inicjatora od ryzyka puli jego aktywów. Mając dobrej jakości aktywa, nawet podmiot o niskim stopniu wiarygodności kredytowej może zainicjować emisję. Operacja ta jest korzystna dla inicjatorów oraz inwestorów, którzy mogą bezpiecznie zainwestować swoje środki. Oddzielenie ryzyka to nie jedyna korzyść, jaką może uzyskać inicjator w procesie sekurytyzacji. Inne wymierne efekty sekurytyzacji to m.in.¹²³:

- finansowanie pozabilansowe (*off-balance-sheet financing*);
- niższy koszt pozyskiwanego kapitału;
- łatwość zarządzania ryzykiem;
- wybór grupy inwestorów.

123 P. J. Szczepankowski, *Nowoczesne instrumenty zarządzania aktywami: faktoring, sekurytyzacja aktywów i leasing*, Warszawa 1998, s. 69; A. A. Jobst, *Asset securitization...*, s. 733.

Emisja papierów wartościowych opartych na aktywach powoduje konieczność przeniesienia aktywów od inicjatora do SPV. Najczęściej transfer ten jest konstruowany tak, aby był aktem sprzedaży, a nie pożyczką, użyczeniem lub dzierżawą. W następstwie tego 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. Otrzymanie gotówki w miejsce nie płynnych aktywów zwiększa płynność finansową i poprawia wizerunek firmy. W przypadku, gdy inicjatorem procesu jest bank, uzyskuje on dodatkowo poprawę współczynnika wypłacalności poprzez wyeliminowanie z bilansu aktywów o wyższej wadze ryzyka i zastąpienie ich gotówką o zerowej wadze ryzyka.

Sekurytyzacja pozwala także na uwolnienie kosztownego kapitału i skierowanie go w inne obszary. Pozyskane środki pieniężne mogą zostać wykorzystane na ekspansję bieżącej działalności gospodarczej, realizację nowych pomysłów, poprawę konkurencyjności, zdobycie nowych rynków zbytu. Ponadto sekurytyzacja daje szansę poprawy 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 zobowiązań powoduje „skrócenie” bilansu, co automatycznie wywołuje pozytywne efekty, takie jak:

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

Kolejną korzyścią dla inicjatora transakcji sekurytyzacyjnej jest pozyskanie tańszego finansowania niż w przypadku tradycyjnych metod finansowania. Niższe koszty kapitału¹²⁴ uzyskuje się dzięki oddzieleniu ryzyka inicjatora od ryzyka związanego z sekurytyzowanymi aktywami oraz dzięki „uwolnieniu” kapitału własnego przedsiębiorstwa¹²⁵.

Ze względu na oddzielenie ryzyka kredytowego związanego z portfelem należności od ryzyka działania całej korporacji, inwestujący w papiery wartościowe oparte na aktywach nie interesują się kondycją finansową

124 Koszt kapitału to oczekiwana, skorygowana ryzykiem, wyrażona w procentach stopa zwrotu osiągnięta z inwestycji finansowanej danymi rodzajami kapitałów.

125 Ciekawą analizę korzyści z zastosowania sekurytyzacji w spółce węglowej przeprowadzili P. Bąk i in., *Ocena korzyści wynikających z zastosowania sekurytyzacji w spółce węglowej*, „Gospodarka Surowcami Mineralnymi” 2006, t. 22, z. 1, s. 67–79.

inicjatora transakcji, dbają jedynie o jakość tych aktywów. Dość często zdarza się, że podmioty o stosunkowo wysokim ryzyku kredytowym mają aktywa o znacznie mniejszym ryzyku płynności. Wówczas różnica w kosztach kapitałów jest znaczna (nawet po uwzględnieniu wysokich kosztów przeprowadzenia emisji). Także przy nominalnie identycznych lub zbliżonych stopach oprocentowania klasycznych papierów dłużnych i ABS, sekurytyzacja może okazać się tańszym sposobem pozyskania funduszy. Ma to miejsce wówczas, gdy aranzjer w trakcie sekurytyzacji usuwa z bilansu zarówno aktywa, jak i zobowiązania z tytułu ich finansowania. Wówczas przestaje być zobowiązany do utrzymywania drogiego kapitału własnego, który w części finansuje dane aktywa.

Na wysokość kosztów pozyskania funduszy w transakcji sekurytyzacyjnej mają wpływ takie elementy jak¹²⁶:

- różnica między kosztami pozyskania kapitału własnego i zadłużenia (wraz ze wzrostem tej różnicy, zwiększają się pozabilansowe korzyści sekurytyzacji);
- optymalny stosunek długu do funduszy własnych (im mniejsza jest ta wartość, tym większe korzyści z „uwolnienia” kapitałów własnych);
- rzeczywiste zachowanie akcjonariuszy i ich żądania dodatkowego zwrotu z zainwestowanego kapitału w odpowiedzi na zwiększone ryzyko finansowe spowodowane proporcjonalnym wzrostem zadłużenia spółki.

Efekt „uwolnienia” kapitału własnego jest szczególnie widoczny w bankach, które są zmuszone do utrzymywania jego minimalnego poziomu w stosunku do sumy aktywów ważonych ryzykiem. Bank, dla którego współczynnik wypłacalności zbliża się do tego poziomu, chcąc kontynuować akcję kredytową musi zasilić się drogim kapitałem własnym. Dzięki sekurytyzacji bank może zastąpić ryzykowne aktywa bezpieczną gotówką, a uwolniony kapitał może przeznaczyć na dalszą akcję kredytową¹²⁷.

Sprzedaż wierzytelności regularnych i nieregularnych powoduje wzrost rentowności kapitału własnego instytucji (ROA i ROE), a dla akcjonariuszy oznacza maksymalizację stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału. Jest to zatem doskonale narzędzie do zarządzania adekwatnością kapitałową banku. Pozwala obniżyć wymogi kapitałowe oraz 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 ich nie wymagają.

126 I. Styn, *Korzyści z sekurytyzacji pozabilansowej*, „Rynek Terminowy” 2001, nr 4.

127 M. Kalasińska, *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, s. 124.

Często podmioty wybierają sprzedaż aktywów w transakcjach sekurytyzacyjnych, gdyż dzięki temu nie muszą ponosić kosztów utrzymania wyspecjalizowanych struktur zajmujących się odzyskiwaniem wierzytelności czy realizowaniem prawnych zabezpieczeń¹²⁸. Nie stanowi to zazwyczaj kluczowych kompetencji danego podmiotu¹²⁹. Dodatkowo skuteczne odzyskiwanie wierzytelności detalicznych wymaga rozbudowanych zasobów personalnych i technicznych, a odzyskiwanie trudnych wierzytelności od przedsiębiorstw wymaga wiedzy dostarczanej przez rzadkich specjalistów o odpowiednim doświadczeniu prawnym i umiejętnościach interpersonalnych. Dzięki sekurytyzacji problem ten zostaje przerzucony na podmioty, które się tym zajmują na co dzień.

Emisja ABS stanowi bardzo często narzędzie efektywnego zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie, szczególnie ryzykiem kredytowym, czyli ryzykiem niemożności pokrywania w określonym terminie obciążeń związanych z kredytem. W momencie sekurytyzacji ryzyko kredytowe dzielone jest na trzy transze ryzyka ponoszonego przez:

- inicjatora procesu – dotyczy strat z portfela aktywów do pewnej wielkości będącej na poziomie 1–2 razy większym od spodziewanej wartości niespłaconych należności;
- inwestorów – spełniają rolę reasekuracyjną, a prawdopodobieństwo ponoszenia przez nich skutków problemów płatniczych dłużników jest tu niezwykle niskie;
- dostarczycieli dodatkowych zabezpieczeń (wyspecjalizowane instytucje) – dotyczy ryzyka „katastroficznego”, czyli ryzyka powstania strat z powodów nadzwyczajnych.

Sekurytyzacja pozwala także na zarządzanie ryzykiem stopy procentowej oraz ryzykiem przedwczesnych spłat należności przez dłużników. Oba typy ryzyka przenoszone są albo bezpośrednio na inwestorów w papiery wartościowe oparte o aktywa, albo na dostawców dodatkowych zabezpieczeń (np. swapy procentowe).

Obecnie podmioty coraz częściej zwracają uwagę na dywersyfikację źródeł pozyskania kapitału¹³⁰. Sekurytyzacja daje im możliwość dotarcia do alternatywnej grupy inwestorów i zmniejsza problem ograniczeń koncentracji w poszczególnych sektorach lub rodzajach działalności. Dywersyfikacja źródeł pozyskania kapitału jest szczególnie ważna w przy-

128 Zazwyczaj proces realizacji prawnych zabezpieczeń jest długotrwały i pracochłonny.

129 Często podmioty nie dysponują odpowiednio wykwalifikowanym personelem, bądź, w ramach oszczędności, personel ten zajmuje się kilkoma obszarami działalności firmy.

130 P. Potoczek, *Sekurytyzacja*, s. 170; M. Kalasińska, *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, s. 122.

padku dużych korporacji intensywnie korzystających z funduszy obcych. Oprócz stabilizacji kosztów finansowania, poszerzenie bazy inwestorskiej może również doprowadzić do ich obniżenia. Sekurytyzacja uniezależnia przedsiębiorstwo od kredytów udzielanych przez banki i pomaga w dotarciu do różnych grup inwestorów bezpośrednio na rynku kapitałowym.

Przewaga papierów wartościowych opartych na aktywach w stosunku do klasycznych papierów polega na elastyczności, jaką oferują te pierwsze, jeśli chodzi o termin zapadalności, wysokość oferowanych stóp zwrotu czy też stopnia ryzyka z nimi związanego. Elastyczność ta jest pochodną różnorodności charakterystyk ekonomicznych sekurytyzowanych aktywów, struktur finansowania oraz dodatkowych zabezpieczeń. Umożliwia ona dotarcie do grup nabywców o zróżnicowanych preferencjach inwestycyjnych¹³¹.

Dla niektórych podmiotów starających się o zewnętrzne finansowanie, ważne jest aby, nie wymagało ono ujawniania danych o swojej firmie. W przypadku sekurytyzacji jest to możliwe. Bowiem dzięki wyodrębnieniu puli aktywów z bilansu inicjatora inwestorzy otrzymują tylko te informacje, które dotyczą aktywów. Sytuacja finansowa inicjatora ich nie interesuje, ponieważ poprzez sprzedaż aktywów do SPV, ryzyko inicjatora zostaje oddzielone od aktywów.

Dzięki sekurytyzacji przedsiębiorstwa są w stanie poprawić płynność tych aktywów, na które w przeciwnym przypadku popyt byłby ograniczony – zapewnia to odpowiednia dywersyfikacja portfela należności, a co za tym idzie, restrukturyzacja przepływów pieniężnych z nich generowanych. Aktywa mogą być sprzedane na znacznie lepszych warunkach.

Podmioty chcące pozyskać finansowanie w drodze sekurytyzacji często obawiają się utraty kontaktu z dotychczasowymi klientami, będącymi dłużnikami inicjatora i ewentualna utrata tych klientów. Jest to szczególnie istotne w przypadku banków. W rzeczywistości sekurytyzacja daje możliwość pozyskania zewnętrznego finansowania bez utraty kontaktu z klientami. Jest to możliwe w drodze umowy między inicjatorem a SPV, w której inicjator zobowiązuje się do dalszej obsługi sekurytyzowanych aktywów.

Korzyści dla nabywców ABS (inwestorów)

Inwestorzy mają obecnie duży wybór instrumentów finansowych. Emitenci papierów wartościowych, wychodząc naprzeciw oczekiwaniom inwestorów, muszą tak konstruować swoje papiery, aby były one atrakcyjne dla potencjalnych nabywców zarówno pod względem rentowności, jak i ryzyka z nimi związanego. Sekurytyzacja jest na tyle elastyczną metodą, że daje możliwość przygotowania emisji według wymagań konkretnych inwestorów.

131 A. Kosiński, *Sekurytyzacja aktywów...*, s. 54.

Z istoty sekurytyzacji wynika bezpieczeństwo inwestycji w ABS, bowiem są one zazwyczaj emitowane na bazie aktywów o najwyższej jakości. Ponadto emitowane papiery wartościowe uzyskują rating instytucji ratingowej, która określa stopień ryzyka inwestycji w dane papiery. Bezpieczeństwo emisji może być dodatkowo wzmocnione przez nadzabezpieczenie oraz przez gwarantowanie płatności przez instytucję trzecią (np. bank). W stosunku do tych papierów mówi się również o ochronie przed ryzykiem niesystemowym oraz obniżeniu ratingu. Następuje to poprzez zastosowanie w transakcjach kilku poziomów zabezpieczeń, wśród których są zabezpieczenia strukturalne typu podporządkowanie transz oraz eliminacja ryzyka związanego z kreatorem procesu. Zwiększa to znacznie wiarygodność kredytową emisji, chroniąc przed ryzykiem specyficznym.

Instrumenty finansowe typu *Interest-Only* oraz *Principal-Only* są wykorzystywane przez inwestorów w celu zabezpieczenia portfela inwestycyjnego przed ryzykiem stopy procentowej. Sekurytyzacja aktywów umożliwia skuteczne zarządzanie zmiennością stopy procentowej. Co najważniejsze sekurytyzację do tego celu można wykorzystać na dwa przeciwstawne sposoby: kiedy podmiot występuje w roli aranzera bądź też w charakterze inwestora. I tak, np. bank sekurytyzując cały portfel danej kategorii kredytów, może sam objąć część emitowanych papierów – opartych o kredyty o pożądanych parametrach. Co więcej, może poddać sekurytyzacji długoterminowe kredyty o stałej stopie za pomocą zmiennych ABS. Zatrzymując część emisji albo przeznaczając pozyskane środki na zmienne aktywa bank lepiej dopasowuje charakterystykę czasową aktywów i pasywów. Przynosi to lepszą przewidywalność uzyskiwanych wyników.

Inwestując w ABS, nabywcy uzyskują (w porównaniu z kredytami bankowymi lub obligacjami skarbowymi) wyższą rentowność inwestycji, co wynika z charakteru sekurytyzowanych aktywów generujących stosunkowo wysokie dochody (wyższa stopa dochodu od innych dostępnych instrumentów finansowych o podobnym ratingu)¹³². Dotychczasowe emisje tych papierów charakteryzowały się oprocentowaniem przewyższającym rentowność długu korporacyjnego o tym samym ratingu i duracji o kilkadziesiąt, a nawet kilkaset punktów bazowych. Poza tym nawet emisje oparte na pożyczkach hipotecznych, dokonywane i gwarantowane przez agencje rządu USA płacą kupon znacznie wyższy od amerykańskich obligacji skarbowych o zbliżonym czasie trwania.

Konfiguracja oferowanych w sekurytyzacji instrumentów finansowych – stóp dochodu, terminów zapadalności, skali ryzyka oraz struktury ge-

132 W. L. Jaworski, Z. Zawadzka (red.), *Bankowość. Podręcznik akademicki*, Warszawa 2002, s. 441.

nerowanych strumieni pieniężnych jest bardzo zróżnicowana. W szczególności dotyczy to papierów typu CMO/CLO. Różnorodność charakterystyk umożliwia zaspokojenie potrzeb inwestorów o nietypowych preferencjach.

Korzyści dla SPV

Uczestnictwo w transakcji sekurytyzacyjnej przynosi korzyści nie tylko inicjatorowi, czy inwestorom. Motywacją SPV do angażowania się w programy sekurytyzacyjne jest m.in.¹³³:

- łatwość uzyskania źródeł finansowania emisji papierów wartościowych (przeniesienie własności sekurytyzowanych aktywów);
- możliwość korelacji spłat należności z obsługą papierów;
- możliwość uzyskania wysokiej marży zysku dzięki zapewnieniu wysokiej dochodowości instrumentów dłużnych;
- możliwość utworzenia jednostki organizującej rynek obrotu papierami dłużnymi;
- możliwość dokonywania fuzji i przejęć, organizowania trustów i holdingów;
- zainteresowanie inwestorów poszukujących innych sposobów inwestowania środków zapewniających jednocześnie bezpieczeństwo i wysoki dochód;
- gwarantowanie spłaty należności z ich zabezpieczeń;
- łatwość sprzedaży papierów dłużnych ze względu na poddanie ich ratingowi.

W przypadku wierzytelności wymagalnych, źródłem zysku dla SPV jest marża, którą uzyskuje spółka po przeprowadzeniu procesów windykacyjnych, a która jest różnicą pomiędzy wartością odzyskanych należności a ceną zakupu i poniesionymi kosztami. Wynika z tego oczywisty fakt, że SPV planuje odzyskać z zakupionych aktywów więcej gotówki, niż ich poprzedni właściciel (inicjator).

Korzyści dla organizatorów i doradców w procesie sekurytyzacji

Dla podmiotów, takich jak organizator czy doradca, udział w transakcji sekurytyzacyjnej również przynosi wymierne korzyści. Organizatorzy procesu sekurytyzacji biorą udział w nim głównie ze względu na¹³⁴:

- dochody w formie opłat i prowizji od inicjatora z tytułu organizacji programu sekurytyzacji;

133 I. Pyka (red.), *Przesłanki i formy sekurytyzacji aktywów podmiotów gospodarczych*, Katowice 2003, s. 63.

134 W. L. Jaworski, Z. Zawadzka (red.), *Bankowość. Podręcznik akademicki*, s. 441.

- prowizje i opłaty za przygotowanie emisji papierów wartościowych dla spółki specjalnego przeznaczenia;
- prowizje za przygotowanie przetargów i sprzedaż dłużnych papierów SPV na rynku pierwotnym (jako pośrednik);
- dochody z tytułu różnicy pomiędzy ceną nabycia a ceną sprzedaży papierów dłużnych, w sytuacji wspierania płynności rynku wtórnego;
- prowizje za gotowość do gwarantowania emisji (jako gwarant emisji);
- pozyskiwanie dodatkowych klientów (rozszerzenie bazy inwestorów), poprzez oferowanie wysoko ocenianych papierów wartościowych, emitowanych w transakcjach sekurytyzacyjnych (jako pośrednik);
- poprawę ich wizerunku i pozycji, poprzez realizację rentownych, bezpiecznych transakcji sekurytyzacyjnych.

Dla banku – organizatora transakcji sekurytyzacyjnej podstawowe korzyści to¹³⁵:

- możliwość zaoferowania klientom korporacyjnym nowego produktu, konkurencyjnego cenowo w stosunku do innych produktów bankowych;
- prawdopodobieństwo kontynuowania współpracy z klientem, w przypadku którego zostały przekroczone limity związane z możliwością zaangażowania się banku w kredytowanie jednego podmiotu gospodarczego;
- dodatkowe źródło dochodów banku, bez konieczności powiększania kapitałów rezerwowych;
- poprawa bezpieczeństwa i jakości współpracy z klientem poprzez stopy wzrostu wobec ryzyka (*risk-weighted-ratio*).

Korzyści dla pozostałych uczestników sekurytyzacji

Wpływ technik sekurytyzacyjnych na bezpośrednio niezaangażowanych w proces uczestników systemu finansowego jest uzależniony od skali realizowanych transakcji. Im są one bardziej rozpowszechnione, tym silniejsze jest oddziaływanie procesów sekurytyzacyjnych. Sekurytyzacja dla innych uczestników systemu finansowego przynosi takie korzyści jak¹³⁶:

1. **Zwiększenie dostępności kredytów.** 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).

135 M. Kalasińska, *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, s. 125.

136 S. Gudkova, *Sekurytyzacja należności kredytowych...*, s. 89.

2. **Możliwość specjalizacji.** W ramach transakcji sekurytyzacyjnej wyróżnia się cztery podstawowe rodzaje czynności wykonywanych na poszczególnych etapach sekurytyzacji: kreacja kredytów, obsługa rozliczeń pieniężnych, finansowanie oraz dostarczenie zabezpieczenia. Pomioty, chcąc zwiększyć efektywność prowadzonej działalności, mogą zdecydować się na specjalizację funkcjonalną. Szansą dla takich wyspecjalizowanych podmiotów są rynki, na których sekurytyzacja dopiero się rozwija i brakuje podmiotów o odpowiednim doświadczeniu.

Coraz częściej sekurytyzacja wykorzystywana jest przez rządy, pragnące zmniejszyć obciążenia budżetowe. Jako korzyści osiągnięte przez rządy wymienia się m.in.¹³⁷:

- szybką monetyzację strumieni gotówki bez likwidacji aktywów;
- usunięcie ryzyka z sekurytyzowanych aktywów;
- zmniejszenie ogólnej wielkości zadłużenia rządowego poprzez przekształcenie aktywów obciążających budżet w dochód przeznaczony na inne cele;
- promowanie dużej przejrzystości działań rządu, dzięki istniejącym w transakcji sekurytyzacyjnej wymogom dokładnej oceny transakcji i dyscypliny rynkowej, a także poprzez przeprowadzenie procesu nadawania ratingu;
- promowanie programów sekurytyzacyjnych dla małych i średnich przedsiębiorstw, jako sektora o szczególnym znaczeniu dla rządów;
- zwiększenie poziomu dopasowania aktywów i pasywów;
- pomoc dla programów prywatyzacyjnych.

2.3.2. Koszty w procesie sekurytyzacji

Poza licznymi korzyściami, które dla uczestników procesu przynosi sekurytyzacja, są też koszty, które uczestnicy także powinni brać pod uwagę przed zaangażowaniem się w daną transakcję. Zdarza się, że w znacznym stopniu wpływają one na rentowność transakcji.

Koszty ponoszone przez inicjatora

Sprzedaż aktywów przynoszących stałą stopę dochodu pozbawia inicjatora korzyści, w przypadku korzystnego kształtowania się stopy procentowej, np. spadek stóp procentowych zwiększa wartość kredytów o stałym oprocentowaniu posiadanych przez bank, jeśli zostały one wcześniej

137 J. Zombirt, *By sekurytyzacja była możliwa*, cz. I, „Bank” 2002, nr 5, s. 20–22. Por. M. Kalasińska, *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, s. 123–124.

poddane procesowi sekurytyzacji, zysk z tytułu zostaje przeniesiony na nabywców papierów opartych o te kredyty. Oczywiście w przeciwniej sytuacji, wzrost stopy procentowej obniża wartość kredytów.

Aby uatrakcyjnić papiery wartościowe emitowane przez SPV, inicjator musi zapewnić odpowiednie formy zabezpieczenia: wewnętrzne (nadzabezpieczenie, nabycie przez inicjatora transzy podporządkowanej) lub zewnętrzne (np. ubezpieczenie)¹³⁸. W pierwszym przypadku istnieje ryzyko poniesienia nieprzewidzianych strat przez inicjatora, gdy rzeczywista stopa niespłaconych należności okaże się wyższa od zakładanej. Zabezpieczenia zewnętrzne wiążą się z odpowiednimi opłatami, co podnosi koszt kapitału. Ze względu na komplikację tego typu struktur, często trudno jest oszacować, czy poniesione koszty zwrócą się w postaci niższej rentowności oczekiwanej przez inwestorów w stosunku do bezpieczniejszych papierów.

Ze względu na dość skomplikowaną strukturę, łatwo jest na początku procesu przyjąć błędne założenia co do oczekiwań inwestorów, reakcji agencji ratingowych, wysokości opłat dla dostawców dodatkowych zabezpieczeń. W rezultacie może okazać się, że sekurytyzacja jest nieefektywnym sposobem pozyskania funduszy, zaś ewentualne wycofanie się z transakcji powoduje utratę zaangażowanych do tej pory środków finansowych. Ryzyko niepowodzenia emisji papierów wartościowych opartych na aktywach jest więc wyższe od ryzyka niepowodzenia emisji klasycznych papierów dłużnych, nie mówiąc już o kredycie bankowym¹³⁹.

Ponieważ procesy sekurytyzacyjne cechują się złożonością od strony prawnej, infrastrukturalnej, a emitowane instrumenty są trudne do wyceny to wymagają zaangażowania szerokiego grona doradców, poniesienia znacznych kosztów i opłat, a inwestorzy żądają dodatkowej rekompensaty za złożoność instrumentu.

Wysokie wymagania stawiane sekurytyzowanym aktywom są poważną barierą dla rozpoczęcia transakcji. Wyodrębnienie w bilansie zbioru aktywów spełniającego warunki, takie jak: homogeniczność, minimalna wartość oraz dostępność statystyk często jest trudnym zadaniem. Ponadto, w miarę rozwoju procesów sekurytyzacyjnych obserwuje się, że instytucje rozważające sekurytyzację wybierają przede wszystkim aktywa o niższej dochodowości, ale też niższym ryzyku. Nie wymagają one znacznych nakładów na poprawę jakości kredytowej emitowanych ABS. 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 Rozra-

138 P. Potoczek, *Sekurytyzacja*, s. 164–165

139 A. Kosiński, *Sekurytyzacja aktywów...*, s. 57.

chunków Międzybankowych, według których jedną z przyczyn gorszego standingu banków jest właśnie sekurytyzacja aktywów¹⁴⁰.

Dla banków-inicjatorów, poza licznymi korzyściami, sekurytyzacja niesie istotne zagrożenia. Należą do nich¹⁴¹:

- pokusa manipulacji bilansem banku;
- manipulacja wynikami i wskaźnikami finansowymi;
- kreowanie fałszywego obrazu banku;
- tzw. hazard moralny przejawiający się w tworzeniu nowych aktywów obciążonych wyższym ryzykiem.

Koszty ponoszone przez inwestora

Terminy płatności odsetek oraz rat kapitałowych z emitowanych papierów wartościowych nie są w pełni przewidywalne. Pozytywne przepływy pieniężne, generowane przez sekurytyzowane aktywa, mogą następować wcześniej lub później, niż wynikałoby to ze średniego okresu żywotności papierów. Ma to duże znaczenie zwłaszcza dla nabywców transz podporządkowanych.

Istotny jest też fakt, że inwestorzy nie mogą zwrócić się do inicjatora procesu ze swoimi roszczeniami wynikającymi z posiadania papierów wartościowych opartych o aktywa. Po sprzedaży aktywów do SPV inicjator nie jest już właścicielem aktywów i nie ponosi z tego tytułu odpowiedzialności¹⁴². Inicjatorzy mogą sekurytyzować także aktywa najsłabsze, o największym ryzyku. Skutkiem tego może być transfer nadmiernego ryzyka od inicjatora do inwestorów. Za takim scenariuszem zdaje się przemawiać wysokie oprocentowanie ryzykownych ABS i tym samym pokusa nadużyć (*moral hazard*). Istnieją racjonalne argumenty za realnością powyższego zagrożenia. Banki dysponują pełniejszą informacją o swoich kredytobiorcach niż podmioty z zewnątrz, w tym oczywiście nabywcy ABS. Ta asymetria informacji w stosunku do aktywów rodzi problem „wyciskania” (*lemon problem*), czyli wrzucania przez banki złych kredytów do portfela aktywów o wysokiej jakości. Większe ryzyko ponoszą wówczas inwestorzy.

Słabsze instytucje dzięki zastosowaniu sekurytyzacji, mogą przerzucić źródła finansowania poza bilans, poprawiając wskaźniki rentowności, dźwigni finansowej i kapitalizacji. Na rynku może dojść do pozornego podniesienia ratingu instytucji i pozyskania tańszego długu. Wówczas inwestorzy ponoszą większe ryzyko.

140 M. Borek, *Techniki sekurytyzacyjne w zarządzaniu bilansem banku*, „Bank” 2001, nr 2, s. 54–60.

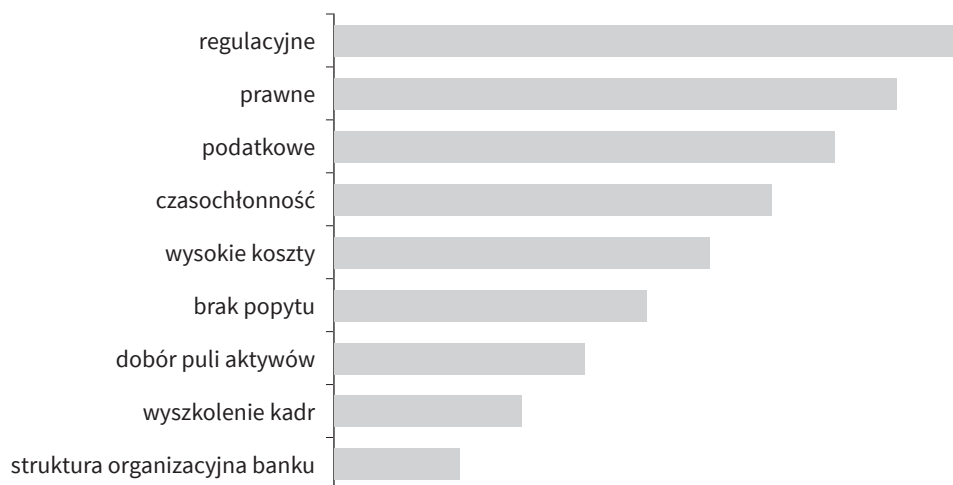
141 M. Kalasińska, *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, s. 126.

142 Inwestorzy w papiery wartościowe emitowane przez SPV nie mają natomiast wpływu na obsługę zadłużenia przez dłużników.

Ograniczenia systemowe dotyczące sekurytyzacji

Bariery regulacyjne są najczęściej wskazywanym ograniczeniem dla rozwoju sekurytyzacji. Zarówno wyniki badania z 2007 r. (wykres 16.), jak również obecne prace grupy ds. sekurytyzacji wierzytelności bankowych na to wskazują¹⁴³. Występowanie barier regulacyjnych jest ograniczeniem systemowym wynikającym z właściwości otoczenia prawnego. Brak szczegółowego unormowania aspektów sekurytyzacji uniemożliwia przeprowadzenie transakcji albo podwyższa jej koszty do poziomu prohibicyjnego. Podstawową regulacją, determinującą zakres przeprowadzenia procesu, jest możliwość sprzedaży wierzytelności z wyłączeniem prawa regresu do zbywcy¹⁴⁴.

Wykres 16. Bariery stosowania sekurytyzacji przez banki w Polsce w 2007 r.



Źródło: *Sekurytyzacja w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym*, Warszawa 2007, s. 50.

Jedną z podstawowych przeszkód w rozwoju nowoczesnych technik finansowania w Europie jest niejednorodność europejskich rynków. Każdy z krajów ma odmienny system prawny, regulacyjny, podatkowy i rachunkowy, dlatego też rozwiązania przyjęte w jednym kraju często nie mogą być przeniesione do innego. System prawny Europy kontynentalnej charakteryzuje się wysokim stopniem regulacyjności, przez co jest on mniej elastyczny niż system anglosaski, w którym panuje pra-

143 *Raport z prac Grupy ds. sekurytyzacji wierzytelności bankowych*, Warszawa 2013, s. 8.

144 S. Gudkova, *Sekurytyzacja należności kredytowych...*, s. 91.

wo powszechne. Bardzo trudno jest wpasowywać innowacyjne formuły w istniejący porządek prawny. Otoczenie innowacji finansowych regulacjami prawnymi jest zabiegiem długotrwałym, poza tym, przy obecnym tempie wprowadzania innowacji finansowych, przepisy szybko się dezaktualizują.

Przykładem dwóch odmiennych podejść do problemu sekurytyzacji są Szwecja i Francja. W Szwecji proces sekurytyzacji mieści się w ramach już istniejących konstrukcji prawnych, w szczególności dotyczących przelewu wierzytelności. We Francji z kolei stworzono specjalną ustawę dotyczącą sekurytyzacji. Jednak była ona kilkakrotnie zmieniana, z uwagi na niedostosowanie jej do wymogów praktyki. Wydaje się, że w przypadku sekurytyzacji charakteryzującej się ciągłym dynamicznym rozwojem jej ustawowa regulacja czasami nie zdaje egzaminu. Wraz ze zmieniającymi się warunkami rynku kapitałowego może to doprowadzić do zahamowania rozwoju sekurytyzacji i skostnienia jej struktur.

Uczestnicy i obserwatorzy europejskiego rynku sekurytyzacji często wskazują, że brak jednolitych i zharmonizowanych przepisów prawnych, regulacyjnych, podatkowych, kapitałowych, rachunkowych oraz praktyk rynkowych hamują rozwój sekurytyzacji na skalę europejską.

Innym ograniczeniem jest to, że nie każdy rodzaj i wolumen aktywów powinien być poddawany sekurytyzacji. W przypadku aktywów wyjątkowo nieatrakcyjnych dla inwestorów, unikatowych i skomplikowanych sama sekurytyzacja nie poprawi ich atrakcyjności. Ponadto sens mają tylko programy o odpowiedniej wartości sekurytyzowanych aktywów, kiedy spodziewane korzyści pokrywają relatywnie wysokie koszty procesu. Ocenia się, że pułapem, który zapewnia opłacalność sekurytyzacji aktywów jest 50 mln zł¹⁴⁵.

145 Por. J. Zombirt, *Czy stosować sekurytyzację jako alternatywne źródło finansowania*, „Rynek Terminowy” 2001, nr 4 (14), s. 16; P. Burza, P. Wrześniewski, *Słabości sekurytyzacji*, „Prawo i Gospodarka”, 30.09.2002; K. Siwek, *Tańsze źródło pozyskania kapitału*, „Parkiet”, 18.02.2004.

Rozdział 3

Fundusz sekurytyzacyjny jako relacja rynku bankowego z rynkiem windykacji

3.1. Fundusz sekurytyzacyjny na rynku funduszy inwestycyjnych

3.1.1. Pojęcie funduszu inwestycyjnego

W ustawie o funduszach inwestycyjnych określono, że fundusz inwestycyjny jest osobą prawną, której wyłączny przedmiot działalności stanowi lokowanie środków pieniężnych, zebranych w drodze publicznego lub niepublicznego (w przypadkach określonych w ustawie) proponowania nabycia jednostek uczestnictwa albo certyfikatów inwestycyjnych, w określone w ustawie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe¹.

W literaturze przedmiotu dodatkowo wskazuje się, że fundusze inwestycyjne są podmiotami wspólnego lokowania środków pieniężnych w dostępne i zarazem jednakowe dla wszystkich uczestników funduszu instrumenty finansowe. Efekty tego inwestowania dzielone są solidarnie między uczestników funduszu w zależności od wielkości zaangażowanego kapitału. Fundusze stanowią ważne ogniwo łączące posiadaczy oszczędności z podmiotami potrzebującymi kapitału².

Zgodnie z definicją przytoczoną przez B. Hiriyappa, fundusze inwestycyjne są popularnymi wehikułami umożliwiającymi gromadzenie majątku dzięki wysokiej stopie zwrotu, mniejszym kosztom i dywersyfikacji

1 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U. nr 146, poz. 1546, z późn. zm., art. 3.

2 M. Wypych, *Wpływ kapitału zagranicznego na rozwój rynku funduszy inwestycyjnych*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy. Szanse i zagrożenia rozwoju. Instrumenty i strategię rynku finansowego*, t. 1, Lublin 2005, s. 23.

ryzyka³. Element dywersyfikacji ryzyka pojawił się też m.in. w definicji M. Gerber⁴.

Lokowanie wolnych środków z funduszem jest stosunkowo bezpieczne (m.in. ze względu na rygorystyczne przepisy i nadzór sprawowany przez KNF⁵), jednak nie należy zapominać o ryzyku towarzyszącym tego typu inwestycjom (wybór błędnej strategii, błędy popełniane przez specjalistów zarządzających itd.)⁶.

Z punktu widzenia przedmiotowego przyjmuje się, że fundusze inwestycyjne tworzą pieniądze, powierzone przez indywidualnych inwestorów, którymi, w imieniu tych inwestorów zarządzają specjaliści licencjonowani przez Komisję Nadzoru Finansowego⁷. Specjaliści ci (doradcy inwestycyjni), w ramach inwestycji funduszu, korzystają z przywilejów dostępnych wyłącznie inwestorom instytucjonalnym, co nie byłoby możliwe w przypadku pojedynczych inwestycji realizowanych przez inwestorów indywidualnych. Podstawową zasadą polityki inwestycyjnej funduszu jest wypracowywanie na rzecz uczestników funduszu możliwie wysokich zysków przy ograniczonym ryzyku. Jest to możliwe dzięki zdywersyfikowaniu lokat funduszu.

3.1.2. Polski rynek funduszy inwestycyjnych

Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce powstał w 1992 r. Doszło wówczas do utworzenia pierwszego funduszu powierniczego⁸. Fundusze inwestycyjne, będące niebankowymi instytucjami finansowymi, odgrywają coraz większą rolę w gospodarce rynkowej (wykres 17.). Do roku 2008, nieprzerwanie przez 9 lat, krajowe fundusze inwestycyjne odnotowywały wzrost wartości aktywów netto. W 2008 r., na skutek kryzysu na rynkach światowych, doszło do największego w ciągu ostatnich 16 lat rocznego spadku wartości aktywów netto funduszy, który w ujęciu procentowym

3 B. Hiriyappa, *Investment Management*, New Delhi 2008, s. 91.

4 M. Gerber, *How to Create and Manage a Mutual Fund or Exchange-Traded Fund: A Professional's Guide*, New Jersey 2008, s. 3.

5 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 146, poz. 1546, z późn. zm., art. 14.

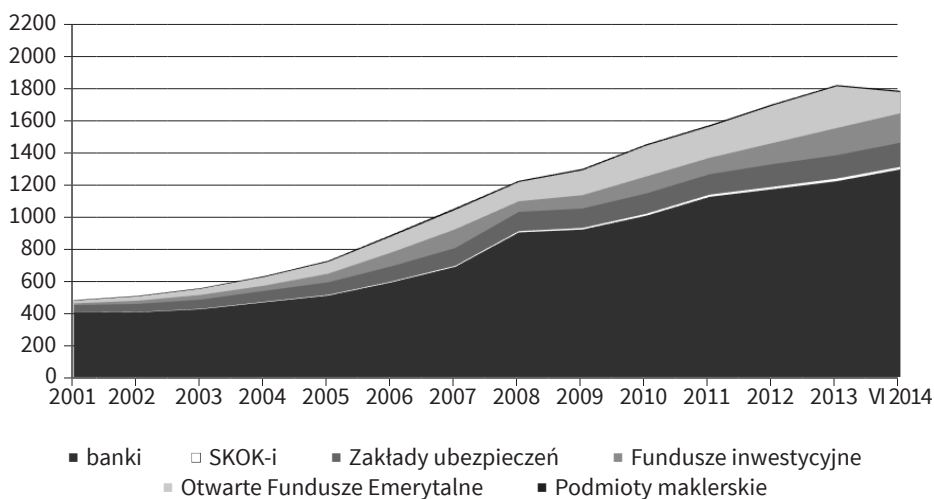
6 U. Banaszczyk-Soroka, *Zintegrowany rynek kapitałowy miejscem alokacji oszczędności inwestorów indywidualnych*, [w:] G. Woźniak (red.), *Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy w kontekście spójności społeczno-ekonomicznej*, Rzeszów 2008, s. 322.

7 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz. U., nr 183, poz. 1538, z późn. zm., art. 127–129.

8 Z. Dobosiewicz, *Fundusze inwestycyjne*, Warszawa 2008, s. 11; *10 lat Pioniera Zrównoważonego, 10 lat rynku funduszy inwestycyjnych*, http://www.pioneer.com.pl/pioneer/arts.ip_20_2002 (27.10.2014).

wyniósł prawie -45%⁹. Jednak już rok 2009 przyniósł poprawę sytuacji na rynku funduszy inwestycyjnych. Wartość aktywów netto funduszy w ujęciu rocznym wzrosła do 26%¹⁰. Największe wzrosty odnotowano w miesiącach, w których miały miejsce najbardziej znaczące zwyżki na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (kwiecień i lipiec 2009 r.)¹¹. W kolejnych latach, do czerwca 2014 r., następował systematyczny wzrost wartości aktywów netto (wyjątkiem był 3-procentowy spadek wartości aktywów w 2011 r.).

Wykres 17. Aktywa instytucji finansowych w Polsce w latach 2001–2014 (w mld zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP¹², UKNF¹³, IZFiA¹⁴ i SKOK¹⁵.

- 9 T. Miziołek, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce w 2008 r.*, Raport Izby Zarządzającej Funduszami i Aktywami, 15.02.2009, s. 4.
- 10 Dla roku 2010 wzrost ten wyniósł prawie 24%.
- 11 T. Miziołek, *Rynek funduszy inwestycyjnych...*, s. 4.
- 12 P. Sobolewski, D. Tymoczko (red.), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 r.*, Warszawa 2010, s. 10; P. Sobolewski, D. Tymoczko (red.), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2013 r.*, Warszawa 2014, s. 25.
- 13 A. Kotowicz, *Sytuacja banków w okresie styczeń-wrzesień 2010 r.*, UKNF, Warszawa 2010, s. 10; *Biuletyn kwartalny. Rynek ubezpieczeń 4/2010*, UKNF, http://www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_ubezpieczen/Dane_o_rynku/Dane_kwartalne/archiwum.html (27.10.2014); *Dane kwartalne domów maklerskich IV kw. 2010 r.*, UKNF, http://www.knf.gov.pl/Images/dmlVkw_2010_tcm75-25637.xls (27.10.2014).
- 14 *Aktywa Funduszy Inwestycyjnych*, <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10095> (27.10.2014).
- 15 *Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe w latach 1992–2010*, SKOK, <http://www.skok.pl/?4DgU5kDcljUBKlujqqMbq4hwn9YYxQE3m3uRpgHm7U=;SV-2044DAD62B> (17.04.2011).

Poprzez nabywanie akcji spółek giełdowych, fundusze inwestycyjne uczestniczą w finansowaniu przedsięwzięć mających bezpośredni wpływ na rozwój gospodarki¹⁶. Fundusze nabywają również obligacje i bony skarbowe emitowane przez Skarb Państwa, współfinansując w ten sposób deficyt budżetowy i bieżące wydatki państwa.

Środki powierzone funduszom przez inwestorów cechują się wysoką płynnością i bezpieczeństwem¹⁷. Bezpieczeństwo lokowania środków w fundusze inwestycyjne przejawia się głównie w¹⁸:

- nadzorze Komisji Nadzoru Finansowego¹⁹ i depozytariusza;
- posiadaniu przez fundusz inwestycyjny osobowości prawnej i oddzieleniu aktywów funduszu od aktywów towarzystwa funduszy inwestycyjnych;
- limitach inwestycyjnych dla poszczególnych rodzajów funduszy inwestycyjnych;
- obowiązkach publikacyjnych (informacje o działalności i sytuacji finansowej funduszu).

Gdy weszła w życie nowa ustawa o funduszach inwestycyjnych²⁰ (1 lipca 2004 r.), pojawiły się nowe możliwości rozwoju dla funduszy, zwłaszcza zamkniętych funduszy inwestycyjnych. Polski rynek tych funduszy został dostosowany do rynku europejskiego²¹. Wspomniana ustawa miała ogromne znaczenie dla rynku instytucji wspólnego inwestowania.

Od 2004 r. na polskim rynku istnieją trzy rodzaje funduszy inwestycyjnych (schemat 12.): otwarte fundusze inwestycyjne; specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte oraz zamknięte fundusze inwestycyjne.

Fundusze inwestycyjne otwarte (FIO) poprzez zbywanie jednostek uczestnictwa pozyskują środki na finansowanie swojej działalności. Liczba uczestników funduszu otwartego z reguły nie jest ograniczona, zdarza się jednak, że w statucie wprowadzony jest zapis, dający prawo wstrzymania sprzedaży jednostek uczestnictwa po przekroczeniu określonej wartości aktywów netto funduszu. Właściciele jednostek uczestnictwa

16 Świadczyć o tym może wysoki udział aktywów netto funduszy inwestycyjnych w kapitalizacji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

17 Dzięki takim cechom udział funduszy inwestycyjnych w strukturze oszczędności w Polsce wzrasta – graficzna ilustracja na wykresie 22.

18 W. Pochmara, A. Zapała, *Prawa uczestnika...*, s. 114.

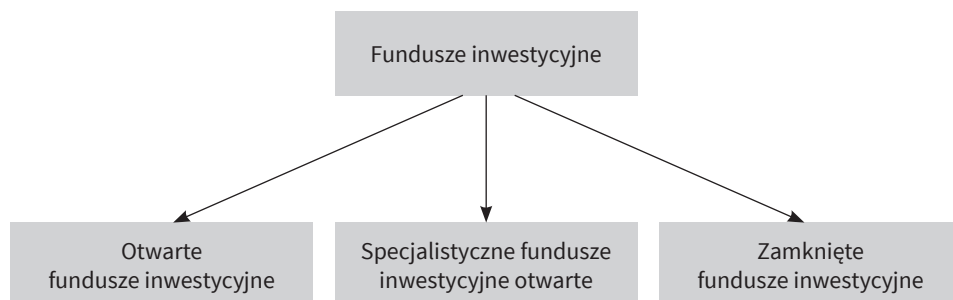
19 Do 19 września 2006 r. organem nadzorczym była Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.

20 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 146, poz. 1546, z późn. zm.

21 Dostosowanie do dyrektywy Rady z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), 85/611/EWG, Dz. U. L 375 z 31.12.1985, s. 3.

nie mogą zbywać ich na rzecz osób trzecich. Na żądanie uczestnika funduszu ma obowiązek odkupienia jednostek uczestnictwa. Takie jednostki są następnie umarzane. Fundusz inwestycyjny może skorzystać z prawa zawieszenia odkupowania jednostek uczestnictwa tylko w sytuacji, gdy w okresie ostatnich dwóch tygodni suma wartości jednostek uczestnictwa odkupionych przez fundusz oraz jednostek, których odkupienia zażądano, przekracza 10% wartości aktywów funduszu²².

Schemat 12. Rodzaje funduszy inwestycyjnych według kryterium konstrukcji funduszu



Źródło: opracowanie własne.

Wycena jednostek uczestnictwa polega na podzieleniu wartości aktywów netto funduszu przez liczbę jednostek uczestnictwa wydanych przez fundusz²³. Minimalna wartość aktywów netto funduszu wynosi 2 mln złotych²⁴.

Fundusze otwarte mogą lokować powierzone im środki przede wszystkim w papiery wartościowe oraz instrumenty rynku pieniężnego dopuszczone do publicznego obrotu, instrumenty pochodne²⁵, jednostki uczestnictwa i certyfikaty inwestycyjne innych funduszy inwestycyjnych. Fundusze te są tworzone na czas nieokreślony.

22 Możliwość skorzystania z tego prawa przez fundusze akcji małych i średnich spółek w latach 2007–2009 badał D. Dawidowicz. Zob.: D. Dawidowicz, *Przepływ kapitałów w funduszach akcji małych i średnich spółek rynku polskiego w latach 2007–2009*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy – nowe perspektywy*, „Annales UMCS” 2010, Sectio H, t. 44, z. 2, s. 515–527.

23 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 146, poz. 1546, z późn. zm., art. 86.

24 *Ibidem*, art. 92.

25 Głównie inwestycje mające na celu ograniczenie ryzyka związanego ze zmianą cen instrumentów bazowych.

Działalność funduszy inwestycyjnych otwartych w Unii Europejskiej regulowana jest obecnie dyrektywą UCITS IV (*Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*)²⁶. Została ona przyjęta w połowie 2009 r. Przepisy tej dyrektywy zakładają m.in. skrócenie maksymalnego czasu trwania procedury notyfikacji funduszy z ofert zagranicznych instytucji mających trafić do sprzedaży na terenie danego państwa (maksymalnie do 10 dni roboczych), wprowadzenie tzw. paszportu, pozwalającego świadczyć usługi zarządzania aktywami na terenie całej Unii Europejskiej bez rejestrowania spółki w każdym kraju.

Istotną cechą **specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych** (SFIO) jest możliwość określenia w statucie funduszu grupy osób lub warunków, które osoby muszą spełniać, aby uzyskać możliwość nabycia emitowanych przez fundusz jednostek uczestnictwa²⁷. Jest to główna różnica między funduszami otwartymi i specjalistycznymi otwartymi. Ponadto, jeżeli wartość jednorazowej wpłaty wyniesie co najmniej 40 tys. euro, wówczas fundusz ma możliwość przyjęcia zasad inwestycyjnych takich, jakie obowiązują w funduszach inwestycyjnych zamkniętych. Fundusze te są tworzone na czas nieokreślony.

Fundusze inwestycyjne zamknięte (FIZ) mają ograniczoną liczbę uczestników²⁸. Emitują certyfikaty inwestycyjne. W przeciwieństwie do jednostek uczestnictwa, certyfikaty mogą być zbywane na rzecz osób trzecich. Mogą być emitowane w postaci papierów wartościowych imiennych lub na okaziciela, są obejmowane przez inwestorów w drodze subskrypcji. Sprzedaż certyfikatów osobom trzecim może nastąpić na rynku wtórnym, natomiast funduszowi inwestycjnemu – w wyznaczonych przez fundusz okresach²⁹. Posiadacz certyfikatów ma prawo głosu na zgromadzeniu inwestorów funduszu (w przypadku certyfikatów imiennych – 2 głosy) i prawo poboru w przypadku nowej emisji certyfikatów inwestycyjnych.

Fundusze inwestycyjne zamknięte mają mniejsze ograniczenia inwestycyjne w stosunku do funduszy otwartych (tabela 8.). Mogą one inwestować m.in.³⁰:

26 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS IV), 2009/65/WE, Dz. U. L 302 z 17.11.2009.

27 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 146, poz. 1546, z późn. zm., art. 113.

28 Emitowana jest określona liczba certyfikatów inwestycyjnych, w momencie objęcia przez inwestorów całej puli wyemitowanych certyfikatów następuje „zamknięcie” funduszu dla nowych inwestorów.

29 Również w okresie likwidacji funduszu inwestycyjnego.

30 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 146, poz. 1546, z późn. zm., art. 145.

- w udziały w spółkach z o.o.;
- depozyty w bankach krajowych i zagranicznych;
- instrumenty pochodne;
- nieruchomości;
- jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne innych funduszy inwestycyjnych.

Zamknięte fundusze inwestycyjne nie podlegają regulacjom dyrektywy UCITS IV. Ich działalność jest regulowana odrębną dyrektywą³¹.

Inwestorzy lokujący swoje środki w zamknięte fundusze inwestycyjne wskazują wiele zalet tego typu konstrukcji funduszy, w porównaniu do funduszy otwartych. Jedną z najważniejszych jest stabilność kapitału, wynikająca z faktu, że fundusz nie sprzedaje i nie odkupuje certyfikatów inwestycyjnych w trakcie trwania inwestycji. Umożliwia to zarządzającym funduszem opracowywanie długoterminowych strategii inwestycyjnych, bez obawy o odpływ środków z funduszu (np. w czasie bessy). Ponadto fundusze zamknięte mają większe możliwości wyboru przedmiotu inwestycji (także w mniej płynne instrumenty finansowe) i mniejsze limity inwestycyjne. Dzięki temu są w stanie skonstruować ciekawsze oferty dla potencjalnych inwestorów³².

Na rynek polski wchodzi coraz więcej zagranicznych towarzystw funduszy inwestycyjnych, co oznacza wzrost konkurencji między funduszami, a tym samym szansę obniżenia kosztów ponoszonych przez klientów funduszy. Niższe koszty mają pozytywny wpływ na kształtowanie się dochodowości inwestycji w fundusze.

Możliwość dystrybucji jednostek uczestnictwa funduszy zarejestrowanych poza terytorium Polski istnieje od momentu przystąpienia Polski do Unii Europejskiej. Z dniem 1 maja 2004 r. zaczęły obowiązywać w Polsce przepisy wspólnotowe, dotyczące rynku funduszy inwestycyjnych. Przed tą datą istniały nieliczne fundusze inwestujące w tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych, ale zasadniczo nie prowadziły one oferty publicznej³³.

31 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010.

32 D. Krupa, *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, Warszawa 2008, s. 91–92.

33 Przed przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej rynek funduszy inwestycyjnych w 99,7% składał się z aktywów stanowiących środki funduszy polskich (zarejestrowanych w Polsce, lokujących w polskie instrumenty finansowe i bezpośrednio w zagraniczne akcje lub instrumenty dłużne), a tylko w 0,3% z aktywów zainwestowanych w fundusze polskie lokujące w tytuły uczestnictwa funduszy zagranicznych. S. Buczek, A. Grygiel, *Zagraniczne a polskie fundusze inwestycyjne. Pierwsze starcie*, Warszawa 2006, s. 132.

Tabela 8. Różnice między funduszami inwestycyjnymi zamkniętymi i otwartymi

	FIZ	FIO
Organy	TFI, rada inwestorów, zgromadzenie inwestorów	TFI
Tytuł uczestnictwa	certyfikaty inwestycyjne będące papierami wartościowymi, zbywalne	jednostki uczestnictwa niebędące papierami wartościowymi, niezbywalne
Liczba tytułów uczestnictwa	stała (możliwość emisji nowej serii certyfikatów)	zmienna
Podzielność	niepodzielne – można nabywać i zbywać wielokrotność jednego certyfikatu	podzielne – można nabywać i zbywać części ułamkowe
Wycena udziałów	okresowa, np. miesięcznie, kwartalnie, ustalana przez fundusz	w każdy dzień roboczy
Nabycie	podczas emisji bądź na giełdzie	w każdy dzień roboczy
Wyjście z inwestycji	podczas wykupu bądź na giełdzie	w każdy dzień roboczy
Spektrum inwestycyjne	poza podstawowymi kategoriami lokat mogą inwestować m.in. w wierzytelności, udziały w spółkach z o.o., waluty, instrumenty pochodne, w tym niewystandaryzowane, prawa majątkowe	przede wszystkim podstawowe kategorie lokat, takie jak akcje, obligacje, instrumenty rynku pieniężnego
Limity koncentracji	papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot nie mogą stanowić więcej niż 20% wartości aktywów funduszu	papiery wartościowe lub instrumenty rynku pieniężnego wyemitowane przez jeden podmiot nie mogą stanowić więcej niż 5% wartości aktywów funduszu
Koszty uczestnictwa	opłata za wydanie certyfikatów i przy ich odkupie przez fundusz, wynagrodzenie za zarządzanie	opłaty przy nabyciu, zbyciu i konwersji jednostek, wynagrodzenie za zarządzanie
Obowiązki publikacyjne	prospekt emisyjny, sprawozdania finansowe roczne i półroczne, raporty kwartalne	prospekt informacyjny, sprawozdania finansowe roczne i półroczne

Źródło: opracowane na podstawie: *Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce*, Analizy Online, Opracowanie dla Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, Warszawa 2010, s. 3, http://www.izfa.pl/files_user/pdf/Rynek%20FIZ%20w%20Polsce.pdf (20.10.2015); E. E. Faerber, *All about Stocks: The Easy Way to Get Started*, New York 2007, s. 263; B. Hiriyyappa, *Investment Management*, New Delhi 2008, s. 95.

Oferta funduszy jest stale dostosowywana do potrzeb rynku i potencjalnych klientów. Aby wspomóc rozwój tego rynku, wprowadzane są również zmiany w obowiązującym ustawodawstwie, np. umożliwienie zarządzania aktywami klientów na zlecenie. Nowe rozwiązania pomagają rozszerzać ofertę produktową polskich towarzystw funduszy inwestycyjnych i dostarczają uczestnikom funduszy możliwości inwestycji w bardziej wyrafinowane instrumenty inżynierii finansowej.

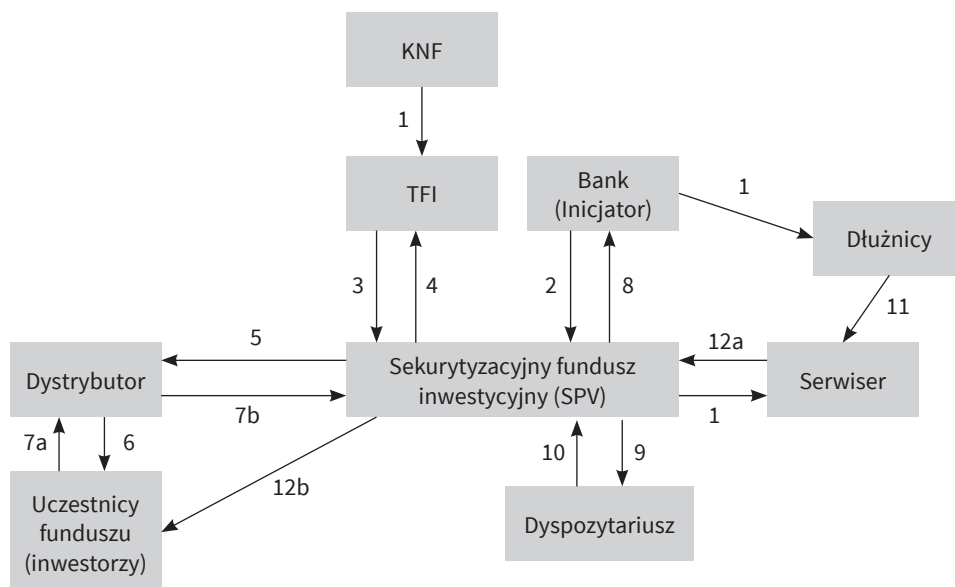
3.1.3. Pojęcie i istota funduszu sekurytyzacyjnego

Od 2004 r. w ustawodawstwie polskim pojawiły się pierwsze przepisy definiujące i regulujące nowy rodzaj funduszy inwestycyjnych – fundusz sekurytyzacyjny. W art. 183 ustawy o funduszach inwestycyjnych fundusz sekurytyzacyjny określony został jako fundusz inwestycyjny typu zamkniętego, emitujący certyfikaty inwestycyjne w celu sfinansowania nabycia wierzytelności, w tym wierzytelności finansowanych ze środków publicznych w rozumieniu odrębnych przepisów lub praw do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności³⁴. Fundusze sekurytyzacyjne pełnią funkcję SPV w procesie sekurytyzacji³⁵.

W Polsce fundusze sekurytyzacyjne tworzone są głównie z inicjatywy instytucji, które widzą w nich narzędzie niezbędne do przeprowadzenia efektywnych transakcji zakupu wierzytelności, dzięki którym nabywcy spodziewają się uzyskać wyższe niż przeciętne stopy zwrotu. Takimi instytucjami są firmy windykacyjne i podmioty zajmujące się skupowaniem wierzytelności w celu odzyskania ich w postępowaniu windykacyjnym. Z funduszem sekurytyzacyjnym mogą współpracować również inne podmioty. Organizację funduszu sekurytyzacyjnego zilustrowano schematem 13.

34 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 146, poz. 1546, z późn. zm., art. 183–195.

35 Możliwość organizacji transakcji sekurytyzacyjnych z udziałem funduszy sekurytyzacyjnych istnieje jeszcze w kilku innych krajach, np. Luksemburg – przyjęte rozwiązania prawne są podobne do polskich przepisów (*Securitisation in Luxembourg*, RSM Henri Grisius & Associates, marzec 2010), Hiszpania (F. Navarro, J. M. Cuatrecasas, *Spanish Securitization. A pioneer spilit. Liberal regulation pays off*, "International Financial Law Review", March 2007); Francja (*Draft Securitisation Decree*, The Brief, 16 września 2004). We Włoszech takie rozwiązanie też jest obecnie brane pod uwagę, ale brakuje na razie odpowiedniego uregulowania w prawie włoskim (*10 years of the Italian securitisation law*, grudzień 2009).

Schemat 13. Organizacja funduszu sekurytyzacyjnego

- 1 – powstanie zobowiązania (np. udzielenie / zaciągnięcie kredytu)
- 2 – przelew wierzytelności do funduszu sekurytyzacyjnego
- 3 – zarządzanie funduszem
- 4 – opłata za zarządzanie funduszem
- 5 – emisja certyfikatów inwestycyjnych
- 6 – zbywanie certyfikatów inwestycyjnych
- 7a i 7b – zapłata za zakupione certyfikaty inwestycyjne
- 8 – zapłata za zakupione wierzytelności
- 9 – przechowywanie i ewidencjonowanie aktywów funduszu, nadzór
- 10 – opłata za świadczone usługi
- 11 – wpływy od dłużników
- 12a – przekazanie funduszowi wpływów z windykacji
- 12b i 12c – odkupienie certyfikatów inwestycyjnych
- 13 – opłata windykacyjna
- 14 – nadzór nad transakcjami sekurytyzacyjnymi sprawowany przez KNF

Źródło: opracowanie własne.

Firmy windykacyjne na początku transakcji pomagają towarzystwom funduszy inwestycyjnych zarządzającym funduszami sekurytyzacyjnymi w oszacowaniu ceny kupowanych wierzytelności³⁶. Jest to bardzo istotny etap transakcji, gdyż w przypadku ustalenia zbyt wysokiej ceny, fundusz może mieć problemy z wypracowaniem zakładanego zysku. Cena wierzytelności waha się od kilku do kilkudziesięciu procent puli przejmowanych

³⁶ Zazwyczaj w tym etapie bierze udział również kancelaria prawna.

aktywów. Zmienne mające wpływ na poziom ceny to m.in.: charakter wierzytelności, umowy, z jakich one wynikają, zabezpieczenia, stopień przedawnienia, prowadzone wcześniej postępowania, upadłość wierzyciela³⁷.

W przypadku wierzytelności od osób fizycznych, przy ustalaniu ceny wierzytelności, zazwyczaj stosowane są odpowiednie modele, w których uwzględnia się historyczną obsługę tego typu kredytów. Natomiast na oszacowanie ceny wierzytelności od osób prawnych ma wpływ wartość zabezpieczenia związanego z danymi wierzytelnościami. Zazwyczaj część długów z puli, którą nabywa fundusz z góry jest skazana na odpis.

Fundusze sekurytyzacyjne, poza pakietami wierzytelności, mogą lokować swoje środki w takie instrumenty finansowe, jak: depozyty bankowe, dłużne papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego, instrumenty pochodne. Część z tych instrumentów cechuje się wysoką stopą zwrotu, ale także odpowiednio wysokim ryzykiem.

Zgodnie z przepisami regulującymi funkcjonowanie rynku kapitałowego w Polsce, jedynymi podmiotami uprawnionymi do tworzenia funduszy inwestycyjnych, w tym funduszy sekurytyzacyjnych, są Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (TFI), czyli spółki akcyjne, które podlegają nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego (KNF). Może ona nałożyć sankcje na fundusz (np. finansowe), w przypadku, gdy fundusz dopuści się naruszenia przepisów prawa.

Zarówno fundusz, jak i Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych są osobami prawnymi³⁸. Fundusz sekurytyzacyjny nie jest podmiotem zależnym od TFI. Środki gromadzone przez fundusz pozostają oddzielną masą upadłościową. W przypadku bankructwa TFI zarządzającego funduszem sekurytyzacyjnym środki zgromadzone w funduszu nie wchodziły w skład masy upadłościowej towarzystwa³⁹.

W momencie wydania zezwolenia przez KNF na utworzenie funduszu, TFI nadaje statut funduszowi, zawiera umowę z depozytariuszem o prowadzenie rejestru aktywów funduszu, zbiera wpłaty do funduszu⁴⁰ w wy-

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

38 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 146, poz. 1546, z późn. zm., art. 14.

39 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 146, poz. 1546, z późn. zm., art. 4 i 5.

40 Wpłaty do funduszu mogą być dokonane w formie pieniężnej, w formie zdematerializowanych papierów wartościowych (jeżeli zostało to uwzględnione w statucie), bądź innych niż zdematerializowane papierów wartościowych lub udziałów w spółkach z o.o. (jeżeli ustawa oraz statut tak stanowią). W przypadku funduszy sekurytyzacyjnych emitujących niepubliczne certyfikaty inwestycyjne, łączna minimalna wysokość wpłat do funduszu oraz sposób gromadzenia wpłat określa statut funduszu. D. Krupa, *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, s. 33.

sokości określonej w statucie oraz wpisuje fundusz do rejestru funduszy inwestycyjnych. Rejestr ten jest jawny. Od momentu wpisania funduszu do rejestru nabywa on osobowość prawną, a TFI staje się jego organem⁴¹ uprawnionym wyłącznie do⁴²:

- tworzenia funduszy (TFI może tworzyć jednocześnie wiele funduszy);
- zarządzania funduszami, w tym pośredniczenia w zbywaniu i odkupowaniu certyfikatów inwestycyjnych;
- reprezentowania funduszy na zewnątrz (wobec podmiotów trzecich);
- zarządzania zbiorczym portfelem papierów wartościowych.

Dodatkowo, w momencie uzyskania zezwolenia KNF, Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych może poszerzyć pakiet oferowanych przez siebie usług o⁴³:

- doradztwo w zakresie obrotu papierami wartościowymi;
- pośrednictwo w zbywaniu i odkupywaniu certyfikatów inwestycyjnych funduszy utworzonych przez inne TFI;
- zarządzanie na zlecenie cudzym pakietem papierów wartościowych;
- funkcję przedstawiciela funduszy zagranicznych.

Są dwa sposoby przystąpienia do zamkniętego funduszu inwestycyjnego: albo poprzez zakup certyfikatów inwestycyjnych w momencie ich emisji⁴⁴, albo w przypadku wycofania się z inwestycji dotychczasowego inwestora. Co do zasady, fundusze zamknięte nie wykupują certyfikatów inwestycyjnych przed terminem⁴⁵. Uczestnicy zamkniętego funduszu inwestycyjnego mogą wycofać swoje środki z inwestycji w drodze sprzedaży certyfikatów na rynku wtórnym. Wycofanie się uczestników z funduszu zamkniętego może odbyć się również przy wykorzystaniu umowy cywilno-prawnej⁴⁶. Przystąpienie do funduszu następuje z chwilą przydziału certyfikatów inwestycyjnych poszczególnym uczestnikom funduszu. Środki pozyskane w drodze emisji certyfikatów inwestycyjnych przeznaczone są na zakup papierów wartościowych, wierzytelności, walut obcych⁴⁷ itp.

41 D. Krupa, *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, s. 32–33.

42 Z. Dobosiewicz, *Fundusze inwestycyjne*, s. 153.

43 *Ibidem*.

44 Emisja ta może mieć charakter publiczny, gdy kieruje się ją do szerokiego grona potencjalnych inwestorów, lub niepubliczny, gdy skierowana jest do wybranych inwestorów. Zazwyczaj w przypadku funduszy sekurytyzacyjnych emisje przygotowywane są pod konkretnych inwestorów.

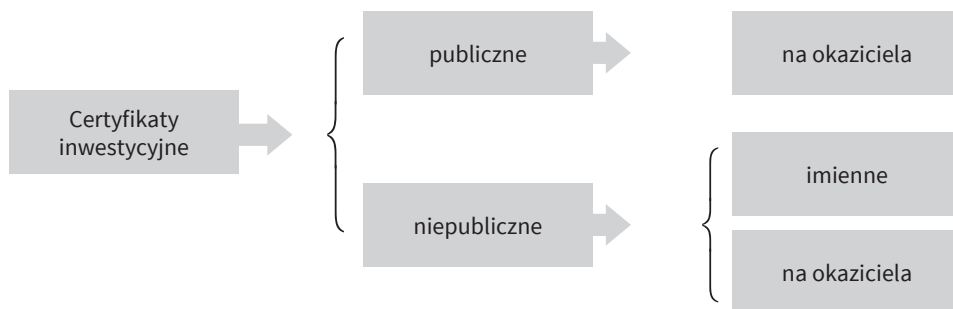
45 Takie sytuacje mogą być zastrzeżone w statucie funduszu.

46 D. Krupa, *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, s. 90.

47 M. Wypych, *Finanse i instrumenty finansowe*, Łódź 2001, s. 159.

Fundusze sekurytyzacyjne mogą emitować dwa rodzaje certyfikatów inwestycyjnych: publiczne i niepubliczne (schemat 14.). Publiczne certyfikaty inwestycyjne są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, natomiast niepubliczne certyfikaty inwestycyjne takiego dopuszczenia nie mają. Przewidziana jest możliwość przekształcenia niepublicznych certyfikatów w publiczne⁴⁸.

Schemat 14. Rodzaje certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez zamknięte fundusze inwestycyjne



Źródło: opracowanie własne.

Certyfikaty inwestycyjne są niepodzielnymi papierami wartościowymi o charakterze udziałowym. Mogą być przedmiotem współwłasności, ale sposób wykonywania lub zniesienia współwłasności nie może prowadzić do podziału certyfikatu. Co do zasady, certyfikaty inwestycyjne na okaziciela reprezentują jednakowe prawa majątkowe, ale w przypadku poszczególnych serii certyfikatów emitowanych przez fundusze sekurytyzacyjne mogą reprezentować różne prawa.

Uczestnikom funduszu przysługują następujące prawa wynikające z posiadania certyfikatów inwestycyjnych funduszu⁴⁹:

- prawo do części dochodów funduszu, jeżeli statut przewiduje wypłatę tych dochodów;
- prawo do przychodów funduszu, jeśli statut przewiduje ich wypłatę;

48 Wymagana jest zmiana w statucie funduszu i zatwierdzenie przez komisję prospektu emisyjnego obejmującego wszystkie wyemitowane certyfikaty inwestycyjne funduszu.

49 W. Pochwara, A. Zapała, *Prawa uczestnika funduszu inwestycyjnego i sposób ich realizacji*, Warszawa 2004, s. 76.

- prawo do udziału i głosowania podczas rady inwestorów lub zgromadzenia inwestorów⁵⁰;
- prawo pierwszeństwa do objęcia certyfikatów inwestycyjnych nowych emisji;
- prawo do udziału w wartości aktywów netto, pozostałych do podziału po przeprowadzeniu likwidacji funduszu;
- inne uprawnienia przyznawane przez statut.

Gwarancją bezpieczeństwa aktywów funduszu sekurytyzacyjnego jest wprowadzenie do procesu instytucji **depozytariusza**. Obowiązki depozytariusza określone są w ustawie o funduszach inwestycyjnych. Jego głównym zadaniem jest prowadzenie rejestru aktywów funduszu. Podmiot ten sprawuje również kontrolę nad działalnością TFI. Aby realizacja zadań przez depozytariusza przebiegała prawidłowo, w ustawie wprowadzono obowiązek działania towarzystwa i depozytariusza niezależnie i w interesie uczestników funduszu inwestycyjnego. Obowiązek ten ogranicza możliwość wystąpienia tzw. konfliktu interesów w funkcjonowaniu funduszu sekurytyzacyjnego i depozytariusza. Ustawa zakazuje, by depozytariusz mógł być akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych zarządzającego funduszem sekurytyzacyjnym, którego aktywa rejestruje ten depozytariusz. Z drugiej strony towarzystwo funduszy inwestycyjnych nie może nabywać papierów wartościowych emitowanych przez depozytariusza⁵¹.

Depozytariuszem funduszu może być wyłącznie⁵²:

- bank krajowy, którego fundusze własne wynoszą co najmniej 100 mln zł;
- oddział instytucji kredytowej, posiadający siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, jeżeli fundusze przydzielone do dyspozycji tego oddziału wynoszą co najmniej 100 mln zł;
- Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych Spółka Akcyjna (KDPW).

50 Certyfikaty inwestycyjne na okaziciela reprezentują prawo do jednego głosu na zgromadzeniu inwestorów. W przypadku certyfikatów imiennych może istnieć uprzywilejowanie co do głosu (nie więcej niż 2 głosy). I. Pyka (red.), *Rynek finansowy*, s. 205.

51 Ustawa wyłączyła z kręgu akcjonariuszy towarzystwa depozytariusza, jednakże akcjonariuszami mogą być np. podmioty zależne od depozytariusza, w tym również takie, których jedynym właścicielem jest depozytariusz. Może być akcjonariuszem towarzystwa funduszy inwestycyjnych dom maklerski (np. *asset management*), którego właścicielem jest depozytariusz funduszy zarządzanych przez towarzystwo. W. Pochmara, A. Zapała, *Prawa uczestnika...*, s. 115–116.

52 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 146, poz. 1546, z późn. zm., art. 71.

Po wydaniu zezwolenia przez Komisję Nadzoru Finansowego na utworzenie funduszu, niezbędne jest zebranie wpłat do funduszu w wysokości określonej w statucie. Wpłaty dokonywane są na wydzielony rachunek (bankowy lub papierów wartościowych), prowadzony przez depozytariusza. Procedurę tworzenia funduszu inwestycyjnego kończy wpis funduszu do rejestru funduszy inwestycyjnych, prowadzonego przez sąd rejestrowy. Wpis dokonywany jest na wniosek towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Do wniosku towarzystwo dołącza m.in. oświadczenie depozytariusza o zebraniu wymaganych statutem wpłat oraz o zgodności sposobu ich zebrania z ustawą, statutem funduszu inwestycyjnego oraz zezwoleniem wydanym przez KNF. Z chwilą wpisu do rejestru funduszy inwestycyjnych, fundusz nabywa osobowość prawną i wstępuje w prawa i obowiązki z tytułu umowy z depozytariuszem zawartej przez towarzystwo przed utworzeniem funduszu⁵³.

Fundusze sekurytyzacyjne zobowiązane są do dokonywania wyceny aktywów, ustalania wartości aktywów netto funduszu oraz wartości aktywów netto przypadającej na jeden certyfikat inwestycyjny. Wyceny muszą być dokonywane przynajmniej raz na kwartał⁵⁴. Depozytariusz kontroluje poprawność wyceny.

W trakcie realizowania procesu fundusz sekurytyzacyjny może zawierać umowy z innymi podmiotami, mając na względzie interes uczestników funduszu. Przede wszystkim umowy o nadanie inwestycyjnej oceny ratingowej, umowy ubezpieczenia od ryzyka niewypłacalności dłużników, o administrację wierzytelnościami oraz o udzielenie poręczenia lub gwarancji. Zawarcie umowy o administrację wymaga uzyskania zezwolenia KNF.

3.1.4. Rodzaje funduszy sekurytyzacyjnych

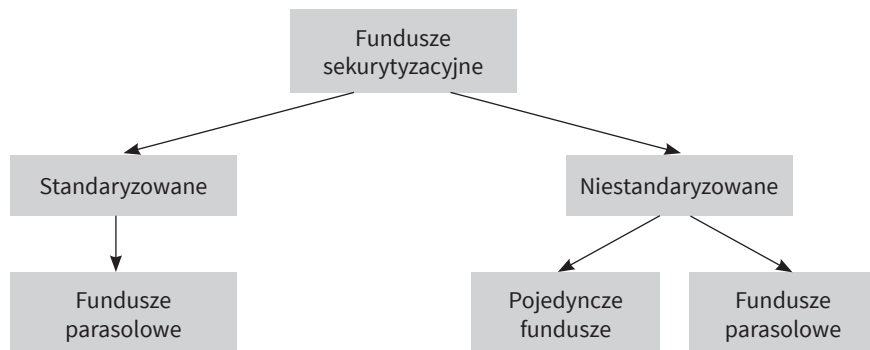
W ustawie o funduszach inwestycyjnych wyróżniono dwa rodzaje sekurytyzacyjnych funduszy inwestycyjnych: standaryzowane i niestandaryzowane (schemat 15.)⁵⁵.

53 W. Pochmara, A. Zapata, *Prawa uczestnika...*, s. 119.

54 W przypadku kolejnych emisji nie później niż na 7 dni przed rozpoczęciem przyjmowania zapisów na nowe certyfikaty. Wycena certyfikatów powinna też być dokonana w dniu wykupu certyfikatów.

55 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 146, poz. 1546, z późn. zm, art. 183, ust. 2.

Schemat 15. Rodzaje sekurytyzacyjnych funduszy inwestycyjnych



Źródło: E. Szablowska, *Niestandaryzowane fundusze sekurytyzacyjne*, [w:] M. Dylewski (red.), *Ryzyko w finansach i bankowości w warunkach kryzysu gospodarczego*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu” 2010, nr 29, s. 243.

Standaryzowany fundusz sekurytyzacyjny jest tworzony jako fundusz z wydzielonymi subfunduszami (fundusz parasolowy). Co do zasady, fundusz ten ma obowiązek lokowania minimum 75% wartości aktywów danego subfunduszu w jedną pulę wierzytelności lub prawa do wszystkich świadczeń otrzymywanych przez inicjatora sekurytyzacji z tytułu jednej puli wierzytelności. Ustawa dopuszcza lokowanie minimum 75% wartości aktywów w kilka pul wierzytelności lub w prawa do świadczeń otrzymywanych z tytułu kilku pul wierzytelności, ale tylko w przypadku, kiedy inicjatorem transakcji są banki krajowe lub instytucje kredytowe, natomiast wierzytelności w poszczególnych pulach są jednolite rodzajowo, a umowy dotyczące nabycia wierzytelności są zawarte w terminie 3 miesięcy od dnia zarejestrowania funduszu⁵⁶. W zasadzie nie ma ograniczeń co do osób nabywających certyfikaty inwestycyjne.

Standaryzowany fundusz sekurytyzacyjny nie może organizować kolejnych emisji certyfikatów związanych z danym subfunduszem. Gdy wszystkie wierzytelności wchodzące w skład nabytych pul zostają zaspokojone lub subfundusz otrzyma od inicjatorów transakcji sekurytyzacyjnej wszystkie należne świadczenia, wówczas zostaje zlikwidowany. Likwidacja nie może naruszać określonych w statucie praw poszczególnych uczestników funduszu⁵⁷.

⁵⁶ E. Szablowska, *Niestandaryzowane fundusze...*, s. 242–243.

⁵⁷ D. Krupa, *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, s. 117.

Standaryzowany fundusz sekurytyzacyjny, w którym działa zgromadzenie inwestorów, może emitować obligacje⁵⁸, ale ich wartość nie może przekroczyć 25% wartości aktywów netto funduszu.

Fundusze sekurytyzacyjne standaryzowane spełniają rolę instytucji o mniejszym zakładanym poziomie ryzyka niż fundusze niestandaryzowane, głównie dzięki większej przejrzystości w działaniu. Dzięki temu dostępne są dla szerszego grona inwestorów, w tym także podmiotów indywidualnych.

Niestandaryzowany fundusz sekurytyzacyjny może być tworzony jako fundusz z wydzielonymi subfunduszami lub jako pojedynczy fundusz. Ustawa narzuca na ten rodzaj funduszu obowiązek lokowania co najmniej 75% wartości aktywów funduszu/każdego subfunduszu w określone wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne (nie więcej niż 25% wartości aktywów netto funduszu/każdego subfunduszu), prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności. Ze względu na wysokie ryzyko (wyższe niż w przypadku standaryzowanych funduszy sekurytyzacyjnych), związane z niestandaryzowanym funduszem sekurytyzacyjnym, jego uczestnikami mogą być tylko osoby prawne i jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej. Art. 187 ust. 6 ustawy dopuszcza możliwość uczestniczenia w funduszu osób fizycznych, ale tylko, gdy sytuacja taka zostanie ujęta w statucie funduszu, a cena emisyjna jednego certyfikatu nie będzie niższa niż równowartość w złotych 40 tys. euro.

Fundusz sekurytyzacyjny obowiązuje ograniczenia dotyczące możliwości świadczenia usług dodatkowych. Nie może udzielać pożyczek, gwarancji czy poręczeń. To ograniczenie z jednej strony zmniejsza możliwości uzyskania dochodów, ale z drugiej strony wpływa pozytywnie na poziom ryzyka inwestycyjnego, które jest dzięki temu ograniczane.

Podobnie jak standaryzowane fundusze sekurytyzacyjne, niestandaryzowany fundusz sekurytyzacyjny może emitować obligacje. Niestandaryzowane fundusze mają tylko mniejsze ograniczenia co do wysokości emisji, mogą bowiem dokonywać emisji obligacji do 75% wartości aktywów netto.

Cechą charakterystyczną funduszu sekurytyzacyjnego z wydzielonymi subfunduszami (fundusz parasolowy – *umbrella funds*) jest możliwość wyboru różnych polityk inwestycyjnych w ramach poszczególnych subfunduszy. Uczestnicy funduszu mają większą swobodę wyboru. Mogą oni dokonać konwersji (zamiany) certyfikatów inwestycyjnych jednego subfunduszu na inny, bez przymusu zmiany funduszu inwestycyjnego. Jest to korzystne dla uczestników, przede wszystkim dlatego, że zamiana

58 Dodatkowo istnieje wymóg wpisania tego do statutu funduszu.

środków między subfunduszami jest zwolniona z obowiązku zapłaty zryczałtowanego podatku dochodowego⁵⁹.

Subfundusze nie posiadają osobowości prawnej. Każdy z subfunduszy odpowiada za zobowiązania wyłącznie do wysokości zgromadzonych przez subfundusz aktywów netto. Natomiast zobowiązania całego funduszu są regulowane przez poszczególne subfundusze proporcjonalnie do wysokości zgromadzonych przez nie aktywów netto⁶⁰.

3.1.5. Warunki uzyskania zezwolenia KNF

Warunkiem utworzenia funduszu sekurytyzacyjnego jest uzyskanie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego na jego utworzenie. Przed wystąpieniem do KNF z wnioskiem o zezwolenie na utworzenie funduszu, towarzystwo funduszy inwestycyjnych musi zawrzeć umowę z depozytariuszem o prowadzenie rejestru aktywów tworzonego funduszu. Umowa ta musi zostać dołączona do wniosku wraz z innymi wymaganymi ustawą dokumentami, tj.⁶¹:

- statut funduszu inwestycyjnego;
- prospekt informacyjny funduszu inwestycyjnego oraz skrót tego prospektu;
- wskazanie inicjatora sekurytyzacji oraz podstawowych warunków umów zawartych przez towarzystwo w związku z procesem sekurytyzacji;
- dane osobowe członków zarządu depozytariusza odpowiedzialnych za wykonywanie funkcji depozytariusza przez jednostkę organizacyjną banku wraz z opisem ich kwalifikacji i doświadczeń zawodowych oraz informacje z Krajowego Rejestru Karnego;
- dane osobowe osób zatrudnionych w towarzystwie lub w podmiotach⁶², którym towarzystwo zleciło zarządzanie portfelem inwestycyjnym funduszu lub jego częścią, a które mają istotny wpływ na działalność funduszu, w tym w szczególności na decyzje inwestycyjne funduszu; informacje o kwalifikacjach i doświadczeniu zawodowym tych osób oraz informacje z Krajowego Rejestru Karnego;
- dane osobowe osób wyznaczonych przez depozytariusza do wykonywania obowiązków określonych w umowie; informacje o kwalifikacjach

59 Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, Dz. U., nr 80, poz. 350, z późn. zm.

60 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 146, poz. 1546, z późn. zm., art. 161.

61 *Ibidem*, art. 22.

62 *Ibidem*, art. 46.

fikacjach i doświadczeniu zawodowym tych osób oraz informacji z Krajowego Rejestru Karnego;

- odpisy z właściwego rejestru podmiotów, którym towarzystwo powierzyło wykonywanie swoich obowiązków;
- oświadczenie podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych o zgodności metod i zasad wyceny aktywów funduszu opisanych w statucie z przepisami dotyczącymi rachunkowości funduszy inwestycyjnych, a także o zgodności i kompletności tych zasad z przyjętą przez fundusz polityką inwestycyjną – w przypadku funduszu inwestycyjnego zamkniętego.

KNF dokonuje analizy wniosku i poszczególnych załączników. KNF odmawia udzielenia zezwolenia na utworzenie funduszu, jeżeli m.in. osoby wymienione we wniosku, mogą wykonywać swoje obowiązki z naruszeniem zasad uczciwego obrotu lub w sposób nienależycie zabezpieczający interes uczestników funduszu lub też, jeżeli umowa z depozytariuszem nie uwzględnia należycie interesów uczestników funduszu. KNF udzielając zezwolenia na utworzenie funduszu zatwierdza wybór depozytariusza. Zgody KNF wymaga również zmiana depozytariusza.

Naruszenie przepisów ustawy, statutu funduszu lub warunków zezwolenia przy zbieraniu wpłat do funduszu, a więc procesu nadzorowanego przez depozytariusza, może być podstawą cofnięcia przez KNF zezwolenia na utworzenie funduszu jeszcze przed dniem wpisania funduszu do rejestru funduszy inwestycyjnych. Może też być podstawą odmowy dokonania przez sąd rejestrowy wpisu funduszu do rejestru funduszy inwestycyjnych. W takiej sytuacji, towarzystwo funduszy inwestycyjnych jest zobowiązane do zwrotu wpłat do funduszu osobom, które wpłaty tych dokonały. Zwrotowi podlegają również pożytki od wpłat oraz odsetki (obowiązek ich naliczenia spoczywa na depozytariuszu), a także pobrane opłaty manipulacyjne⁶³.

Ostatnie lata pokazują przewagę zamkniętych funduszy inwestycyjnych (zwłaszcza funduszy emitujących niepubliczne certyfikaty inwestycyjne) nad otwartymi, jeżeli chodzi o liczbę zezwoleń wydanych przez KNF, a także liczbę nowotworzonych funduszy inwestycyjnych.

3.1.6. Podmioty zainteresowane funduszami sekurytyzacyjnymi

Głównymi podmiotami zainteresowanymi funkcjonowaniem funduszy sekurytyzacyjnych są **firmy windykacyjne**, które wyspecjalizowały się w obsłudze funduszy. Zgodnie z obowiązującymi przepisami fundusze

63 W. Pochmara, A. Zapła, *Prawa uczestnika...*, s. 118–119.

sekurytyzacyjne nie są zależne od firm windykacyjnych, jednak najczęściej firmy te pełnią dwie bardzo istotne role w procesie sekurytyzacji z udziałem funduszy sekurytyzacyjnych:

- rolę serwisera – czyli zajmują się bezpośrednim zarządzaniem wierzytelnościami, z uwagi na fakt, że TFI i fundusze nie posiadają odpowiednich warunków techniczno-organizacyjnych, aby sprawnie przetwarzać tak duże ilości danych⁶⁴,
- rolę podmiotu wyceniającego (eksperta), odpowiedzialnego za dokonanie wycen lokat funduszu (portfela wierzytelności).

Dodatkowo firmy windykacyjne biorą czynny udział w procesach przetargowych związanych z nowymi inwestycjami w portfele wierzytelności, a także dokonują wycen inwestycji na podstawie określenia potencjalnych przychodów oraz kosztów przy założonych stopach zwrotu.

Funduszami sekurytyzacyjnymi zainteresowane są też **zagraniczne banki**, głównie **inwestycyjne** oraz **fundusze inwestycyjne wysokiego ryzyka**. Podmioty te posiadają wyspecjalizowane jednostki zajmujące się analizowaniem rynków wierzytelności na całym świecie i poszukiwaniem możliwości ulokowania kapitału w przedsięwzięcia umożliwiające osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Działają zazwyczaj w oparciu o lokalnego partnera, który zapewnia infrastrukturę i kompetencje niezbędne do przeprowadzenia wyceny i odzyskania wierzytelności, a także często uczestniczy kapitałowo w inwestycji.

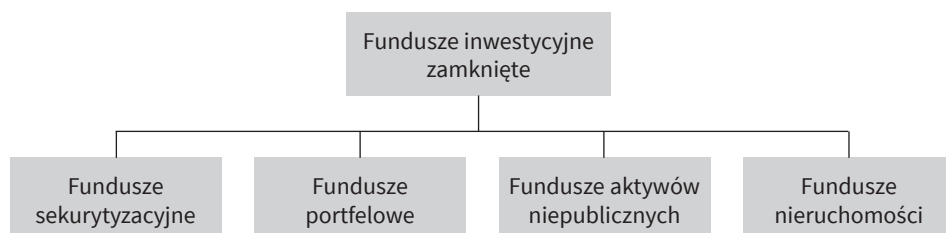
Podmioty takie jak: **banki komercyjne**, **prywatne fundusze inwestycyjne**, **firmy ubezpieczeniowe** czy **Otwarte Fundusze Emerytalne** również widzą korzyści z istnienia na naszym rynku funduszy sekurytyzacyjnych. Przede wszystkim podmioty te czerpią korzyści z uczestniczenia w funduszach sekurytyzacyjnych jako inwestorzy. Posiadają na tyle duże możliwości finansowe, aby uczestniczyć w największych transakcjach sekurytyzacyjnych. Nabywanie certyfikatów inwestycyjnych funduszy sekurytyzacyjnych stwarza im większe możliwości dywersyfikacji ryzyka. Inwestorzy zyskują dostęp do certyfikatów inwestycyjnych funduszy sekurytyzacyjnych, dzięki czemu mają możliwość dopasowania strumieni przychodów do swoich preferencji. Kolejną korzyścią dla inwestorów jest uzyskanie satysfakcjonującej stopy zwrotu z certyfikatów inwestycyjnych, która zazwyczaj jest konkurencyjna wobec innych papierów wartościowych o podobnym ryzyku.

64 Dodatkowo firmy windykacyjne, które uzyskały zgodę lub licencję KNF, muszą spełniać takie warunki jak: posiadanie wykwalifikowanej kadry, wdrożenie odpowiednich procedur i systemów informatycznych itp.

3.1.7. Fundusze sekurytyzacyjne a inne fundusze inwestycyjne zamknięte

Od momentu wejścia w życie nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych z 2004 r. na polskim rynku miał miejsce bardzo szybki rozwój funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Pojawiły się możliwości tworzenia nowych struktur funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Obecnie, ze względu na sposób funkcjonowania, wyróżnia się cztery rodzaje funduszy inwestycyjnych zamkniętych (schemat 16.).

Schemat 16. Rodzaje funduszy inwestycyjnych zamkniętych ze względu na sposób funkcjonowania



Źródło: opracowanie własne.

Fundusze portfelowe⁶⁵ cechuje przede wszystkim skład portfela inwestycyjnego, który, według ustawy o funduszach inwestycyjnych, powinien bazować na składzie portfela papierów wartościowych będącym

65 Na świecie odpowiednikiem tych funduszy są tzw. *Exchange Traded Funds* (ETF). Pierwszy fundusz ETF powstał w 1993 r. w Stanach Zjednoczonych (tzw. SPIDER). Szerzej: K. Gabryelczyk, *Tradycyjne fundusze inwestycyjne*, [w:] A. Szelągowska (red.), *Współczesna bankowość inwestycyjna*, Warszawa 2009, s. 162–170. ETFs są zbywalnymi dokumentami reprezentującymi prawo własności do portfela papierów wartościowych wchodzących w skład wybranego indeksu. Dokumenty te mają status papieru wartościowego inkorporującego takie prawa, jakie przywiązane są do papierów wartościowych, na które opiewają ETFs. Prawa te nie mogą być realizowane bezpośrednio, tylko za pośrednictwem emitenta ETFs. Podstawową cechą ETFs jest to, że wystawiane są w miejsce emitowanych i dopuszczonych do obrotu wtórnego oraz odpowiednio zdeponowanych akcji, obligacji lub innych papierów wartościowych, wchodzących w skład wybranego indeksu. Z ETFs związana jest nowa forma zarządzania portfelem inwestycyjnym – zarządzanie pasywne. Polega ono na zakupie papierów wartościowych tworzących wybrany indeks w proporcjach, w jakich są one uwzględnione w indeksie. Stopa zwrotu z ETF odpowiada w dużej mierze stopie zwrotu z danego indeksu. W. Nawrot, *Exchange-Traded Funds (ETF). Nowe produkty na rynku funduszy inwestycyjnych*, Warszawa 2007, s. 65–69.

podstawą do ustalania wartości uznanego indeksu regulowanego rynku urzędowego papierów wartościowych⁶⁶. Wówczas określa się go mianem portfela indeksowego. Skład portfela może też nie opierać się na indeksie. W takiej sytuacji jest on określony w statucie funduszu (portfel bazowy).

Fundusze te nie mogą być tworzone jako fundusze parasolowe. Fundusze portfelowe mają możliwość ciągłego emitowania i umarzania publicznych certyfikatów inwestycyjnych.

Fundusze aktywów niepublicznych charakteryzują się lokowaniem środków pieniężnych (co najmniej 80%) w aktywa finansowe, inne niż papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu oraz instrumenty rynku pieniężnego⁶⁷. W związku z takim przedmiotem lokat, inwestycja w fundusz jest obciążona wyższym ryzykiem. Do tych funduszy zalicza się fundusze *private equity*⁶⁸ i fundusze *venture capital*⁶⁹. Fundusze aktywów niepublicznych mogą być utworzone przez specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte, ale tylko wówczas, gdy fundusze te stosują zasady i ograniczenia takie jak w funduszach inwestycyjnych zamkniętych⁷⁰.

W funduszach aktywów niepublicznych istnieje możliwość wypłacania na rzecz jego uczestników przychodów funduszu uzyskiwanych niezwłocznie po zbyciu danej lokaty, bez konieczności reinwestowania tych środków. Tryb i warunki dokonywania wypłat określa statut funduszu. Istotne jest, że towarzystwo funduszy inwestycyjnych zarządzające wyłącznie funduszami aktywów niepublicznych nie ma obowiązku zatrudniania doradców inwestycyjnych⁷¹.

Fundusze nieruchomości⁷² to fundusze inwestycyjne, które 80% swoich aktywów netto lokują bezpośrednio lub pośrednio na rynku nieruchomości. Do ich głównych kierunków działalności należy nabywanie praw własności nieruchomości, inwestowanie w papiery wartościowe związane z zabezpieczeniem prawami na nieruchomości (listy zastawne, obligacje zabezpieczone hipotecznie), a także w udziałowe papiery war-

66 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 146, poz. 1546, z późn. zm., art. 182.

67 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 146, poz. 1546, z późn. zm., art. 196.

68 Fundusze te lokują zgromadzone środki głównie na rynku niepublicznym.

69 Są odmianą funduszy *private equity*. To fundusze wysokiego ryzyka, środki lokują głównie w małe rozpoczynające działalność przedsiębiorstwa, przede wszystkim z sektora wysokich technologii.

70 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 146, poz. 1546, z późn. zm., art. 196.

71 *Ibidem*, art. 45, ust. 4.

72 Odpowiednikami tych funduszy w Stanach Zjednoczonych są *Real Estate Investment Trusts* (REITs). Szerzej: M. Skubiszewski, *Fundusze nieruchomości na świecie*, „Finansowanie Nieruchomości” 2006, nr 6, s.44–51.

tościowe emitowane przez podmioty związane z sektorem nieruchomości, tj. akcje deweloperów, podmiotów zarządzających nieruchomościami. Fundusze te należą do inwestycji długoterminowych (ok. 8–10 lat)⁷³. Fundusze nieruchomości mogą otrzymywać dodatkowe przychody z tytułu umów najmu. Poprzez te fundusze również drobni inwestorzy indywidualni mają dostęp do rynku nieruchomości i mogą czerpać korzyści.

Istnieją różne strategie inwestycyjne funduszy nieruchomości, tj.: klasyczne, gwarantowane, agresywne. W przypadku strategii klasycznej fundusze skupiają się na kupnie i wynajmie powierzchni biurowych, magazynowych, handlowych itp. Źródłami dochodów dla funduszu w tym przypadku są wzrosty wartości nieruchomości wchodzących w skład portfeli oraz czynsz z najmu powierzchni biurowych, usługowych itp. Fundusze przyjmujące strategię gwarantowaną, poprzez inwestycje w instrumenty dłużne i pochodne, gwarantują, że inwestorzy nie poniosą straty na tej inwestycji. Strategia agresywna dotyczy inwestycji skoncentrowanych na jednym segmencie, np. budownictwo mieszkaniowe⁷⁴.

Udział wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych zamkniętych w wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych ogółem wzrósł z poziomu 5,1% w grudniu 2005 r. (zaledwie 0,3%⁷⁵ w czerwcu 2004 r.) do poziomu 16,8% w grudniu 2010 r.⁷⁶, a w połowie 2014 r. osiągnął poziom 39,5% (tabela 9.). Największy wpływ na ten wzrost miały fundusze aktywów niepublicznych i nieruchomości. Zjawisko to było w dużej mierze konsekwencją opisanych wcześniej zmian prawnych, dzięki którym rynek funduszy w Polsce wzbogacił się o nowe kategorie funduszy, korzystnych rozwiązań podatkowych oraz dobrej koniunktury na rynku nieruchomości do 2007 r.⁷⁷

Mimo ciągłego przyrostu (do 2009 r. włącznie) wartości aktywów netto funduszy sekurytyzacyjnych, ich udział w wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych zamkniętych od 2006 r. malał (wykres 18.). Wyjątek stanowi rok 2008, kiedy to udział aktywów netto funduszy sekurytyzacyjnych w rynku funduszy inwestycyjnych zamkniętych wzrósł z poziomu 6,27% do poziomu 7,39%. Na ten wynik wpłynęła głównie zła sytuacja na rynku funduszy inwestycyjnych, gdzie wartość aktywów netto

73 K. Gabryelczyk, *Alternatywne fundusze inwestycyjne*, [w:] A. Szelągowska (red.), *Współczesna bankowość inwestycyjna*, Warszawa 2009, s. 202.

74 S. Buczek, *Stan bieżący i perspektywy rozwoju funduszy nieruchomości w Polsce*, „Finansowanie Nieruchomości” 2006, nr 6, s. 37.

75 Udział wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych zamkniętych w wartości aktywów netto wszystkich funduszy inwestycyjnych (otwartych, specjalistycznych otwartych i zamkniętych).

76 *Aktywa Funduszy Inwestycyjnych*, <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10093> (27.10.2014).

77 T. Miziołek, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce pięć lat...*, s. 12.

Tabela 9. Wartość aktywów netto (w tys. zł) oraz udział (w %) poszczególnych rodzajów funduszy inwestycyjnych w rynku funduszy inwestycyjnych w latach 2005–2014

Rodzaj FI	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	VI 2014
FIO	53 792 764	84 686 824	110 007 412	53 138 545	65 752 935	76 410 614	64 256 793	80 732 158	84 407 907	86 392 371
Udział %	87,8%	85,7%	81,5%	71,6%	70,3%	65,8%	56,0%	55,4%	44,7%	42,6%
SFIO	4 385 068	7 353 873	14 790 878	9 565 945	12 994 843	20 196 888	18 744 981	19 284 500	33 217 299	36 336 197
Udział %	7,2%	7,4%	11,0%	12,9%	13,9%	17,4%	16,3%	13,2%	17,6%	17,9%
FIZ	3 110 127	6 797 253	10 224 738	11 496 059	14 846 955	19 521 343	31 648 664	45 813 393	71 364 800	80 017 729
Udział %	5,1%	6,9%	7,6%	15,5%	15,9%	16,8%	27,6%	31,4%	37,8%	39,5%
NS FIZ	95 897	523 929	640 997	850 052	923 899	727 955	1 758 718	2 214 002	2 750 245	3 283 092
Udział %	0,2%	0,5%	0,5%	1,1%	1,0%	0,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,6%
Ogółem	61 287 960	98 837 950	135 023 028	74 200 549	93 594 733	116 128 846	114 650 439	145 830 051	188 990 006	202 746 297

FI – Fundusze Inwestycyjne

FIO – Fundusze Inwestycyjne Otwarte

SFIO – Specjalistyczne Fundusze Inwestycyjne Otwarte

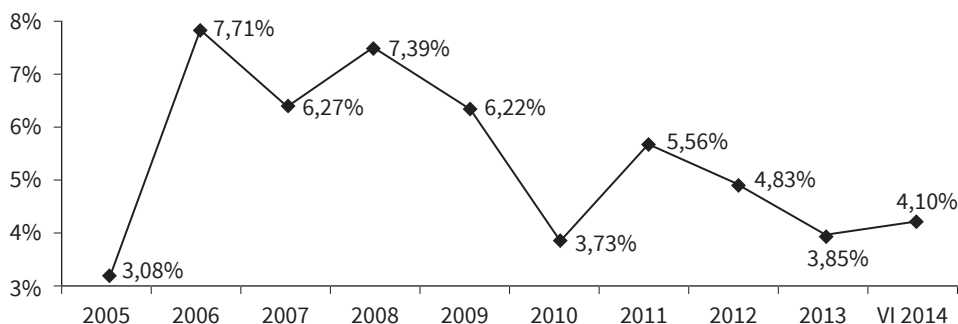
FIZ – Fundusze Inwestycyjne Zamknięte

NS FIZ – Niestandaryzowane Sekurytyzacyjne Fundusze Inwestycyjne Zamknięte

Źródło: obliczenia własne na podstawie *Aktywa Funduszy Inwestycyjnych*, <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10093> (27.10.2014).

spadła w ciągu roku o 45%. Fundusze inwestycyjne zamknięte obroniły się, osiągając 12-procentowy wzrost w stosunku do 2007 r. Dynamika funduszy sekurytyzacyjnych była w tym czasie najwyższa (32,6-procentowy przyrost wartości aktywów netto w stosunku do 2007 r.). Znaczny spadek udziału w rynku funduszy inwestycyjnych zamkniętych fundusze te zanotowały w 2010 r., co zostało jeszcze spotęgowane znacznym wzrostem aktywów pozostałych funduszy inwestycyjnych zamkniętych.

Wykres 18. Udział funduszy sekurytyzacyjnych w rynku funduszy inwestycyjnych zamkniętych w latach 2005–2014



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Aktywa Funduszy Inwestycyjnych*, <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10093> (27.10.2014).

3.2. Ramy prawne funkcjonowania funduszy sekurytyzacyjnych w Polsce

W Polsce istnieje konieczność wpasowania się sekurytyzacji i działalności funduszy sekurytyzacyjnych do regulacji już istniejących (do ram prawno-podatkowych). Pierwsza transakcja sekurytyzacyjna przeprowadzona w naszym kraju⁷⁸ była oparta na regulacjach zawartych w ustawie Kodeks cywilny⁷⁹. Nie uchwalono jeszcze odrębnej ustawy regulującej procesy sekurytyzacyjne. Wprawdzie poselski projekt ustawy o sekurytyzacji przygotowany został już w 2003 r., ale do tej pory nie został przyjęty⁸⁰.

78 Pierwsza transakcja sekurytyzacyjna przeprowadzona została w 1999 r. przez firmę Urtica Zaopatrzenie Farmaceutyczne SA (inicjator).

79 Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Dz. U., nr 16, poz. 93, art. 509–518 – przepisy o zmianie wierzyciela.

80 Poselski projekt ustawy o sekurytyzacji – Druk nr 2080 z dnia 23 lipca 2003 r., [http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/%28\\$vAllByUnid%29/BB669F9BA47FB-828C1256DBF002C3035/\\$file/2080.pdf](http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/%28$vAllByUnid%29/BB669F9BA47FB-828C1256DBF002C3035/$file/2080.pdf) (27.10.2014).

Jeszcze do niedawna czynnikiem, który hamował rozwój tej formy finansowania działalności był brak stosownych regulacji prawnych. Na przestrzeni kilku ostatnich lat, problem ten był stopniowo eliminowany poprzez wprowadzanie kolejnych przepisów regulujących procesy sekurytyzacyjne.

Podstawowymi regulacjami określającymi funkcjonowanie funduszy sekurytyzacyjnych są przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych wprowadzonej w życie 1 lipca 2004 r.⁸¹ Przed tą datą fundusze sekurytyzacyjne nie funkcjonowały na rynku polskim. Głównie ze względu na brak ram prawnych dotyczących prowadzenia działalności przez te podmioty. Sama sekurytyzacja, w bardzo niewielkim stopniu, była określona przepisami ustawy Prawo bankowe.

3.2.1. Ustawa o funduszach inwestycyjnych

Głównym celem ustawy o funduszach inwestycyjnych⁸² było dostosowanie polskich przepisów dotyczących działalności towarzystw funduszy inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych do dwóch dyrektyw unijnych⁸³: dyrektywy nr 2001/107/EC Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 stycznia 2002 r. zmieniającej dyrektywę Rady nr 85/611/EWG (dyrektywę UCITS) odnośnie działalności spółek zarządzających i uproszczonych prospektów oraz dyrektywy nr 2001/108/EC Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 stycznia 2002 r. zmieniającej dyrektywę UCITS w odniesieniu do inwestycji przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe⁸⁴.

Oprócz dostosowania przepisów do dyrektyw europejskich wprowadzono szereg rozwiązań będących odzwierciedleniem zmian zachodzących na polskim rynku finansowym. Jedną z istotnych zmian było zastąpienie trzech rodzajów funduszy emitujących certyfikaty inwestycyjne (funduszy inwestycyjnych zamkniętych, specjalistycznych funduszy in-

81 Szczególnie istotne w przypadku funduszy sekurytyzacyjnych są art. 183–195 oraz art. 326.

82 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 146, poz. 1546, z późn. zm.

83 K. Kruk, *Ewolucja rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce*, [w:] J. Czarecki, W. Misterka (red.), *Rynek finansowy. Instytucje i instrumenty*, Lublin 2008, s. 30.

84 T. Miziołek, *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce pięć lat...*, s. 1. Ostatnie zmiany zostały wprowadzone Dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/EC z 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS IV).

westycyjnych zamkniętych, mieszanych funduszy inwestycyjnych) jednym funduszem inwestycyjnym zamkniętym, który łączy w sobie cechy wszystkich trzech funduszy.

Projekt ustawy o funduszach inwestycyjnych skierowany do Sejmu w dniu 15 lipca 2003 r. zakładał również możliwość przyznania funduszom sekurytyzacyjnym uprawnienia do wystawiania sekurytyzacyjnych tytułów egzekucyjnych. Miało to służyć bardziej skutecznemu dochodzeniu należności z tytułu nabytych wierzytelności przez fundusz. Proponowane rozwiązania dotyczące sekurytyzacyjnego tytułu egzekucyjnego były analogiczne do rozwiązań przyjętych dla bankowego tytułu egzekucyjnego⁸⁵. W projekcie zakładano, że sekurytyzacyjny tytuł egzekucyjny powinien być wystawiany na podstawie ksiąg funduszu sekurytyzacyjnego i innych dokumentów związanych z nabyciem przez fundusz od banku-inicjatora wierzytelności wynikających z czynności bankowych. Tytuł ten, po nadaniu mu przez sąd klauzuli wykonalności, miał stanowić podstawę prowadzenia egzekucji przeciwko osobie będącej dłużnikiem sekurytyzowanej wierzytelności albo dłużnikiem z tytułu zabezpieczenia sekurytyzowanej wierzytelności⁸⁶.

Zgodnie z art. 326 projektu ustawy o funduszach inwestycyjnych, zawierającego szczególne regulacje dotyczące zasad przelewu wierzytelności banku z tytułu umów kredytu zawartych przed dniem wejścia w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych, tj. przed dniem 1 lipca 2004 r., bank nie był związany wymogiem uzyskania zgody na przelew wierzytelności na fundusz sekurytyzacyjny w przypadku niedotrzymania przez kredytobiorcę warunków udzielenia kredytu. W artykule tym określone zostały dodatkowe warunki, jakie muszą być spełnione, aby bank mógł przenieść wierzytelność na fundusz sekurytyzacyjny bez zgody dłużnika. Przepis ten miał na celu umożliwienie uwalniania z aktywów banku wierzytelności nieregularnie spłacanych. W toku prac legislacyjnych nad projektem ustawy o funduszach inwestycyjnych zapis dotyczący sekurytyzacyjnego tytułu egzekucyjnego został ostatecznie wykreślony. Pozostawiono natomiast art. 326 jako przepis przejściowy⁸⁷.

85 Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, Dz. U., nr 140, poz. 939, z późn. zm., art. 96–98.

86 Jeżeli osoba ta wyraziła zgodę na przelew wierzytelności przez bank i złożyła pisemne oświadczenie o poddaniu się egzekucji na rzecz banku krajowego, a roszczenie objęte tytułem wynika bezpośrednio z sekurytyzowanej wierzytelności lub jej zabezpieczenia.

87 Odpowiedź podsekretarza stanu Arkadiusza Huzarka na interpelację nr 7017 w sprawie ustawy Prawo bankowe, Warszawa 28.03.2007, <http://orka2.sejm.gov.pl/IZ5.nsf/main/4D86AB95> (22.10.2015).

Wprowadzone przepisy doprowadziły do sytuacji, w której przelew wierzytelności na fundusz sekurytyzacyjny, podlegający rozbudowanemu i rygorystycznemu nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, obłożony był większymi restrykcjami niż przelew wierzytelności w celu sekurytyzacji na podmiot emisyjny, o którym mowa w art. 92a ust. 3 ustawy Prawo bankowe, będący spółką prawa handlowego niepodlegającą kontroli administracyjnej⁸⁸. Takie ustawodawstwo nie sprzyjało rozwojowi technik sekurytyzacyjnych na rynku polskim.

Istotne zmiany dotyczące procesu sekurytyzacji wprowadzono ustawą z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy – Prawo bankowe oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym⁸⁹. Zmiany w ustawie o funduszach inwestycyjnych transponowały do polskiego porządku prawnego przepisy dwóch dyrektyw unijnych. Pierwsza to dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2004/39/WE z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniającej dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylającą dyrektywę Rady 93/22/EWG. Druga dyrektywa unijna to dyrektywa Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzającej środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy.

Skreślono przepis art. 326 ustawy o funduszach inwestycyjnych. Zmiana ta związana była z planowanym uregulowaniem w ustawie o funduszach inwestycyjnych sekurytyzacyjnego tytułu egzekucyjnego, który miał wzmocnić pozycję funduszu sekurytyzacyjnego w postępowaniu egzekucyjnym. Ustawa ta pociągnęła za sobą nowelizację ustawy Prawo bankowe, w części dotyczącej sekurytyzacji.

Innymi zmianami w ustawie o funduszach inwestycyjnych mającymi na celu usprawnianie procesu sekurytyzacji z wykorzystaniem funduszy sekurytyzacyjnych były:

- możliwość zlecenia podmiotom zewnętrznym zarządzania sekurytyzowanymi wierzytelnościami znajdującymi się w portfelu inwestycyjnym funduszy sekurytyzacyjnych;
- licencjonowanie podmiotów, które będą wykonywać usługi zarządzania sekurytyzowanymi wierzytelnościami⁹⁰,

88 *Ibidem*.

89 Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy – Prawo bankowe oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz. U., nr 231, poz. 1546, z późn. zm.

90 Pierwszą w Polsce zgodę KNF na zarządzanie sekurytyzowanymi wierzytelnościami funduszu sekurytyzacyjnego uzyskała firma BEST S.A.

- możliwość tworzenia subfunduszy przez niestandardyzowane fundusze sekurytyzacyjne⁹¹;
- umożliwienie włączenia w pulę sekurytyzowanych wierzytelności również wierzytelności nieprzynoszących regularnego dopływu kapitału w momencie nabycia⁹².

3.2.2. Ustawa Prawo bankowe

W ustawie Prawo bankowe (w nowelizacji tej ustawy z 1 kwietnia 2004 r.)⁹³ skupiono się głównie na aspekcie przenoszenia jednolitych rodzajowo wierzytelności przez banki na emitentów papierów wartościowych, którymi w procesie sekurytyzacji są spółki specjalnego przeznaczenia. Zapewniono również niezależność kapitałową i organizacyjną SPV i banku – inicjatora transakcji, dzięki czemu ryzyko wynikające z emitowanych papierów wartościowych zostało oddzielone od ryzyka banku.

W art. 92a ustawy Prawo bankowe uregulowano kwestie przeniesienia wierzytelności w drodze cesji wierzytelności i subpartycypacji. Istotne jest, że bank może zawrzeć umowę o subpartycypację tylko z towarzystwem funduszy inwestycyjnych tworzącym fundusz sekurytyzacyjny albo funduszem sekurytyzacyjnym. Natomiast umowę przelewu wierzytelności bank może zawrzeć również z niebędącą towarzystwem funduszy inwestycyjnych tworzącym fundusz sekurytyzacyjny albo funduszem sekurytyzacyjnym, spółką kapitałową (podmiotem emisyjnym) w celu emisji przez ten podmiot papierów wartościowych, których zabezpieczenie stanowią sekurytyzowane wierzytelności.

Ponadto art. 92a nakładał na bank-inicjatora zakaz wykonywania czynności, które wiązałyby się z bezpośrednimi inwestycjami w fundusz, czyli przede wszystkim nabywania wierzytelności, które uprzednio bank przeniósł na SPV, inwestowania w certyfikaty inwestycyjne emitowane na podstawie wierzytelności przeniesionych przez ten bank. Zapis ten został skreślony⁹⁴.

91 Początkowo tylko standaryzowane fundusze sekurytyzacyjne mogły tworzyć subfundusze.

92 Jednocześnie zastrzeżono, że co najmniej 75% wierzytelności z grupy musi przynosić regularny dopływ kapitału.

93 Ustawa z dnia 1 kwietnia 2004 r. o zmianie ustawy – Prawo bankowe oraz o zmianie innych ustaw, Dz. U., nr 91, poz. 870, z późn. zm.

94 Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy – Prawo bankowe oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz. U., nr 231, poz. 1546, z późn. zm.

Uchyłono również zapis art. 92c⁹⁵ nakładający na bank-inicjatora obowiązek uzyskania zgody dłużnika, w przypadku przelewu przez bank wierzytelności na towarzystwo funduszy inwestycyjnych tworzące fundusz sekurytyzacyjny albo fundusz sekurytyzacyjny oraz wymóg złożenia przez dłużnika oświadczenia o poddaniu się egzekucji na rzecz funduszu, który nabędzie wierzytelność. Wymagana była zgoda dłużnika w formie pisemnej pod rygorem nieważności⁹⁶.

W ustawie Prawo bankowe uregulowana jest też kwestia tajemnicy bankowej. Obowiązek zachowania tajemnicy bankowej zniesiono dla przypadków, w których⁹⁷:

- udzielenie informacji objętych tajemnicą bankową jest niezbędne do zawarcia i wykonania umów przelewu wierzytelności oraz umów o subpartycypację zawartych przez bank z towarzystwem funduszy inwestycyjnych tworzącym fundusz sekurytyzacyjny lub funduszem sekurytyzacyjnym, jak i umów z nimi związanych (o nadanie oceny ratingowej sekurytyzowanym wierzytelnościom; ubezpieczenia od ryzyka niewypłacalności dłużników sekurytyzowanych wierzytelności);
- udzielenie informacji objętych tajemnicą bankową jest niezbędne do zawarcia i wykonania umów z emitentem (będącym spółką kapitałową) oraz związanych z nimi umów (o nadanie oceny ratingowej sekurytyzowanym wierzytelnościom; obsługę sekurytyzowanych wierzytelności; organizację i przeprowadzenie emisji papierów wartościowych; ubezpieczenie od ryzyka niewypłacalności dłużników sekurytyzowanych wierzytelności).

3.2.3. Pozostałe akty prawne

Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych⁹⁸

Fundusze inwestycyjne działające na podstawie przepisów ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych⁹⁹, w tym fundusze sekurytyzacyjne, zwolnione są z podatku dochodowego. W praktyce oznacza to, że podatek dochodowy nie obciąża bezpośrednio aktywów funduszu.

95 *Ibidem*.

96 *Odpowiedź podsekretarza stanu Arkadiusza Huzarka na interpelację nr 7017...*

97 Ustawa z dnia 1 kwietnia 2004 r. o zmianie ustawy – Prawo bankowe oraz o zmianie innych ustaw, Dz. U., nr 91, poz. 870, z późn. zm.

98 Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, Dz. U., nr 21, poz. 86, z późn. zm.

99 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 146, poz. 1546, z późn. zm.

Art. 12 ust. 4 pkt. 15 lit. c mówi, że do przychodów nie zalicza się przychodów ze zbycia towarzystwu funduszy inwestycyjnych tworzącemu fundusz sekurytyzacyjny albo funduszowi sekurytyzacyjnemu wierzytelności z tytułu kredytów (pożyczek) – do wysokości niespłaconej części udzielonych kredytów (pożyczek)¹⁰⁰.

Natomiast kosztem uzyskania przychodu jest strata ze zbycia funduszowi sekurytyzacyjnemu albo towarzystwu funduszy inwestycyjnych tworzącemu fundusz sekurytyzacyjny wierzytelności z tytułu kredytów (pożyczek), stanowiąca różnicę pomiędzy kwotą uzyskaną ze zbycia a wartością wierzytelności z tytułu kredytów (pożyczek) – do wysokości uprzednio utworzonej na tę część wierzytelności rezerwy¹⁰¹. Budzącym kontrowersje jest fakt, że takiego odliczenia nie można dokonać przy przelewie wierzytelności do SPV w formie spółki kapitałowej.

Do kosztów uzyskania przychodu zalicza się również, objęte umową o subpartycypację, przekazane funduszowi sekurytyzacyjnemu albo towarzystwu funduszy inwestycyjnych tworzącemu fundusz sekurytyzacyjny¹⁰²:

- pożytki z sekurytyzowanych wierzytelności,
- kwoty główne z sekurytyzowanych wierzytelności,
- kwoty uzyskane z tytułu realizacji zabezpieczeń sekurytyzowanych wierzytelności.

Przepisy nie mówią jak alokować cenę sprzedaży między przychody ze zbycia wierzytelności a przychody z odsetek. Ponadto wątpliwości budzi sposób opodatkowania odsetek skapitalizowanych.

W przypadku sprzedaży wierzytelności w trybie kodeksu cywilnego lub w trybie publicznym banki nie mają przywilejów podatkowych. W związku z tym, w odróżnieniu od transakcji sekurytyzacyjnych, proces ten nie jest podatkowo korzystny.

Rozporządzenie Ministra Finansów z 24 grudnia 2007 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych¹⁰³

Fundusze sekurytyzacyjne podlegają obowiązkowi sporządzania i publikowania takich sprawozdań finansowych jak: wprowadzenie do sprawozdania finansowego, zestawienie lokat, bilans, rachunek wyniku z operacji,

100 Przepisu art. 12, ust. 4, pkt. 15 lit. c nie stosuje się do otrzymanych kwot spłat kredytów (pożyczek), nieprzekazanych funduszowi sekurytyzacyjnemu albo towarzystwu funduszy inwestycyjnych tworzącemu fundusz sekurytyzacyjny – po upływie 5 dni roboczych od dnia wymagalności ich przekazania. Art. 12, ust. 9.

101 Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, Dz. U., nr 21, poz. 86, z późn. zm., art. 15, ust. 1h, pkt. 2.

102 *Ibidem*, pkt. 3.

103 Rozporządzenie Ministra Finansów z 24 grudnia 2007 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych, Dz. U., nr 249, poz. 1859, z późn. zm.

zestawienie zmian w aktywach netto, rachunek przepływów pieniężnych, informacja dodatkowa. Sprawozdania te podlegają badaniu, a w przypadku półrocznych sprawozdań, przeglądowi przez biegłego rewidenta¹⁰⁴.

Wszystkie fundusze inwestycyjne, w tym sekurytyzacyjne, są zobowiązane ogłaszać, w sposób ustalony w statucie, wartość aktywów netto na jednostkę uczestnictwa lub certyfikat inwestycyjny oraz cenę zbywania i odkupywania jednostek uczestnictwa.

Uchwała Nr 76/2010 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 10 marca 2010 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka¹⁰⁵

Załącznik nr 18 do uchwały nr 76/2010 KNF określa sposoby obliczania kwot ekspozycji ważonych ryzykiem w przypadku sekurytyzacji aktywów. Uchwała ta dotyczy programów sekurytyzacyjnych z udziałem banków. Podmioty te bowiem zobowiązane są do obliczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka.

Wspomniany załącznik do uchwały KNF określa m.in. sposób postępowania, w przypadku, gdy istotna część ryzyka kredytowego związanego z ekspozycjami sekurytyzowanymi została przeniesiona z banku inicjującego na inny podmiot. Zgodnie z § 20 bank inicjujący może:

- w przypadku sekurytyzacji tradycyjnej, wyłączyć ekspozycje, które poddano sekurytyzacji z obliczeń kwot ekspozycji ważonych ryzykiem oraz, w stosownych przypadkach, kwot oczekiwanych strat;
- w przypadku sekurytyzacji syntetycznej, obliczać w stosunku do ekspozycji sekurytyzowanych kwoty ekspozycji ważonych ryzykiem oraz, w stosownych przypadkach, kwoty oczekiwanych strat.

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych¹⁰⁶

Fundusze sekurytyzacyjne zobowiązane są do publikowania prospektu emisyjnego/memorandum informacyjnego zawierającego szczegółowe zasady emisji papierów wartościowych, ich zabezpieczenia oraz

104 D. Dawidowicz, *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, typy, metody pomiaru i ocena efektywności*, Warszawa 2008, s. 15.

105 Dz. Urz. KNF, nr 2, poz. 11, ze zm. (Załącznik nr 18 – *Obliczanie kwot ekspozycji ważonych ryzykiem w przypadku sekurytyzacji aktywów*). Uchwała ta zastąpiła uchwałę nr 380/2008 KNF z dnia 17 grudnia 2008 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych, Dz. Urz. KNF z 2008 r., nr 8, poz. 34.

106 Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz. U., nr 184, poz. 1539, z późn. zm.

nabywania i wykupu. Sposób publikacji oraz treść określają przepisy ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.

Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny¹⁰⁷

Przeniesienie wierzytelności jest uregulowane w Kodeksie Cywilnym. Art. 509 Kodeksu Cywilnego mówi, że wierzyciel może bez zgody dłużnika przenieść wierzytelność na osobę trzecią. Wyjątkiem są sytuacje, w których:

- zakazuje tego przepis ustawy;
- przeniesienie wierzytelności sprzeciwia się właściwości zobowiązania;
- zakazuje tego umowa.

Przepisy podatkowe budzące wątpliwości interpretacyjne

Sekurytyzacja jest transakcją złożoną, a interpretacja przepisów podatkowych w odniesieniu do niektórych jej etapów może budzić kontrowersje. Obecnie obowiązujące polskie przepisy podatkowe nie sprzyjają rozwojowi sekurytyzacji. W przypadku transakcji realizowanych z funduszami sekurytyzacyjnymi, a także sekurytyzacji subpartycypacyjnej, istnieje niepewność co do jej skutków finansowych i podatkowych.

Problem dotyczy między innymi podatku VAT oraz podatku od czynności cywilno-prawnych¹⁰⁸ (1% wartości transakcji). Instytucje finansowe płacą podatek VAT, natomiast niefinansowe są zwolnione od podatku VAT¹⁰⁹ lecz są zobligowane do uiszczania podatku od czynności cywilno-prawnych. Obowiązujące przepisy nie umożliwiają jednoznacznej identyfikacji podmiotu świadczącego usługę¹¹⁰. Przyjmuje się, że w momencie przelewu wierzytelności podmiot nabywający je jest podmiotem świadczącym usługę pośrednictwa finansowego. Usługa ta polega na dostarczeniu finansowania podmiotowi zbywającemu wierzytelność. Usługi pośrednictwa finansowego, co do zasady, podlegają zwolnieniu z VAT, ale z wyłączeniem faktoringu i usług ściągania oraz windykacji długów. W przypadku transakcji sekurytyzacji występuje

107 Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Dz. U., nr 16, poz. 93, z późn. zm.

108 J. Fiszer, *Nieco o podatku od czynności cywilnoprawnych*, „Gazeta Prawna”, 4.04.2005, s. 2; idem, *Opodatkowanie obrotu wierzytelnościami – rozwiązanie wskazał WSA*, „Gazeta Prawna”, 17.07.2007.

109 *At a Glance: Securitisation in Poland: Some Legal Issues*, April 2009, Mayer Brown LLP (10.03.2010), s. 3.

110 Wynika to z braku określenia, czym jest transfer wierzytelności.

problem z określeniem czy jest to przelew wierzytelności, czy faktoring bez regresu. Zwolnienie lub objęcie VAT-em tej czynności zależy więc od interpretacji przepisu przez urząd skarbowy¹¹¹.

Również zarządzanie przez bank wierzytelnościami sprzedanymi do funduszu sekurytyzacyjnego budzi wątpliwości związane z obowiązkiem podatkowym. W jednej z interpretacji art. 43 ust. 1 pkt. 12 ustawy z dnia 11 marca 2004 r. o podatku od towarów i usług¹¹² Dyrektor Izby Skarbowej w Warszawie działając w imieniu Ministra Finansów stwierdził, że świadczone przez bank na rzecz funduszu sekurytyzacyjnego usługi zarządzania wierzytelnościami zbytymi przez bank na rzecz funduszu sekurytyzacyjnego są zwolnione z opodatkowania podatkiem VAT. Na podstawie umowy zawartej z funduszem sekurytyzacyjnym bank może świadczyć na rzecz tego funduszu usługi zarządzania zbytymi wierzytelnościami. W ramach tego zarządzania bank może wykonywać na rzecz funduszu czynności takie jak¹¹³:

- przyjmowanie na rzecz funduszu sekurytyzacyjnego wpłat od dłużników nabytych przez fundusz wierzytelności i ich przekazywanie na rachunek funduszu;
- naliczanie odsetek, kar i innych świadczeń należnych funduszowi w przypadku niedokonania przez dłużnika płatności w ustalonym terminie;
- prowadzenie i dokonywanie na bieżąco odpowiednich zmian w dokumentacji związanej z nabytymi przez fundusz sekurytyzacyjny wierzytelnościami, w tym administrowanie danymi klientów i ich aktualizacja;
- monitorowanie kondycji finansowej dłużników nabytych przez fundusz sekurytyzacyjny wierzytelności;
- prowadzenie monitoringu spłat wierzytelności nabytych przez fundusz sekurytyzacyjny i podejmowanie odpowiednich czynności mających doprowadzić do spłaty tych wierzytelności;

111 Z. Krysiak, B. Meluch, *Wymogi dla transakcji sekurytyzacyjnych – oczekiwane podejście Unii Europejskiej i bariery prawne w Polsce*, „Finansowanie Nieruchomości” 2006, nr 3 (6), s. 60.

112 Ustawa z dnia 11 marca 2004 r. o podatku od towarów i usług, Dz. U., nr 54, poz. 535, z późn. zm.

113 *Interpretacja podatkowa Dyrektora Izby Skarbowej w Warszawie działającego w imieniu Ministra Finansów sporządzona na wniosek banku z dnia 11 lutego 2010 r.*, http://interpretacja-podatkowa.pl/interpretacja/pokaz/1-_podatek-od-towarow-i-uslug-oraz-podatek-akcyzowy_/16-przepisy-ogolne/46-przedmiot-opodatkowania/195-zwolnienia/264-zwolnienie-od-podatku/141322-administrowanie-administrowanie-wierzytelnościami-fundusz-fundusz-inwestycyjny-fundusz-sekurytyzacyjny-zarządzanie-zwolnienia-podatkowe.html (22.10.2015).

- prowadzenie korespondencji z dłużnikami mającej na celu wyjaśnienie braku spłaty wierzytelności w terminie, poprzez kontakt z dłużnikami oraz sporządzanie i wysyłanie dłużnikom monitów oraz wezwań do zapłaty;
- negocjowanie i ustalanie z dłużnikami warunków spłaty ich wierzytelności wobec funduszu sekurytyzacyjnego w przypadku niewywiązywania się przez dłużników z ich obowiązków w ustalonych terminach;
- podejmowanie innych, przewidzianych prawem czynności mających na celu odzyskanie wierzytelności funduszu sekurytyzacyjnego, w tym występowanie na podstawie uzyskanego pełnomocnictwa, w imieniu funduszu sekurytyzacyjnego na drogę sądową oraz kierowanie należnych funduszowi wierzytelności na drogę egzekucji komorniczej;
- sporządzanie i przedstawianie funduszowi sekurytyzacyjnemu w ustalonych terminach sprawozdań z czynności wykonywanych przez bank w ramach zarządzania wierzytelnościami funduszu.

Opracowanie właściwego sposobu obsługi transakcji przez SPV zapewnia rozwiązanie części problemów fiskalnych związanych z sekurytyzacją. Oczywiście nie wyklucza to nadal istniejącej potrzeby wprowadzenia ustawowej regulacji w odniesieniu do fiskalnych aspektów sekurytyzacji.

3.3. Fundusze sekurytyzacyjne w Polsce

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 Giełd¹¹⁴ wydała zgodę na utworzenie pierwszych 4 niestandaryzowanych funduszy sekurytyzacyjnych:

- Prokura NS FIZ;
- S-Collect FIZ NFS;
- Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ;
- BEST I NS FIZ.

W tabeli 10. przedstawiono dane dotyczące liczby funduszy sekurytyzacyjnych w poszczególnych latach, zarówno nowo zarejestrowanych, jak i wykreślonych z rejestru oraz ich stan na koniec każdego roku.

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

Tabela 10. Liczba funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2015 (stan na koniec okresu)

Rok	Liczba nowozarejestrowanych funduszy sekurytyzacyjnych	Liczba funduszy, które zakończyły działalność w danym okresie	Liczba funkcjonujących funduszy na koniec okresu
2005	4	-	4
2006	5	-	9
2007	7	-	16
2008	5	-	21
2009	1	2	20
2010	0	-	20
2011	9	-	29
2012	14	2	41
2013	17	2	56
2014	15	2	69
2015*	16	4	81

* Dane do 20 października 2015 r.

Źródło: dane KNF.

Pierwszą transakcję przeniesienia wierzytelności na fundusz sekurytyzacyjny (S-Collect FIZ NFS) 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 zł¹¹⁵.

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 niestandardyzowany. Fundusze sekurytyzacyjne standaryzowane, z racji obowiązujących ograniczeń ustawowych w zakresie konstrukcji funduszu, postrzegane są jako mniej elastyczne, zwłaszcza w obszarze kreacji portfela inwestycyjnego.

Większość obecnie działających funduszy sekurytyzacyjnych została utworzona przez firmy windykacyjne lub grupy kapitałowe z nimi powiązane. W przypadku pozostałych funduszy TFI zarządzające nimi zlecają zarządzanie portfelem inwestycyjnym wyspecjalizowanym firmom

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

windykacyjnym. Firmy windykacyjne odgrywają dużą rolę w działalności funduszy. Te 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 S.A. (Prokura NS FIZ, Prokulus NS FIZ), Best S.A. (BEST I NS FIZ, BEST II NS FIZ, BEST III NS FIZ), Ultimo S.A. (Ultimo NS FIZ), UC Financial Services Sp. z o.o. (Fincrea I FIZ NFS), CROSS FINANCE Sp. z o.o. (Plejada Wierzytelności I FIZ NFS). Ponadto fundusze sekurytyzacyjne mają w swojej ofercie następujące towarzystwa funduszy inwestycyjnych: AgioFunds TFI S.A., ALTUS TFI S.A., BEST TFI S.A., BPS TFI S.A., Copernicus Capital TFI S.A., Eques Investment TFI S.A., FINCREA TFI S.A., Forum TFI S.A., GO TFI S.A., Intrum Justitia TFI S.A., Ipopema TFI S.A., KRUK TFI S.A., Mebis TFI S.A., Noble Funds TFI S.A., Open Finance TFI S.A., Opera TFI S.A., SKARBIEC TFI S.A., TFI Allianz Polska S.A., TFI BDM S.A., Trigon TFI S.A., Warsaw Equity TFI S.A. Najaktywniejszym podmiotem jest Forum TFI S.A., który zarządza obecnie 10 funduszami sekurytyzacyjnymi¹¹⁶.

Niepubliczny charakter funduszy sekurytyzacyjnych powoduje, że informacje o transakcjach przeprowadzanych przez te fundusze w większości są niejawnie. 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, co zostanie zaprezentowane w dalszej części rozdziału.

31 października 2014 r. 21 Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych (w tym 20 krajowych) zarządzało 64 funduszami sekurytyzacyjnymi (w tym 62 krajowymi)¹¹⁷. Z danych Izby Zarządzającej Funduszami i Aktywami wynika, że w 39 funduszach sekurytyzacyjnych zgromadzono aktywa netto o wartości 3 606 mln zł (tabela 11.). Wśród tych funduszy są 3 fundusze podstawowe z funduszami powiązanymi (konstrukcja *Master/Feeder*¹¹⁸).

116 W tym jeden jest obecnie w likwidacji.

117 Z czego 3 fundusze sekurytyzacyjne są obecnie w likwidacji. *Towarzystwa i Fundusze Inwestycyjne*, KNF, http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/PODMIOTY_ryнку/Podmioty_ryнку_kapitałowego/Wykaz_TFI_i_FI_HTML.html (27.10.2014).

118 Przykładem jest EGB Podstawowy NS FIZ – jest to fundusz podstawowy 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 są oferowane certyfikaty inwestycyjne funduszu powiązanych. *Rejestracja funduszu sekurytyzacyjnego*, EGB Investments SA, <http://www.egb.pl/firma-windykacyjna/wydarzenia/?id=145&year=2006> (27.10.2014).

Tabela 11. Fundusze sekurytyzacyjne¹¹⁹ w Polsce i ich aktywa netto (w zł) na dzień 31 października 2014 r.

Lp.	Nazwa Funduszu	TFI	Obszar	Aktywa netto	Zmiana wartości aktywów netto*
1	AGIO Wierzytelności NS FIZ	AgioFunds TFI	Krajowe	60 389 535	42,0%
2	AGIO Wierzytelności PLUS NS FIZ	AgioFunds TFI	Krajowe	108 445 693	694,4%
3	Altus NS FIZ Wierzytelności	Altus TFI	Krajowe	4 979 659	
4	BEST I NS FIZ	BEST TFI S.A.	Krajowe	131 282 891	32,4%
5	BEST II NS FIZ	BEST TFI S.A.	Krajowe	95 498 333	-2,1%
6	BEST III NS FIZ	BEST TFI S.A.	Krajowe	196 554 234	4,8%
7	CCTFI_NSFIZ**	Copernicus Capital TFI S.A.	Krajowe	560 513 963	-2,5%
8	CORPUS IURIS NS FIZ	Ipopema TFI S.A.	Zagraniczne	37 941 366	-3,2%
9	Debito NS FIZ	Noble Funds TFI S.A.	Krajowe	70 098 697	-5,8%
10	easyDEBT NS FIZ	Open Finance TFI S.A.	Krajowe	174 191 363	94,8%
11	EGB Podstawowy NS FIZ	SKARBIEC TFI S.A.	Krajowe	50 024 198	-18,4%
12	EQUES Creditum FIZ NFS	EQUES Investment TFI S.A.	Krajowe	849 964	
13	EQUES DEBITUM FIZ NFS	EQUES Investment TFI S.A.	Krajowe	200 789 563	212,2%
14	EQUES DEBITUM 2 FIZ NFS	EQUES Investment TFI S.A.	Krajowe	8 746 410	8669,4%
15	Forum TFI zbiorczo NSFIZ***	Forum TFI S.A.	Krajowe	689 912 587	
16	Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS	Intrum Justitia TFI S.A.	Krajowe	401 608 604	-2,7%
17	IPOPEMA 101 NS FIZ	Ipopema TFI S.A.	Zagraniczne	227 798	
18	Kredyt Inkaso I NS FIZ	TFI Allianz Polska S.A.	Krajowe	191 687 816	-41,9%

119 W pracy zostały zastosowane skrócone nazwy funduszy sekurytyzacyjnych: NS FIZ – Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty, FIZ NFS – Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny.

Lp.	Nazwa Funduszu	TFI	Obszar	Aktywa netto	Zmiana wartości aktywów netto*
19	Kredyt Inkaso II NS FIZ	TFI Allianz Polska S.A.	Krajowe	97 319 953	-4,9%
20	Omega Wierzytelności NSFIZ	Altus TFI S.A.	Krajowe	194 253	
21	Open Finance Wierzytelności Detalicznych NS FIZ	Open Finance TFI S.A.	Krajowe	408 196 138	
22	Open Finance Wierzytelności NS FIZ	Open Finance TFI S.A.	Krajowe	49 765	
23	OPUS NS FIZ	AgioFunds TFI	Krajowe	38 006 679	
24	Plejada Wierzytelności 1 FIZ NFS	EQUES Investment TFI S.A.	Krajowe	12 357 808	-44,0%
25	REVENUE NS FIZ	Opera TFI S.A.	Krajowe	16 874 376	4892,4%
26	Universe NS FIZ	Altus TFI S.A.	Krajowe	49 751 814	

* Tempo zmian wartości aktywów netto funduszy sekurytyzacyjnych (rok 2014 do 2013).

** Copernicus Capital TFI S.A. przekazuje dane łączne dla 7 funduszy sekurytyzacyjnych, którymi zarządza.

*** Forum TFI S.A. przekazuje dane łączne dla 8 funduszy sekurytyzacyjnych, którymi zarządza.

Źródło: dane KNF¹²⁰ oraz IZFiA¹²¹.

120 *Towarzystwa i Fundusze Inwestycyjne*, http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/PODMIOTY_ryнку/ Podmioty_ryнку_kapitałowego/Wykaz_TFI_i_FI_HTML.html (27.10.2014).

121 *Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami* <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10093> (27.10.2014). IZFiA powołano w październiku 2004 r., po wprowadzeniu w życie nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r. Ustawa ta przewiduje możliwość powołania Izby jako organizacji branżowej Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych. IZFiA jako organizacja branżowa ma możliwości prawne i formalne uczestniczenia w procesach legislacyjnych. IZFiA przejęła dorobek niematerialny oraz dotychczasową działalność Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce. Cele statutowe IZFiA to: reprezentowanie środowiska, wspieranie rozwoju rynku, upowszechnianie wiedzy dotyczącej gospodarki oraz funkcjonowania różnych form zarządzania aktywami, wyznaczanie standardów wewnętrznych działalności Członków, integracja środowiska podmiotów zajmujących się zarządzaniem aktywami – zarówno towarzystw funduszy inwestycyjnych, jak i firm *asset management*. IZFiA monitoruje prawo regulujące działalność branży, opiniuje projekty ustaw, zgłasza opinie i postulaty środowiska, przygotowuje ekspertyzy. Głównym celem działań IZFiA jest tworzenie warunków dalszego rozwoju rynku zarządzania aktywami w Polsce w taki sposób, aby polskie produkty finansowe były konkurencyjne na wspólnym rynku europejskim. Proces przejmowania działalności Stowarzyszenia przez IZFiA trwał do kwietnia 2005 r. Rok 2005 był pierwszym rokiem działalności IZFiA. *Pięć lat Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami*, Warszawa 2009, s. 1.

Aktywa netto niestandardyzowanych funduszy sekurytyzacyjnych w październiku 2014 r. wzrosły o 1 394 mln zł (w stosunku analogicznego miesiąca roku 2013), co daje 63-procentowy wzrost aktywów. W rzeczywistości należy rozpatrywać wartość aktywów netto w tych okresach bez aktywów funduszy zarządzanych przez Forum TFI S.A., ponieważ brakuje danych z tego TFI za październik 2013 r. Pomijając wspomniane aktywa (690 mln zł), różnica między październikiem 2014 r. a październikiem 2013 r. wynosi 705 mln zł i stanowi 32-procentowy wzrost.

Na tle całego sektora funduszy inwestycyjnych, wzrost wartości aktywów netto funduszy sekurytyzacyjnych o 32% prezentuje się dobrze – rynek funduszy inwestycyjnych w 2014 r. (do czerwca) zanotował 7-procentowy wzrost aktywów netto (przyrost aktywów netto funduszy inwestycyjnych wyniósł ok. 14 mld zł)¹²². W 2009 r. sytuacja funduszy sekurytyzacyjnych na tle sektora również prezentowała się słabo (tabela 12.) – 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.¹²³, a w 2010 r. osiągnął poziom 0,6%¹²⁴.

Od momentu pojawienia się w polskim prawie przepisów dotyczących funduszy sekurytyzacyjnych minęło ponad 10 lat. W tym czasie fundusze sekurytyzacyjne stały się jedną z prężnie rozwijających się form funduszy inwestycyjnych zamkniętych.

Według danych EFAMA¹²⁵ Polska zajmuje drugie miejsce w Europie pod względem liczby funkcjonujących funduszy sekurytyzacyjnych (wy-

122 Jest to najlepszy wynik rynku funduszy inwestycyjnych od momentu wybuchu kryzysu, czyli od roku 2007. Na tak korzystną sytuację funduszy inwestycyjnych wpłynął 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 r.*, Raport IZFiA, 17.02.2011, s. 3–4.

123 *Aktywa funduszy inwestycyjnych. Grudzień 2009*, Wspólny raport Analiz Online oraz Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, 8.01.2010, s. 1.

124 *Aktywa funduszy inwestycyjnych*, IZFiA, <http://www.izfa.pl/pl/index.php?id=10093> (27.10.2014).

125 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 (12.01.2011).

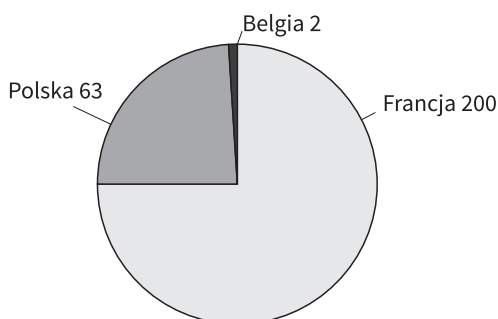
kres 19.) i pod względem wartości aktywów zgromadzonych w funduszach sekurytyzacyjnych (wykres 20.).

Tabela 12. Aktywa netto poszczególnych funduszy inwestycyjnych (w mln zł) i ich udział w rynku (w %)

Rodzaj funduszu	Aktywa netto		Dynamika	Udział w rynku FI	
	XII 2009	XII 2009		XII 2008	XII 2008
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%

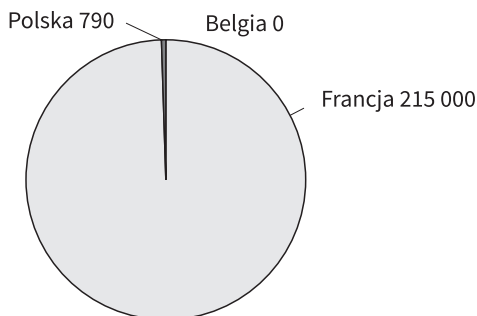
Źródło: Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, *Raport 2009*, s. 9, http://www.izfa.pl/files_user/rap_mies/raporty%20roczne/2010-06-01%20Raport%20Roczny%20IZFA%20-%202009%20rok.pdf (27.10.2014).

Wykres 19. Struktura europejskiego rynku funduszy sekurytyzacyjnych (liczba funduszy w I półroczu 2014 r.)



Źródło: dane EFAMA i KNF.

Wykres 20. Wartość aktywów netto europejskich funduszy sekurytyzacyjnych w mln euro (I poł. 2014 r.)



Źródło: dane EFAMA (http://www.izfa.pl/files_user/_CATALOG01/2014/Q2/EFAMA%20Statistics%20Parts%201&2%20Q2%202014.xls 27.10.2014).

Wyniki funduszy sekurytyzacyjnych, które przedstawiono w tabeli 13., wskazują na dużą rozpiętość stóp zwrotu. Trudno 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 NS FIZ (ponad 460%) a następnie GPM Vindexus NS FIZ (ponad 260%). W krótkim czasie najlepiej prezentowały się wyniki funduszu Prokulus NS FIZ (stopa zwrotu ok. 54%) a najgorszy wynik osiągnął fundusz Debito (stopa zwrotu ok. -142%)¹²⁶.

Tabela 13. Wyniki funduszy sekurytyzacyjnych¹²⁷

Nazwa funduszu	Data wyceny	Wartość jednostki netto	Waluta	Stopy zwrotu				
				1M	3M	6M	12M	36M
Kredyt Inkaso I NS FIZ	2010-09-30	286 267,14	PLN	131,21	131,21	117,82	113,06	60,96
BEST I NS FIZ	2010-09-30	1,21	PLN	-12,32	-11,68	-9,70	-10,37	1,68
BEST II NS FIZ	2010-12-31	1,74	PLN	0,58	0,58	10,13	37,01	
BISON NS FIZ	2010-08-31	2,73	PLN	1,87	0,00	5,00	7,48	101,10

¹²⁶ <http://www.notowania.pb.pl/fundtable/300/fundusze-sekurytyzacyjne-uniwersalne> (4.05.2011).

¹²⁷ Dane na dzień 31.12.2010 r. dla funduszy sekurytyzacyjnych, które upubliczniają swoje wyceny.

Nazwa funduszu	Data wyceny	Wartość jednostki netto	Waluta	Stopy zwrotu				
				1M	3M	6M	12M	36M
Debito NS FIZ	2009-11-06	0,05	PLN	-141,67	-141,67	400,00	-90,91	
Electus NS FIZ	2010-12-31	144 348,77	PLN	-3,70	-3,70	32,22	10,88	
GPM Vindexus NS FIZ	2010-12-31	664 233,80	PLN	-7,14	-7,14	130,57	125,10	261,75
Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS	2010-12-31	182 334,87	PLN	16,19	16,19	13,52	-0,01	20,84
Plejada Wierzytelności 1FIZ NFS	2009-03-31	3 096,93	PLN	-15,44	-15,44	-22,23	-27,83	
Prokulus NS FIZ	2010-09-30	1,40	PLN	53,85	53,85	8,53	-32,37	133,33
Prokura NS FIZ	2010-09-30	6,03	PLN	8,26	8,26	29,96	34,60	463,55
Ultimo NS FIZ	2010-09-30	214 681,52	PLN	3,73	6,73	11,83	37,20	64,20
VPF I NS FIZ	2010-09-30	0,33	PLN	-19,51	-21,43	-26,67	50,00	
VPF II NS FIZ	2010-09-30	0,31	PLN	-13,89	-31,11	-45,61	-59,21	
VPF III NS FIZ	2010-09-30	1,98	PLN	5,32	7,03	7,03	15,79	104,12

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

W dalszej części rozdziału zostaną scharakteryzowane wybrane fundusze sekurytyzacyjne działające na rynku polskim: fundusze S-Collect i Prokura, będące najstarszymi funduszami sekurytyzacyjnymi działającymi w Polsce, fundusz EGB Podstawowy, który jako pierwszy fundusz inwestycyjny został utworzony według konstrukcji *Master/Feeder* oraz Intrum Justitia Debt Fund 1 zajmujący się sekurytyzacją wierzytelności nie tylko bankowych.

3.3.1. Fundusz S-Collect

Fundusz S-Collect FIZ NFS jest pierwszym funduszem sekurytyzacyjnym na rynku polskim. 16 maja 2005 r. PKO/CREDIT SUISSE TFI S.A. otrzymało zgodę na utworzenie funduszu sekurytyzacyjnego pod nazwą S-Collect Fundusz Inwestycyjny Zamknięty¹²⁸. Fundusz został wpisany do rejestru funduszy inwestycyjnych w dniu 5 sierpnia 2005 r.

128 K. Siwek, *Wysyp funduszy sekurytyzacyjnych*, „Parkiet”, 31.05.2005, s. VI.

(nr rej. 201). Inwestorami funduszu są Credit Suisse First Boston – wiodący w skali globalnej bank inwestycyjny będący częścią Grupy Credit Suisse¹²⁹, jednej z największych organizacji finansowych na świecie. Drugim inwestorem funduszu jest Reform Capital – spółka z Republiki Czeskiej, z siedzibą w Pradze, zajmująca się zarządzaniem inwestycjami oraz restrukturyzacją przedsiębiorstw. Jest to firma z bardzo dużym doświadczeniem na rynkach Centralnej i Wschodniej Europy. Zarządza funduszami wierzytelności trudnych w Polsce, Czechach i w Słowacji. Reform Capital przeprowadziło pierwszą transakcję kupna wierzytelności trudnych w Polsce. Był to zakup wierzytelności o wartości ponad 150 mln zł od Deutsche Banku PBC w Krakowie¹³⁰.

Wyłącznym przedmiotem działalności funduszu jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze niepublicznego proponowania nabycia certyfikatów inwestycyjnych w określone w statucie funduszu wierzytelności, papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego, instrumenty pochodne oraz inne prawa majątkowe. Celem funduszu jest osiągnięcie przychodów z lokat netto funduszu oraz wzrost wartości aktywów funduszu w wyniku wzrostu wartości lokat¹³¹.

Fundusz S-Collect jako pierwszy fundusz sekurytyzacyjny przeprowadził transakcję zakupu wierzytelności od banku. W 2005 r. PKO TFI¹³² nabyło od PKO BP portfel ok. 72 tys. wierzytelności kredytowych o wartości nominalnej 630 mln zł. Pakiet zawierał kredyty osób fizycznych i podmiotów gospodarczych: gotówkowe, samochodowe, z tytułu kart płatniczych¹³³. Serwisierem tych wierzytelności została firma P.R.E.S.C.O¹³⁴. Na zgodę KPWiG dotyczącą obsługi tych wierzytelności firma P.R.E.S.C.O. musiała czekać do marca 2006 r.¹³⁵

Z dniem 1 sierpnia 2007 r. Opera TFI S.A. przejęła od PKO TFI S.A. zarządzanie funduszem inwestycyjnym: S-Collect FIZ NFS¹³⁶. Natomiast od 4 marca 2008 r. funduszem zarządza Copernicus Capital TFI S.A. Depozytariuszem funduszu jest Bank Polska Kasa Opieki S.A.

129 Credit Suisse First Boston oferuje usługi m.in. z zakresu bankowości inwestycyjnej, *private equity*, doradztwa finansowego, *venture capital* oraz zarządzania aktywami.

130 S-Collect wśród funduszy inwestycyjnych, <http://biznes.interia.pl/wiadomosci-dnia/news/s-collect-wsrod-funduszy-inwestycyjnych,627494> (27.10.2014).

131 *Sprawozdanie finansowe S-Collect Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny*, „Monitor Polski B” 2009, nr 2134, s. 138607.

132 Ówczesna firma zarządzająca funduszem.

133 K. Siwek, *Wysyp funduszy sekurytyzacyjnych*, s. VI.

134 *Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce*, s. 13.

135 G. Stech, *Sekurytyzacja – szanse dla polskich finansów*, „CFO Magazyn Finansistów”, 21.09.2006.

136 A. Waszkiewicz, *Sekurytyzacja w Polsce – trudna droga do sukcesu*, http://www.wsz-pou.edu.pl/biuletyn/?p=&p=&strona=biul_waszk14&nr=14 (10.03.2010).

Pierwsze serie certyfikatów inwestycyjnych wyemitowane do 31 grudnia 2008 r. to¹³⁷:

- Seria A – 2 sierpnia 2005 r. emisja 2 certyfikatów inwestycyjnych o wartości nominalnej 200 000 zł każdy;
- Seria B – 30 września 2005 r. emisja 438 certyfikatów inwestycyjnych o wartości nominalnej 200 000 zł każdy;
- Seria C – 28 sierpnia 2006 r. emisja 48 certyfikatów inwestycyjnych o wartości nominalnej 200 000 zł każdy.

Wszystkie certyfikaty zostały objęte przez Reform Capital Luxembourg SaRL z siedzibą w Luksemburgu. Są to certyfikaty niepubliczne będące papierami wartościowymi imiennymi.

3.3.2. Fundusz Prokura

Kolejnym funduszem sekurytyzacyjnym działającym nieprzerwanie od 2005 r. jest Prokura NSFIZ¹³⁸. Został on wpisany do rejestru funduszy inwestycyjnych w dniu 4 listopada 2005 r. (nr rej. 211). Fundusz powstał przy współpracy wrocławskiej firmy windykacyjnej KRUK S.A. i BPH TFI S.A.¹³⁹. Firma KRUK, jako pierwszy podmiot na rynku polskim, uzyskała zezwolenie Komisji Papierów Wartościowych i Giełd na obsługę wierzytelności sekurytyzowanych przez Prokura NSFIZ (28 luty 2006 r.). Zgoda Komisji umożliwiła zawarcie przez firmę windykacyjną umowy serwisowania wierzytelności nabytych przez fundusz. Działalność firmy KRUK S.A. jako serwisera funduszu sekurytyzacyjnego sprowadza się głównie do odzyskiwania wierzytelności z portfeli nabytych przez fundusz Prokura¹⁴⁰.

Fundusz Prokura pierwszą transakcję sprzedaży wierzytelności zawarł z bankiem detalicznym ING Bank Śląski. Wartość sekurytyzowanych wierzytelności wynosiła ok. 136 mln zł¹⁴¹. Statut funduszu dopuszcza,

137 Certyfikaty wszystkich serii zapewniają jednakowe prawa uczestnikom funduszu. *Sprawozdanie finansowe S-Collect Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny*, „Monitor Polski B” 2009, nr 2134, s. 138607.

138 Fundusz Prokura został powołany na czas nieokreślony.

139 *Prokura – nowy fundusz sekurytyzacyjny BPH TFI i KRUKa*, <http://prnews.pl/inwestycje/prokura-8211-nowy-fundusz-sekurytyzacyjny-bph-tfi-i-kruka-25272.html> (10.12.2010).

140 Firma KRUK S.A. serwisuje także wierzytelności funduszu sekurytyzacyjnego BISON NS FIZ. *Prokura NS FIZ najrentowniejszym funduszem inwestycyjnym*, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Prokura-NS-FIZ-najrentowniejszym-funduszem-inwestycyjnym-1570358.html> (27.10.2014).

141 G. Stech, *Sekurytyzacja...*

poza inwestycjami w wierzytelności bankowe, długi wobec operatorów telekomunikacyjnych, telewizyjnych, zakładów energetycznych i gazowniczych, ubezpieczycieli, pośredników kredytowych, spółdzielni mieszkaniowych, także inwestycje w wierzytelności wysokiego ryzyka.

Od 30 sierpnia 2007 r. fundusz był zarządzany przez BPH TFI S.A., następnie przez Copernicus Capital TFI S.A., a od grudnia 2012 r. przez KRUK TFI S.A. Depozytariuszem prowadzącym rejestr aktywów funduszu jest Bank Polska Kasa Opieki S.A.

Pierwsze serie certyfikatów inwestycyjnych wyemitowane przez fundusz do 31 grudnia 2008 r. nie podlegały wprowadzeniu do obrotu publicznego¹⁴²:

- Seria A – emisja 25 certyfikatów inwestycyjnych o wartości nominalnej 300 000 zł każdy, nabywcą certyfikatów na zasadzie wyłączności był Secapital S.a.R.L. z siedzibą w Luksemburgu¹⁴³;
- Seria B – 22 września 2006 r. emisja 25 certyfikatów inwestycyjnych o wartości nominalnej 300 000 zł każdy, nabywcą certyfikatów na zasadzie wyłączności był Secapital S.a.R.L. z siedzibą w Luksemburgu¹⁴⁴;
- Seria C – 18 grudnia 2007 r. emisja 4 300 708 certyfikatów inwestycyjnych, nabywcą certyfikatów był Secapital S.a.R.L. z siedzibą w Luksemburgu;
- Seria D – 28 sierpnia 2008 r. emisja 1 139 240 certyfikatów inwestycyjnych, nabywcą certyfikatów był Secapital S.a.R.L. z siedzibą w Luksemburgu.

3.3.3. EGB Podstawowy

Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 2004 r. umożliwiła tworzenie nowych konstrukcji w ramach funduszy, w tym funduszu podstawowego i funduszy powiązanych. Tego rodzaju fundusze nie cieszą się dużym za-

142 Certyfikaty wszystkich serii zapewniają jednakowe prawa uczestnikom funduszu. *Sprawozdanie finansowe Prokura Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2009, nr 2135, s. 138673.

143 Secapital S.a.R.L. z siedzibą w Luksemburgu to spółka sekurytyzacyjna specjalnego przeznaczenia, której działalność obejmuje inwestowanie w wierzytelności lub aktywa zabezpieczone wierzytelnościami. Należy ona do Grupy KRUK S.A. W ramach działalności Grupy KRUK S.A. dotyczącej nabywania wierzytelności na własny rachunek, inwestycje w wierzytelności dokonywane są przez Secapital Luksemburg. W tak przeprowadzonych transakcjach wykorzystywany jest reżim podatkowy obowiązujący w Luksemburgu. I. Rokicka, *Komentarz specjalny – KRUK S.A...*, s. 2.

144 30 września 2007 r. nastąpił podział certyfikatów inwestycyjnych w stosunku 1:1 000 000.

interesowaniem wśród krajowych towarzystw funduszy inwestycyjnych. Pierwszymi funduszami o tej nowatorskiej konstrukcji (*Master/Feeder*)¹⁴⁵ były: EGB Podstawowy Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny FIZ (nr rej. 243) oraz powiązane z nim EGB-Skarbiec Powiązany FIZ (nr rej. 240) i EGB-Skarbiec BIS Powiązany FIZ (nr rej. 239), utworzone przez Skarbiec TFI S.A. w czerwcu 2006 r.¹⁴⁶

Funduszem sekurytyzacyjnym, który nabywa wierzytelności, jest EGB Podstawowy Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty. Inwestorom oferowane są certyfikaty inwestycyjne funduszy powiązanych: EGB-Skarbiec Powiązany Fundusz Inwestycyjny Zamknięty oraz EGB-Skarbiec Bis Powiązany Fundusz Inwestycyjny Zamknięty. Fundusze powiązane inwestują całość swoich aktywów w certyfikaty inwestycyjne funduszu sekurytyzacyjnego EGB Podstawowy. Do 31 grudnia 2008 r. fundusz wyemitował certyfikaty inwestycyjne serii A, B, C i D¹⁴⁷.

Obsługa wierzytelności została powierzona firmie EGB Investments S.A. w Bydgoszczy¹⁴⁸. Depozytariuszem funduszu jest BRE Bank S.A.

Fundusz EGB Podstawowy został utworzony na 5 lat, od dnia wpisania funduszu do rejestru funduszy inwestycyjnych (30 czerwca 2006 r.)¹⁴⁹.

Fundusz EGB NS FIZ nabywa głównie przeterminowane wierzytelności bankowe o charakterze korporacyjnym oraz w stosunku do osób fizycznych, wynikające z kredytów hipotecznych, konsumpcyjnych, samochodowych, kart kredytowych oraz umów leasingowych. Obecnie dysponuje sprawnymi procedurami przeprowadzania transakcji z największymi instytucjami sektora finansowego. Łączna kwota wierzytelności obsługiwanych w ramach funduszu przekroczyła 2 000 000 000 zł¹⁵⁰.

145 *Sekurytyzacja wierzytelności*, Encyklopedia Prawa Skarbiec.Biz, <http://www.skarbiec.biz/haslo/309/> (10.09.2010).

146 Kilka miesięcy później wystartowały fundusze o tej konstrukcji w Superfund TFI. Jednak w przypadku tego towarzystwa, przybrały one formę funduszy otwartych. *Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce*, s. 12; D. Dawidowicz, *Sekurytyzacja wierzytelności w Polsce. Implikacje na przyszłość*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami. Aktualne wyzwania teorii i praktyki*, t. 1, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2009, nr 16, s. 251.

147 Certyfikaty wszystkich serii zapewniają jednakowe prawa uczestnikom funduszu. *Sprawozdanie finansowe EGB Podstawowy Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2009, nr 1641, s. 106111.

148 J. Mazurek, *Uzdrowienie przez sekurytyzację*, „CFO – Magazyn Finansistów”, 21.02.2007,

149 *Sprawozdanie finansowe EGB Podstawowy Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2009, nr 1641, s. 106111.

150 *EGB Fundusz*, <http://www.egb.pl/sekurytyzacja-wierzytelnosci/egb-fundusz-sekurytyzacyjny/> (4.05.2011).

3.3.4. Intrum Justitia Debt Fund 1

Część funduszy sekurytyzacyjnych nastawiona jest głównie na wierzytelności bankowe. Jednak są też takie fundusze, które biorą pod uwagę możliwość sekurytyzacji wierzytelności „niebankowych”. Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS aktualnie dysponuje wdrożoną strukturą sekurytyzacyjną obejmującą aktywa nie pochodzące od banków¹⁵¹.

Intrum Justitia Debt Fund 1 został wpisany do rejestru funduszy inwestycyjnych dnia 20 października 2005 r. (nr rej. 209). Fundusz został utworzony na czas nieokreślony. Obsługa wierzytelności sprawowana jest przez Intrum Justitia Sp. z o.o. Bank Pekao S.A. jest depozytariuszem funduszu.

Pierwsze serie certyfikatów inwestycyjnych wyemitowane przez fundusz do 31 grudnia 2008 r. nie podlegały wprowadzeniu do obrotu publicznego¹⁵²:

- Seria A – emisja 2 certyfikatów inwestycyjnych o wartości nominalnej 200 000 zł każdy, nabywcą certyfikatów było Intrum Justitia TFI S.A.;
- Seria B – emisja 25 certyfikatów inwestycyjnych o wartości nominalnej 197 317, 92 zł każdy, nabywcą certyfikatów była firma Intrum Justitia Debt Finance AG;
- Seria C – emisja 64 certyfikatów inwestycyjnych o wartości nominalnej 108 500 zł każdy, nabywcą certyfikatów był firma Intrum Justitia Debt Finance AG.

Fundusz Intrum Justitia Debt Fund 1 ma w swoim portfelu inwestycyjnym poza wierzytelnościami bankowymi, także¹⁵³:

- wierzytelności handlowe, np. długi konsumenckie od EDEN, długi konsumenckie od AVON, ARSEN, UPC;
- wierzytelności konsumenckie z tytułu usług telekomunikacyjnych, np. długi od TP, Polkomtel, Netii;
- wierzytelności konsumenckie z tytułu usług ubezpieczeniowych, np. długi konsumenckie od HI Gerling Życie;
- wierzytelności od pośredników finansowych np. kredyty od CRH Żagiel.

151 M. Dębiewska, 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*, Warszawa 2007, s. 382.

152 Certyfikaty wszystkich serii zapewniają jednakowe prawa uczestnikom funduszu. *Sprawozdanie finansowe Intrum Justitia Debt Fund 1 Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny*, „Monitor Polski B” 2009, nr 1186, s. 76431.

153 *Ibidem*, s. 76435.

3.3.5. Pozostałe fundusze sekurytyzacyjne

Wśród pozostałych funduszy sekurytyzacyjnych, podobnie jak w przypadku już omówionych, przeważają fundusze utworzone na potrzeby konkretnych inwestorów. Jest to element charakterystyczny dla tego rodzaju funduszy inwestycyjnych. Zwłaszcza w pierwszych latach funkcjonowania funduszy sekurytyzacyjnych na rynku polskim ten trend był zauważalny.

Polityki inwestycyjne funduszy sekurytyzacyjnych wskazują przede wszystkim na wiarygodności bankowe oraz wiarygodności podmiotów obsługujących klientów masowych jako główny cel inwestycyjny. Pozykanie tego rodzaju wiarygodności jest dla funduszy sekurytyzacyjnych priorytetem. Jednocześnie zainteresowanie banków współpracą z funduszami sekurytyzacyjnymi było jeszcze do niedawna umiarkowane. Obecnie coraz częściej banki deklarują chęć podjęcia takiej współpracy. Dzięki rosnącemu popytowi na usługi funduszy sekurytyzacyjnych, tworzone są kolejne fundusze.

Rok 2010 nie był najlepszym okresem w działalności funduszy sekurytyzacyjnych. Nie dokonano wówczas rejestracji żadnego nowego funduszu sekurytyzacyjnego. Był to okres przełomowy. Początek 2011 r. przyniósł ożywienie na tym rynku. Zarejestrowano 9 nowych funduszy sekurytyzacyjnych, w tym:

- BEST III Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty (decyzja KNF z 14 marca 2011 r., rejestracja funduszu nastąpiła 29 marca 2011 r. – nr rej. 623) – fundusz ten został utworzony przez BEST TFI SA, które obecnie zarządza jeszcze dwoma funduszami sekurytyzacyjnymi BEST II NS FIZ (fundusz działa od 2008 r.)¹⁵⁴ i BEST I NS FIZ;
- Fundusz BPS 1 Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty (decyzja KNF z 18 listopada 2010 r., rejestracja funduszu nastąpiła 28 kwietnia 2011 r. – nr rej. 630) – fundusz ten został utworzony przez BPS TFI SA, które obecnie zarządza sześcioma funduszami sekurytyzacyjnymi, z czego dwa są w likwidacji¹⁵⁵.

Z informacji Grupy KRUK S.A. wynika, że w 2011 r. dołączy również fundusz sekurytyzacyjny należący do tej grupy kapitałowej. Na początku 2011 r. – 17 stycznia podpisano akt notarialny, dotyczący powołania spół-

154 <http://www.tfibest.com.pl/> (31.05.2011).

155 *Fundusze inwestycyjne zamknięte*, BPS TFI, <http://www.bpstfi.pl/index.php?p=news&kid=6&pkid=32> (27.10.2014).

ki KRUK TFI SA oraz funduszu sekurytyzacyjnego Protagon NS FIZ¹⁵⁶. Rejestracja KRUK TFI nastąpiła 16 maja 2011 r.¹⁵⁷ Powstanie towarzystwa funduszy inwestycyjnych i nowego funduszu sekurytyzacyjnego w Grupie KRUK wzmocni pozycję tej grupy na rynku finansowym. Obecnie do Grupy tej należą fundusze Prokura NS FIZ i Prokulus NS FIZ. Osiągały one do tej pory jedne z najlepszych wyniki spośród wszystkich działających w Polsce funduszy sekurytyzacyjnych.

W 2012 r. zarejestrowano 14 kolejnych funduszy sekurytyzacyjnych, a w 2013 r. utworzono rekordową liczbę funduszy sekurytyzacyjnych – 17. W 2014 r. sąd otrzymał wnioski o rejestrację kolejnych 15 funduszy sekurytyzacyjnych, a w 2015 r.¹⁵⁸ zarejestrowano 16 funduszy. Z powyższych danych wynika, że rynek ten bardzo się ożywił i można oczekiwać jego dalszego rozwoju.

W związku z krótkim okresem działalności funduszy sekurytyzacyjnych na rynku polskim oraz brakiem kompleksowych analiz z zakresu funkcjonowania tych funduszy zasadne jest podjęcie badań dotyczących działalności tych funduszy oraz osiągniętych przez nie wyników. Kolejny rozdział niniejszej książki wprowadza w badanie efektywności funduszy sekurytyzacyjnych poprzez przybliżenie wybranych elementów teorii efektywności rynku funduszy inwestycyjnych.

156 *KRUK buduje towarzystwo funduszy inwestycyjnych*, <http://new.kruktfi.pl/pl/aktualnosc/art61,kruk-buduje-towarzystwo-funduszy-inwestycyjnych.html> (27.10.2014).

157 *Grupa KRUK powiększy się o Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych*, Bankier.pl, <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Grupa-KRUK-powiekszy-sie-o-Towarzystwo-Funduszy-Inwestycyjnych-2344038.html> (27.10.2014).

158 Do 20 października 2015 r.

Rozdział 4

Teoria efektywności w odniesieniu do rynku funduszy inwestycyjnych

4.1. Pojęcie i rodzaje efektywności

Na potrzeby niniejszej pracy pojęcie efektywności będzie rozważane w kontekście efektywności ekonomicznej. W naukach ekonomicznych pojęcie efektywności używane jest najczęściej w kontekście racjonalności działań w procesie gospodarowania¹. *Encyklopedia PWN* zawiera definicję efektywności ekonomicznej, stanowiącej rezultat działalności gospodarczej określanej przez relację uzyskanego efektu do poniesionego nakładu danego czynnika produkcji lub zespołu tych czynników². Efektywne wykorzystanie posiadanych zasobów może odbywać się na dwa sposoby³:

- użycie posiadanych zasobów w celu maksymalizacji wyników;
- osiąganie zamierzonych wyników przy angażowaniu możliwie najmniejszej wartości/iłości zasobów.

Racjonalnie działająca jednostka, dokonująca wyboru sposobu działania zgodnie z logiką ekonomiczną, będzie się starała działać efektywnie⁴.

W literaturze finansowej wyróżnia się kilka kategorii efektywności⁵:

- efektywność organizacyjną – rozumianą jako stopień, w jakim dany podmiot realizuje swoje cele; efektywność ta umożliwia identyfikację czynników wskazujących na jego rynkowy sukces;

1 Szerzej: J. Michalak, *Analiza efektywności ekonomicznej gospodarowania*, [w:] M. Walczak (red.), *Analiza finansowa w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem*, Warszawa 2007, s. 219–257.

2 *Encyklopedia PWN*, <http://encyklopedia.pwn.pl/haslo.php?id=3896625> (28.10.2014); por. O. Lange, *Ekonomia polityczna*, Warszawa 1978.

3 D. Sikora, A. Kulczycki, *Efektywność oddziały banku detalicznego jako czynnik przewagi konkurencyjnej*, Warszawa 2008, s. 68.

4 *Ibidem*, s. 65.

5 K. Kochaniak, *Efektywność finansowa banków giełdowych*, Warszawa 2010, s. 11.

- efektywność dochodową – umożliwiającą ocenę stopnia dochodowości danego podmiotu, zestawienie kosztów ponoszonych nakładów i osiągniętych przychodów;
- efektywność kosztową – dotyczącą zarządzania kosztami w badanym podmiocie, która obrazuje jego sytuację na tle całej grupy podmiotów znajdujących się w zbliżonych warunkach i działających w podobnym otoczeniu;
- efektywność finansową – oceniającą sytuację finansową danego podmiotu na podstawie jego sprawozdań finansowych; ocena ta dokonywana jest głównie pod kątem oczekiwań inwestorów, dla których podstawowym celem jest maksymalizowanie zwrotu z inwestycji.

Pojęcie efektywnego rynku zostało wprowadzone ok. 40 lat temu. Na początku oznaczało ono rynek dostosowujący się szybko do nowych informacji⁶. W kolejnych latach zaczęto zauważać także inne elementy tego rynku. Wskazywano, że rynek przetwarza informacje racjonalnie, co oznacza, że żadne informacje nie są ignorowane i nie są popełniane systematyczne błędy⁷. Według S. Davis i Ch. Meyera, o efektywnym rynku mówi się wówczas, gdy jest on jawny (*transparent*), płynny (*liquid*), ciągle dostosowujący się (*adjust continually*) i łatwo dostępny (*offer open access*)⁸. J. Gajdka zauważył, że rynek kapitałowy może być efektywny, nawet gdy nie jest doskonały⁹. Sytuacja taka może mieć miejsce wówczas, gdy wszystkie informacje uwzględnione są w cenach.

W zależności od tego, co przyjmie się jako efekt, a co jako nakład, otrzymuje się różne relacje efektywnościowe. Do podstawowych relacji efektywnościowych zalicza się m.in. efektywność inwestycji, która jest istotna z punktu widzenia przeprowadzonych badań funduszy sekurytyzacyjnych, działających na polskim rynku kapitałowym. W literaturze zagadnienie efektywności rynków finansowych bardzo często utożsamiane jest tylko z jednym jego segmentem, a mianowicie rynkiem kapitało-

6 U. Ziarko-Siwiek, *Efektywność informacyjna rynku finansowego w Polsce*, Warszawa 2005, s. 50.

7 R. D. Arnott et al., *Fundamental Index: A Better Way to Invest*, New Jersey 2008, s. 1–2; M. Beechey et al., *The efficient market hypothesis: a survey*, "Economic Research Department Research Discussion Papers" 2000, No. 1, s. 2.

8 S. Davis, Ch. Meyer, *Future Wealth*, Boston, MA 2000, s. 18.

9 Rynek doskonały charakteryzuje się następującymi cechami: doskonała podzielność (wszystkie aktywa są podzielne i stanowić mogą przedmiot obrotu bez kosztów transakcyjnych), na rynku istnieje doskonała konkurencja, informacje są darmowe i docierają do wszystkich uczestników rynku równocześnie, wszyscy uczestnicy rynku zachowują się racjonalnie, w sposób maksymalizujący ich funkcje użyteczności. Szerzej: J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe, teoria i praktyka*, t. 1, Warszawa 2000, s. 101–102.

wym¹⁰. Efektywność rynku kapitałowego postrzega się na kilka sposobów, jako¹¹:

- efektywność alokacyjną – dotyczącą sposobów, zakresu i efektów wykorzystania zasobów przez rynek (maksymalizacja użyteczności, wynikającej ze sposobu ulokowania zasobów); badania efektywności alokacyjnej koncentrują się na odpowiedzi na pytanie, czy dostępne zasoby zostały wykorzystane przez rynek w sposób optymalny z punktu widzenia zależności między ryzykiem i zwrotem z inwestycji;
- efektywność operacyjną (techniczną, transakcyjną) – dotyczącą głównie optymalnych procesów przeprowadzania transakcji na rynku, z uwzględnieniem harmonogramu działań, sprawnego wykorzystania czasu, a jednocześnie minimalizacji kosztów transakcji (np. w wyniku dużej konkurencji między pośrednikami);
- efektywność informacyjną¹² – utożsamianą z teorią rynków efektywnych¹³, dotyczącą analizy ceny rynkowej i jej reakcji na infor-

10 J. Brzeszczyński, R. Kelm, *Ekonometryczne modele rynków finansowych. Modele kursów giełdowych i kursów walutowych*, Warszawa 2002, s. 8.

11 H. Gurgul, *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Kraków 2006, s. 14; S. Mensah, *The Essentials of an Efficient Market and Implications for Investors, Firms and Regulators*, Johannesburg 2003, s. 2; J. Czekaj i in., *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, Warszawa 2001, s. 30.

12 W teorii rynków efektywnych wyróżnia się trzy formy efektywności informacyjnej (w zależności od zakresu informacji): słabą, półsilną i silną. H. Roberts, *Statistical versus Clinical Prediction of the Stock Market*, Chicago 1967, s. 20; S. B. Buczek, *Efektywność informacyjna rynków akcji. Teoria a rzeczywistość*, Warszawa 2005, s. 19–22; E. E. Faerber, *All about Stocks: The Easy Way to Get Started*, New York 2007, s. 186–191; A. Śnieg, *Martyngaty a hipoteza efektywnego rynku*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu” 2003, nr 990, s. 575–581; J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe...*, s. 105–110. Wyniki testów dla polskiego rynku kapitałowego wskazują, że osiągnął on wysoki poziom efektywności informacyjnej. Szerzej: M. Kicia, *Wykorzystanie informacji fundamentalnych w decyzjach inwestycyjnych*, [w:] P. Karpuś, J. Węctawski (red.), *Rynek finansowy. Szanse i zagrożenia rozwoju*, t. 1: *Instrumenty i strategię rynku finansowego*, Lublin 2005, s. 307–316. Zob. U. Ziarko-Siwiek, *Efektywność informacyjna...*; S. B. Buczek, *Efektywność informacyjna...*

13 Początki teorii rynków efektywnych sięgają lat 60. XX w. W 1965 r. P. Samuelson pisał o nieprzewidywalności zmian cen akcji w sytuacji, gdy uczestnicy rynku posiadają nieograniczony dostęp do informacji i kiedy jest to odzwierciedlone w cenach tych walorów. Za ojca teorii rynków efektywnych uznaje się E. Fama – profesora Uniwersytetu w Chicago, który w swoim doktoracie (1964) po raz pierwszy sformułował tezy będące fundamentami teorii rynków efektywnych. Fama sformułował teorię przypadkowych zmian cen opartą na dwóch założeniach: następujące po sobie zmiany cen są od siebie niezależne oraz zmiany te dostosowują się do roz-

macje przekazywane uczestnikom rynku, związane m.in. z samym instrumentem, emitentem, otoczeniem gospodarczym czy prawnym; obszar badawczy dotyczy też cech przekazywanych informacji: czy są pełne i czy mają natychmiastowe odzwierciedlenie w cenie instrumentu¹⁴, odpowiadającej ich rzeczywistej wartości; efektywny rynek w sensie informacyjnym to rynek, na którym ceny zawsze w pełni odzwierciedlają wszelkie dostępne informacje¹⁵; na rynku efektywnym ceny mogą okresowo odchyłać się od rzeczywistej wartości¹⁶.

Wielowymiarowość pojęcia efektywności powoduje, że stosowane przez różnych autorów miary¹⁷ mają zazwyczaj różną treść ekonomiczną. Na efektywność wskazuje się m.in. za pomocą oceny punktowej, gdzie niezależnie dla każdego badanego podmiotu przyporządkowuje się war-

kładu prawdopodobieństwa. Do wniosku, że na podstawie historycznych cen nie można przewidzieć kształtowania się przyszłych notowań, doszli również L. Bachelier i M. Osborn. P. Samuelson, *Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly*, "Industrial Management Review" 1965, No. 6; E. Fama, *The Behavior of Stock Market Prices*, "Journal of Business" 1965, Vol. 38; E. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, "Journal of Finance" 1970, Vol. 25.

14 Przykładem badania testującego hipotezę rynku efektywnego w tym kontekście jest badanie przeprowadzone przez U. Ziarko-Siwiek. Badanie to dotyczyło reakcji stóp procentowych na informację Rady Polityki Pieniężnej o zmianie stopy referencyjnej. Otrzymane wyniki pozwoliły potwierdzić efektywność informacyjną badanego rynku. Szerzej: U. Ziarko-Siwiek, *Reakcje rynkowych stóp procentowych w świetle efektywności informacyjnej rynku finansowego*, [w:] J. Czekaj (red.), *Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej*, t. 4: *Rynki finansowe*, Kraków 2004, s. 41–51. Innym przykładem badania wpływu informacji na poziom stóp zwrotu jest badanie D. Papla. Wyniki badania średniookresowych stóp zwrotu nie potwierdziły efektywności GPW. Szerzej: D. Papla, *Średnioterminowa analiza ponadprzeciętnych stóp zwrotu*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu” 2003, nr 990, s. 448–457.

15 E. Fama, *Efficient Capital Markets...*, s. 383.

16 Szerszą definicję efektywności informacyjnej rynku kapitałowego przedstawił B. Malkiel, twierdząc, że rynek uważa się za efektywny, gdy w pełni i poprawnie uwzględni wszystkie odpowiednie informacje w procesie kształtowania cen walorów. B. Malkiel, *Efficient Market Hypothesis*, [w:] P. Newman et al. (red.), *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, London 1992, s. 14.

17 Przykładem mogą być badania efektywności banków jako instytucji finansowych. W literaturze najczęściej do badania efektywności banków wykorzystuje się koncepcję Farrella, gdzie efektywność instytucji bankowych mierzy się jako efektywność techniczną i alokacyjną. Por. E. Stola, *Efektywność banków komercyjnych a ograniczenia działalności kredytowej*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy – nowe perspektywy*, „Annales UMCS” 2010, Sectio H, t. 44, z. 2, s. 231–239; D. Sikora, A. Kulczycki, *Efektywność oddziału...*, s. 68–70.

tość efektywności, wynikającą z zastosowanej metody pomiaru. Efektywność analizowana jest również w wymiarze porównawczym. W anglojęzycznej literaturze określa się tę analizę mianem benchmarkingu¹⁸, a w przypadku, gdy w analizie wykorzystywane są statystyczne metody oceny – mianem *frontier analysis*¹⁹.

4.2. Efektywność funduszy inwestycyjnych

Efektywność funduszy inwestycyjnych, w tym także funduszy sekurytyzacyjnych, określa się na podstawie porównania wyników badanych funduszy do wyników obliczonych dla wzorca odniesienia takich funduszy. Zarządzający funduszami dokonują optymalizacji portfeli inwestycyjnych zarządzanych funduszy względem wzorca odniesienia²⁰. Zgodnie z definicją formułowaną w *Słowniku ekonomicznym*, efektywny portfel to – w kategoriach dochodowości i ryzyka – portfel inwestycyjny, który charakteryzuje się najwyższą oczekiwaną stopą przychodu dla danego poziomu ryzyka lub najniższym stopniem ryzyka dla danej oczekiwanej stopy przychodu²¹.

Efektywnym nazywa się fundusz, którego wyniki w badanym okresie są większe od wyników uzyskanych przez wzorzec odniesienia dla takiego funduszu. Nieefektywnym natomiast nazywa się taki fundusz, którego wyniki w określonym czasie były niższe od wyników uzyskanych przez wzorzec odniesienia dla takiego funduszu. Do oceny efektywności fun-

18 Szerzej na temat benchmarków w rozdziale 4.2.2. *Wzorce odniesienia*. Por. J. G. Patterson et al., *Benchmarking Basics: Looking for a Better Way*, "Course Technology Crisp" 1995, No. 9; J. Świerk, *Rola benchmarkingu w doskonaleniu przedsiębiorstwa*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy – nowe perspektywy*, „Annales UMCS” 2010, Sectio H, t. 44, z. 2, s. 881–893; T. Wnuk-Pel, R. Gajewski, *Nowoczesne metody analizy dokonań przedsiębiorstwa*, [w:] M. Walczak (red.), *Analiza finansowa w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem*, Warszawa 2007, s. 210–217.

19 Analiza krzywych efektywności, będąca sposobem względnego klasyfikowania wyników działalności na tle benchmarku. Szerzej: M. Kisielewska, *Charakterystyka wybranych metod pomiaru efektywności bazujących na krzywych efektywności*, [w:] W. Ronka-Chmielowiec, K. Jajuga (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu” 2005, t. 1, s. 260–278.

20 D. Dawidowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 54.

21 *Słownik ekonomiczny PWN*, <http://encyklopedia.pwn.pl/szukaj/portfel-efektywny.html> (28.10.2014).

duszy inwestycyjnych wykorzystuje się metody służące ocenie portfeli inwestycyjnych. Najczęściej oceny funduszu dokonuje się na podstawie wartości jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych²².

Efektywność funduszy inwestycyjnych bada się również, stosując metodę wskaźnikową wykorzystującą informacje znajdujące się w sprawozdaniach finansowych. Wskaźniki pozwalające ocenić efektywność funduszy należą do grupy wskaźników rentowności. Ich wybór zależy od celu analizy i dostępności poszczególnych informacji²³.

4.2.1. Ryzyko inwestycyjne

Ryzyko i niepewność są nieodłącznymi elementami każdego procesu gospodarczego. W literaturze nie ma zgodności co do definicji ryzyka i niepewności²⁴. Według F. H. Knighta²⁵, ryzyko oznacza ewentualność odchylenia od stanu oczekiwanego lub planowanego, którą wyznacza się za pomocą rachunku prawdopodobieństwa. Niepewność *sensu stricto* Knight określił natomiast jako sytuację, w której brak możliwości posłużenia się rachunkiem prawdopodobieństwa do oceny wspomnianego odchylenia. O. Lange mianem niepewności określał stan, w którym dla przewidywania wyników naszych działań nie można wykorzystać rozumowanie probabilistyczne. Stan przeciwny – gdy możliwość takiego rozumowania istnieje – określił pojęciem ryzyka²⁶.

Postrzeżenie ryzyka na przestrzeni lat uległo dużym zmianom. Na początku pojęcie to wiązano tylko ze stratami i zagrożeniami celowych działań człowieka²⁷. Później dostrzeżono też drugą stronę tego pojęcia – pozytywne skutki ryzyka²⁸. Ryzyko zaczęto traktować jako źródło wartości przedsiębiorstwa. Obecnie jest ono traktowane jako wielowymiarowa kategoria²⁹, związana z oceną przyszłości, identyfikacją rodzaju i skali

22 D. Dawidowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 54–55.

23 M. Wypych, *Instytucje sektora finansowego w warunkach spowolnienia gospodarczego – aspekty efektywnościowe*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy – nowe perspektywy*, „Annales UMCS” 2010, Sectio H, t. 44, z. 2, s. 62.

24 Szerzej: S. T. Rachev et al., *Advanced Stochastic Models, Risk Assessment, and Portfolio Optimization: The Ideal Risk, Uncertainty, and Performance Measures*, New Jersey 2008, s. 171–174.

25 Twórca teorii niepewności i ryzyka.

26 A. Rutkowska-Ziarko, *Budowa portfela efektywnego złożonego z jednostek uczestnictwa funduszy powierniczych*, Olsztyn 1999, s. 7.

27 Negatywna koncepcja ryzyka.

28 Koncepcja neutralna – gdzie ryzyko traktowane jest jako szansa i zagrożenie.

29 Ciekawą analizę wpływu *sensu stricto* ekonomicznego mechanizmu, jakim jest ryzyko rynku kapitałowego, na treść regulacji prawnych normujących funkcjono-

ryzyka, jego pomiarem oraz podejmowaniem decyzji pod kątem unikania lub ograniczania negatywnych skutków jego wystąpienia³⁰.

Inwestowanie na rynkach finansowych, w tym także na rynku funduszy inwestycyjnych, wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym³¹, rozumianym jako osiągnięcie wyniku inwestycyjnego innego niż oczekiwany (zarówno wyższego, jak i niższego od oczekiwanego). W momencie tworzenia funduszu inwestycyjnego określa się jego cel i ustala się politykę inwestycyjną, służącą realizacji tego celu. Wskazane działania mają wpływ na poziom ryzyka inwestycyjnego danego funduszu. Na rynku kapitałowym bardzo często zysk jednego inwestora stanowi bezwzględną stratę drugiego. Z badań empirycznych wynika, że inwestowanie na rynku kapitałowym jest „grą” o sumie dodatniej, czyli prawdopodobieństwo wzrostu ceny danego waloru przewyższa prawdopodobieństwo jej spadku³².

Wśród ryzyk inwestycyjnych wyróżnia się ryzyko związane z działalnością funduszu inwestycyjnego oraz ryzyko związane z osobą inwestora (uczestnika funduszu inwestycyjnego). W tabeli 14. przedstawiono poszczególne rodzaje tych ryzyk³³.

Ryzyko jest kształtowane przez zbiór czynników. Teoretyczny model zależności opisuje się wzorem³⁴:

$$R = f(P_1, P_2, \dots, P_n, X_1, X_2, \dots, X_m, \epsilon) \quad (1)$$

gdzie:

R – zmienna ryzyka,

P_i – parametry modelu,

X_i – czynniki ryzyka,

ϵ – zmienna losowa reprezentująca składnik losowy.

wanie tego rynku przedstawił P. Wajda (*Ryzyko rynku kapitałowego jako istotne wyzwanie dla prawodawcy*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2010, nr 3, s. 45–50).

30 W. Rogowski, *Zarządzanie ryzykiem – kompetencja współczesnego menedżera*, „Europejski Doradca Samorządowy” 2009, t. 11, nr 4, s. 57.

31 Z ryzykiem inwestycyjnym rynku kapitałowego związana jest długość okresu trwania poczynionych inwestycji. W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Warszawa 2010, s. 94.

32 *Ibidem*, s. 95.

33 Ogólna klasyfikacja ryzyka znajduje się m.in. w: P. Czajor, *Analiza decyzyjna w procesie zarządzania ryzykiem inwestycyjnym*, [w:] M. Walczak (red.), *Analiza finansowa w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem*, Warszawa 2007, s. 295–300.

34 T. Zieliński, *Ryzyko na rynku finansowym*, [w:] I. Pyka (red.), *Rynek finansowy*, Katowice 2010, s. 33.

Tabela 14. Rodzaje ryzyka inwestycyjnego dotyczące funduszu inwestycyjnego i jego uczestników

Rodzaj ryzyka	Charakterystyka
<i>1. Ryzyko funduszu inwestycyjnego</i>	
Ryzyko rynkowe (systematyczne)	Wynika głównie ze zmian cen walorów, które podlegają rynkowej wycenie. Wpływ na to mają popyt i podaż na rynku, w większym stopniu dotyczą instrumentów finansowych o charakterze udziałowym niż dłużnym.
Ryzyko operacyjne	Związane z błędami ludzkimi, organizacyjnymi, awariami systemów komputerowych itp.
Ryzyko płynności	Związane z brakiem możliwości sprzedaży/zakupu przez fundusz instrumentów finansowych w określonej przez fundusz ilości za określoną cenę. Wynika z niedostatecznego popytu/podaży na dany instrument finansowy w określonym czasie.
Ryzyko walutowe	Związane z nabywaniem przez fundusz instrumentów finansowych, które są denominowane w obcej walucie i wynika ze zmian kursów tych walut. Może się ono uzewnętrznić zwłaszcza na rozwiniętym rynku finansowym mającym silne powiązania z rynkiem międzynarodowym.
Ryzyko zmian prawnych	Wiąże się ze zmiennością przepisów prawa, które w dłuższym okresie czasu mogą ulec zmianie. Zmiany te mogą prowadzić do większych kosztów funduszu. Istotne znaczenie w tym zakresie ma ryzyko podatkowe.
Ryzyko związane z inwestowaniem w papiery dłużne	Dotyczy głównie ryzyka kredytowego, a dokładniej niewypłacalności emitenta papierów wartościowych i ryzyka stopy procentowej, które ma istotny wpływ na rentowność papierów dłużnych o stałym oprocentowaniu.
Ryzyko związane z rynkiem akcji	Do tego ryzyka zalicza się ryzyko makroekonomiczne związane z tempem rozwoju gospodarczego, stopniem nierównowagi makroekonomicznej, poziomem inwestycji, a także z sytuacją geopolityczną itp. Dodatkowo wynika ono z ryzyka branżowego związanego ze zmianami popytu na produkty z danej branży oraz ryzyka specyficznego spółki.
Ryzyko związane z inwestycjami w instrumenty pochodne	Ma istotne znaczenie w przypadku, gdy fundusz dokonał niewłaściwego zabezpieczenia instrumentu podstawowego wykorzystując do tego instrumenty pochodne.
Ryzyko związane z inwestycjami w tytuły uczestnictwa	Ryzyko to pojawia się wówczas, gdy fundusz inwestycyjny nabywa jednostki uczestnictwa innych funduszy inwestycyjnych.
Ryzyko związane z inwestycjami zagranicznymi	Ma istotne znaczenie w przypadku funduszy zagranicznych, które nabywają instrumenty finansowe za granicą. Wiąże się z ryzykiem kursowym. Na jego poziom ma wpływ sytuacja makroekonomiczna kraju, w którym dane instrumenty finansowe zostały nabyte.

Rodzaj ryzyka	Charakterystyka
<i>2. Ryzyko uczestnika funduszu inwestycyjnego (inwestora)</i>	
Ryzyko nieosiągnięcia oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji	Ma miejsce wówczas, gdy stopa zwrotu osiągnięta przez dany fundusz jest niższa od oczekiwanej przez inwestora.
Ryzyko wyboru funduszu niezgodnego z profilem inwestora	Ma miejsce w sytuacji, gdy fundusz jest wybierany losowo, bez zapoznania się z prowadzoną przez niego polityką inwestycyjną.
Ryzyko likwidacji, połączenia lub przejęcia funduszu	Najczęściej ma miejsce w przypadku funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych wówczas, gdy wartości aktywów netto funduszu obniżają się poniżej ustawowego minimum, lub gdy dochodzi do połączenia funduszy przez TFI.
Ryzyko zmiany polityki inwestycyjnej funduszu	Pojawia się w sytuacji, gdy po nabyciu jednostek uczestnictwa funduszu przez inwestora, fundusz zmieni prowadzoną politykę inwestycyjną.

Źródło: opracowane na podstawie D. Dawidowicz, *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje...*, s. 58–59 oraz E. E. Faerber, *All about Stocks: The Easy Way to Get Started (3rd Edition)*, McGraw-Hill Professional Publishing, 09/2007, s. 43–53.

Czynniki mające wpływ na efektywność funduszy inwestycyjnych to przede wszystkim³⁵:

- inflacja;
- kursy walutowe;
- stopy procentowe w gospodarce narodowej³⁶;
- podatki;
- koniunktura na rynkach finansowych;
- koniunktura na lokalnej Giełdzie Papierów Wartościowych (ceny papierów wartościowych);
- opłaty manipulacyjne, opłaty za zarządzanie oraz prowizje (za nabywanie i zbywanie instrumentów finansowych), płacone przez fundusz inwestycyjny;
- umiejętności zarządzających funduszami inwestycyjnymi w zakresie przewidywania przyszłych cen instrumentów finansowych oraz ograniczania ryzyka inwestycyjnego.

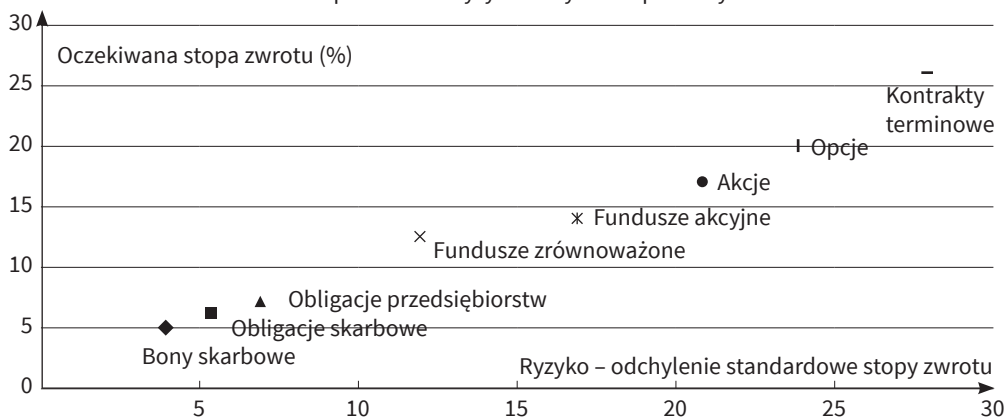
Inwestor na rynku kapitałowym, wybierając inwestycję, kieruje się przede wszystkim oczekiwaną stopą zwrotu, w skład której wchodzi sto-

35 D. Dawidowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 60–61.

36 Podstawowymi stopami procentowymi w gospodarce polskiej są: stopa referencyjna, lombardowa, depozytowa i stopa redyskonta weksli. Zob. <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/dzienne/stopy.htm> (28.10.2014).

pa wolna od ryzyka³⁷ (np. stopa zwrotu 52-tygodniowych bonów skarbowych³⁸) i marża ryzyka. Poziom marży ryzyka powinien być uzależniony od niepewności prognozy przepływów pieniężnych związanych z zawieraną transakcją. Realizacja faktycznej stopy zwrotu na poziomie oczekiwanej stopy zwrotu jest uzależniona m.in. od tego, czy szacuje się ryzyko pojedynczej inwestycji, czy łączne ryzyko portfela³⁹. Zależność między oczekiwaną stopą zwrotu a odchyleniem standardowym⁴⁰ przedstawiono w schemacie 17.

Schemat 17. Oczekiwana stopa zwrotu a ryzyko na rynku kapitałowym



Źródło: opracowanie własne.

Istotne znaczenie w ocenie ryzyka inwestycyjnego na rynku kapitałowym ma rozdzielenie wartości aktywów finansowych na część fundamentalną i behawioralną⁴¹.

37 Najczęściej za stopę wolną od ryzyka przyjmuje się stopę rządowych papierów wartościowych, które uważane są za inwestycje nieobarczone żadnym ryzykiem. W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy...*, s. 98.

38 Dane dotyczące stopy zwrotu bonów skarbowych publikowane są przez NBP w Biuletynie Informacyjnym. *Biuletyn Informacyjny NBP*, http://nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/biuletyn_informacyjny/informacja.html (28.10.2014).

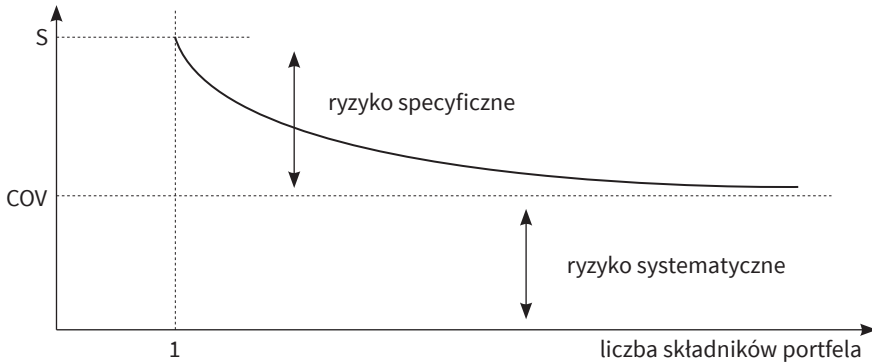
39 T. Zieliński, *Ryzyko na rynku finansowym*, s. 34, 36. Ryzyko portfela zależy zarówno od ryzyka składników tego portfela, mierzonego odchyleniem standardowym poszczególnych zmiennych ryzyka, jak również od stopnia powiązania tych rozkładów jednowymiarowych, mierzonego współczynnikami korelacji tych zmiennych. K. Jajuga (red.), *Zarządzanie ryzykiem*, Warszawa 2007, s. 55.

40 Szerzej: S. Majewski, *Sklonność do ryzyka a efektywne zarządzanie portfelem na przykładzie otwartych funduszy inwestycyjnych akcji*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Przekształcenia rynku finansowego w Polsce t. 1: Instytucje finansowe i mechanizmy ich funkcjonowania*, Lublin 2005, s. 457–465.

41 M. Kicia, *Heurystyczny model DCF w ocenie ryzyka inwestycyjnego na rynku akcji*, [w:] B. Filipiak, M. Dylewski (red.), *Ryzyko w finansach i bankowości*, Warszawa 2010, s. 232–241.

Na całkowite ryzyko instrumentu finansowego składa się ryzyko systematyczne (systemowe, portfelowe) i ryzyko specyficzne (dywersyfikowalne, unikalne)⁴². Kształtowanie się wielkości ryzyka systematycznego i specyficznego ujęto w schemacie 18.

Schemat 18. Ryzyko specyficzne i systematyczne portfela



Źródło: T. Zieliński, *Ryzyko na rynku...*, s. 57.

Ryzyko systematyczne jest częścią ryzyka całkowitego. Nie ulega zmniejszeniu na skutek utworzenia portfela⁴³. Inwestor ma prawo oczekiwać premii za ryzyko, proporcjonalnej do wielkości ryzyka systematycznego. Część ryzyka całkowitego, zwana ryzykiem specyficznym, może podlegać redukcji w przypadku utworzenia zdywersyfikowanego portfela⁴⁴. Przyjmuje się, że portfel dobrze zdywersyfikowany to taki, którego ryzyko specyficzne jest zbliżone do zera⁴⁵.

4.2.2. Wzorce odniesienia

Najczęściej w celu oszacowania efektywności funduszy inwestycyjnych porównuje się ich wyniki z wynikami wzorca odniesienia, wyznaczonego dla danego typu funduszy. Koncepcja portfela wzorcowego wywodzi się

42 K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Warszawa 2006, s. 166.

43 E. E. Faerber, *All about Stocks...*, s. 46.

44 T. Zieliński, *Ryzyko na rynku finansowym*, s. 57.

45 T. Trzaskalik, *Metody wielokryterialne na polskim rynku finansowym*, Warszawa 2006, s. 102.

z teorii portfela⁴⁶ przedstawionej przez H. M. Markowitza⁴⁷ w roku 1959. Koncepcja ta została rozwinięta w modelu CAPM⁴⁸ (*Capital Asset Pricing Model*), opartym na następujących założeniach⁴⁹:

- wszyscy inwestorzy charakteryzują się awersją do ryzyka;
- wszyscy inwestorzy dążą do maksymalizacji krańcowej użyteczności;
- wszyscy inwestorzy kupują walory po cenie rynkowej;
- wszyscy inwestorzy są homogeniczni co do oczekiwanej stopy zwrotu z aktywów;
- rozkłady prawdopodobieństwa stóp zwrotu są rozkładami normalnymi⁵⁰;
- na rynku występują instrumenty wolne od ryzyka, które mogą być nabywane przez inwestorów;
- brak asymetrii informacji na rynku;
- aktywa są podzielne i łatwo zbywalne;
- aktywa można kupować i sprzedawać bez dodatkowych prowizji i opłat.

Podstawowy wniosek, płynący z modelu CAPM, wskazuje na liniową zależność w długim okresie między stopami zwrotu z portfeli a ryzy-

46 Podstawowa koncepcja tej teorii dotyczyła dywersyfikacji ryzyka, czyli wyboru takich instrumentów do portfela, których kursy nie rozwijają się podobnie. L. Kruschwitz, *Finansowanie i inwestycje*, Warszawa 2007, s. 163.

47 Zob. H. M. Markowitz, *Portfolio selection: efficient diversification of investments*, New York 1959.

48 Model Wyceny Aktywów Kapitałowych. Jego niezależnymi twórcami byli W. Sharpe, J. Lintner, J. Mossin. Model CAPM jest fundamentem nowoczesnej teorii inwestowania na rynku kapitałowym. Szerzej: K. Jajuga (red.), *Metody ekonometryczne i statystyczne w analizie rynku kapitałowego*, Wrocław 2000, s. 93; M. Kicia, *Strategia inwestycyjna oparta na modelu CAPM*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Strategie i instrumenty alokacji kapitału finansowego*, Lublin 2004, s. 237–246; T. T. Czerwińska, *Zastosowanie miar efektywności zarządzania portfelem do oceny działalności inwestycyjnej otwartych funduszy emerytalnych*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu” 2003, nr 990, s. 500–508; J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe...*, s. 452.

49 C. L. Lachman, *Exchange risk: a capital asset pricing model framework*, „Journal of Financial and Strategic Decisions” 1996, Vol. 9, No. 1, s. 1.

50 A. Adamczak, T. Jurkiewicz, *Empiryczna weryfikacja modelu CAPM a założenia o normalności rozkładu stóp zwrotu*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu” 2003, nr 990, s. 307–311.

kiem⁵¹. Inwestorzy otrzymują wynagrodzenie za ponoszenie ryzyka rynkowego⁵², natomiast przejęcie ryzyka niebędącego ryzykiem rynkowym nie jest wynagradzane dodatkowym zyskiem⁵³.

Okazuje się, że uchylenie niektórych założeń modelu CAPM dało taki sam model. W przypadku innych założeń powstały inne wersje modelu. Najistotniejszą jest tzw. CAPM z zerowym współczynnikiem beta. W tej wersji modelu uchylono założenie o nieograniczonej możliwości udzielania bądź zaciągania kredytu przy stopie wolnej od ryzyka. Postać modelu zero-beta CAPM jest podobna do modelu CAPM, z tym że stopa wolna od ryzyka została zastąpiona stopą zwrotu portfela, którego współczynnik beta wynosi zero (nie musi on zawierać tylko instrumentów wolnych od ryzyka)⁵⁴.

Benchmark w szerokim sensie oznacza wzorzec odniesienia dla wybranych instrumentów. Wykorzystywany jest w analizie porównawczej efektywności w jednorodnej grupie funduszy inwestycyjnych, w celu zachowania porównywalności materiału statystycznego. Odpowiada możliwemu do zainwestowania portfelowi, który odzwierciedla poziom ryzyka i oczekiwaną stopę zwrotu aktywnego portfela danego funduszu w przypadku, gdy ten nie jest aktywnie zarządzany⁵⁵. Wzorzec odniesienia pełni następujące role na rynku funduszy inwestycyjnych:

- jest punktem odniesienia do porównań między portfelami;
- umożliwia wytypowanie funduszy osiągających najlepsze wyniki;
- pozwala wskazać źródło wyników funduszy.

Dobry benchmark powinien mieć następujące cechy⁵⁶:

- niedwuznaczność – powinien być jasno sformułowany i nie powinien się go zmieniać z okresu na okres;
- niezależność – powinien być obliczany przez niezależne podmioty, aby umożliwić sprawiedliwe porównanie;
- dostępność – nie tylko sam benchmark, ale także elementy składowe i ich wagi powinny być dostępne;
- inwestowalność – możliwość inwestowania we wszystkie instrumenty wchodzące w skład benchmarku;
- odpowiedniość – powinien odpowiadać danej strategii.

51 Obejmującym również ryzyko systematyczne.

52 E. J. Elton, M. J. Gruber, *Nowoczesna teoria inwestowania*, Warszawa 1998, s. 437.

53 L. Kruschwitz, *Finansowanie i inwestycje*, Warszawa 2007, s. 214.

54 K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje...*, s. 173.

55 D. Dawidowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 73.

56 C. R. Bacon, *Practical Portfolio Performance Measurement and Attribution*, New Jersey 2008, s. 39.

Zwykle jako benchmark stosuje się albo podstawowe indeksy rynków giełdowych⁵⁷ (o znaczeniu globalnym⁵⁸ lub lokalnym), albo ich kombinacje z wybranymi instrumentami finansowymi (specjalnie skonstruowane portfele inwestycyjne). Indeksy są miarami statystycznymi obrazującymi zmiany cen wybranych grup instrumentów. Stanowią syntetyczną informację o stanie rynku lub jego segmentach w badanym okresie. Podstawą wyliczenia indeksów giełdowych są średnie historycznych wartości papierów wartościowych, wchodzących w skład poszczególnych indeksów⁵⁹.

Elementy, na które zwraca się uwagę przy konstrukcji indeksu to przede wszystkim: wielkość próby i jej reprezentatywność⁶⁰, sposób szacowania średniej (geometrycznej lub arytmetycznej⁶¹) oraz system wag, przypisywanych czynnikom wchodzącym w skład indeksu (indeksy wagi). Obecnie coraz częściej indeksy giełdowe wykorzystuje się jako podstawę do tworzenia certyfikatów inwestycyjnych, produktów strukturyzowanych i ETF-ów⁶². W Polsce podmiotem zajmującym się konstruowaniem indeksów jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

57 Indeksy mogą być wykorzystywane w różnym celu, nie tylko jako benchmarki, ale np. jako wskaźnik ogólnej kondycji gospodarczej państwa. Za pomocą indeksów są śledzone nastroje konsumentów, a zdobyte informacje służą ekonomistom do przewidywania poziomów sprzedaży i zysków. R. A. Ferri, *All About Index Funds: A Guidebook to Investment Success*, New York 2007, s. 8–9.

58 Przykładem globalnego benchmarku może być indeks rynków wschodzących MSCI Emerging Markets (MSCI EM). Indeks ten uwzględnia akcje ponad 850 spółek z 25 krajów, w tym 25 polskich spółek wchodzących do indeksu WIG szerokiego rynku.

59 Do metod stosowanych przy budowie indeksów giełdowych zalicza się m.in.: średnią arytmetyczną bieżących cen akcji, średnią arytmetyczną/geometryczną procentowej zmiany akcji w indeksie, iloraz wartości rynkowej akcji użytych do obliczeń w stosunku do początkowej wartości rynkowej wszystkich akcji. E. K. Reilly, K. C. Brown, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, cz. I, Warszawa 2001, s. 225–232.

60 Im większa próba, tym większa reprezentatywność danego indeksu.

61 Średnia geometryczna jest mniej obciążona w stosunku do średniej arytmetycznej.

62 ETF (ang. *Exchange Traded Fund*) to otwarty fundusz inwestycyjny notowany na giełdzie, którego celem jest odzwierciedlenie zachowania się danego indeksu giełdowego (instrumenty replikujące indeks giełdowy). Cechą charakterystyczną tego funduszu jest umożliwienie stałej (codziennej) kreacji i umarzania jednostek (tytułów uczestnictwa). Notowania tytułów uczestnictwa funduszu typu ETF odbywają się na giełdzie na takich samych zasadach jak notowania akcji. A. Szopa, *Między ryzykiem a stopą zwrotu. Nowe instrumenty finansowe*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Lublin 2009, s. 130–131. Zob. W. Nawrot, *Exchange-Traded Funds (ETF). Nowe produkty na rynku funduszy inwestycyjnych*, Warszawa 2007.

(GPW). Rodzaje indeksów⁶³ dostarczanych przez GPW przedstawiono w schemacie 19.

Obecnie GPW publikuje 25 indeksów giełdowych⁶⁴. Najstarszym spośród nich jest indeks WIG (Warszawski Indeks Giełdowy)⁶⁵. Pierwsza publikacja indeksu WIG miała miejsce podczas pierwszej sesji giełdowej 14 kwietnia 199 r.⁶⁶ Obecnie obejmuje on wszystkie spółki notowane na Głównym Rynku GPW, które spełniają bazowe kryteria uczestnictwa w indeksach. W indeksie WIG przestrzegana jest zasada dywersyfikacji, ograniczająca udział pojedynczej spółki i sektora giełdowego. WIG jest indeksem dochodowym i przy jego obliczaniu uwzględnia się zarówno ceny zawartych w nim akcji, jak i dochody z dywidend i praw poboru.

Stosunkowo często wykorzystywany jest indeks WIG20, który jest obliczany na podstawie wartości portfela akcji 20 największych i najbardziej płynnych spółek z Głównego Rynku GPW⁶⁷. Jest to indeks typu cenowego, co oznacza, że przy jego obliczaniu bierze się pod uwagę jedynie ceny zawartych w nim transakcji, a nie uwzględnia się dochodów z tytułu dywidend. WIG20 jest indeksem bazowym dla indeksów WIG20short, WIG20lev, WIG20TR⁶⁸.

63 Wyróżnia się indeksy dochodowe, cenowe i inne. Indeksom dochodowym nazywa się indeks, który uwzględnia poza cenami akcji wchodzących w jego skład także dochody z dywidend i praw poboru. W indeksie cenowym natomiast pomija się dywidendy oraz dochody z praw poboru, uwzględniając tylko ceny akcji. Indeksy cenowe są najczęściej brane pod uwagę jako podstawa dla instrumentów pochodnych oraz innych produktów inwestycyjnych. W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy...*, s. 192.

64 Spółki wchodzące w skład poszczególnych indeksów muszą spełniać tzw. kryteria podstawowe, do których zaliczamy: wartość akcji w wolnym obrocie powyżej 1 mln EUR, liczba akcji w wolnym obrocie powyżej 10%, brak szczególnego oznaczenia spółki, z udziału w indeksie dyskwalifikowane są spółki zakwalifikowane do segmentu Lista Alertów i znajdujące się w Strefie Niskiej Płynności.

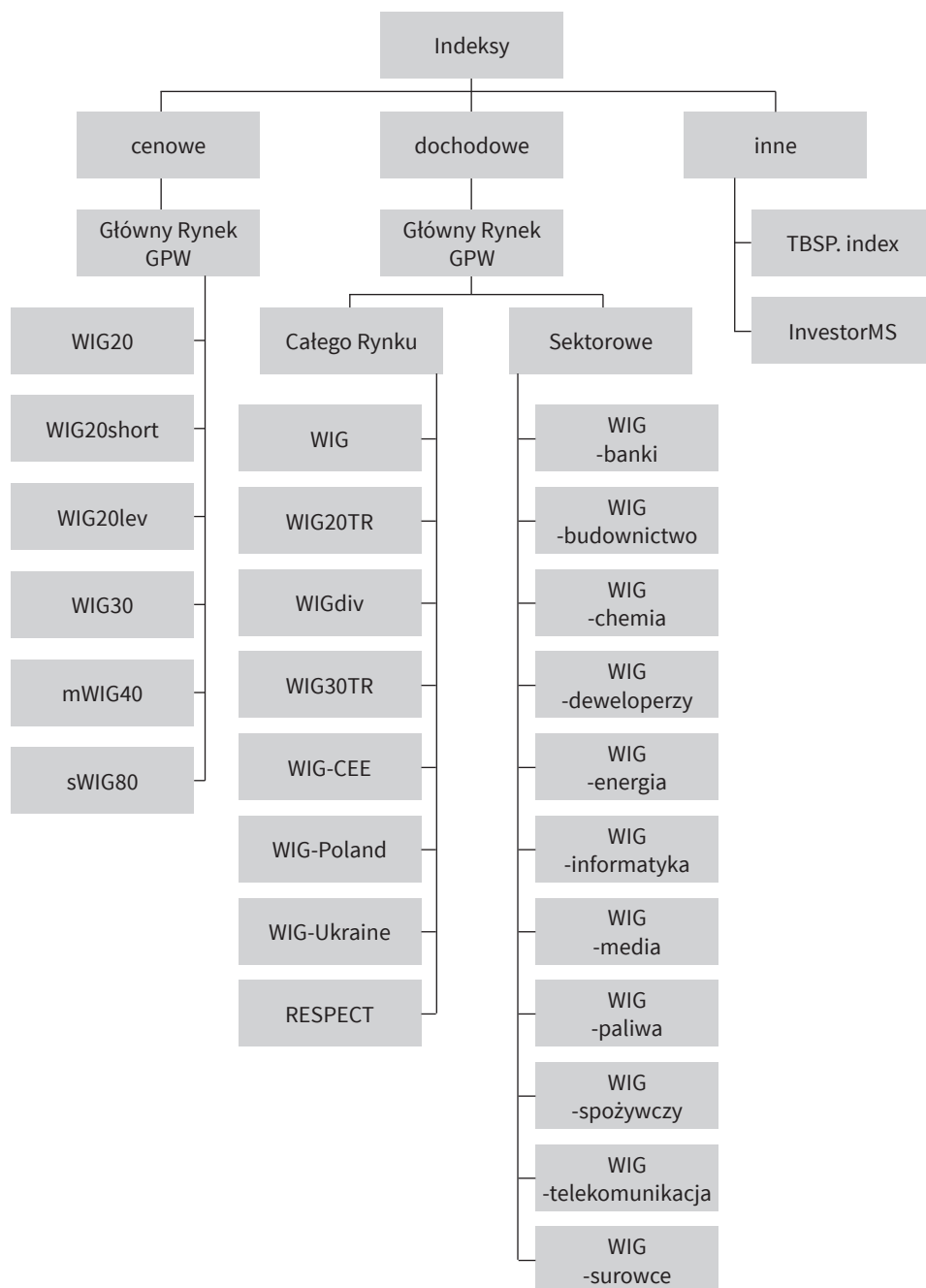
65 *Portfele indeksów – WIG*, GPW, http://www.gpw.pl/portfele_indeksow#WIG (28.10.2014). W Stanach Zjednoczonych pierwszy indeks giełdowy (cenowy) został opublikowany w 1896 r. przez Charles Dow. Niedługo po tym indeks Dow Jones Industrial Average stał się benchmarkiem dla wszystkich inwestorów giełdowych. R. A. Ferri, *All about Index Funds...*, s. 31; *Dow Jones Indexes*, <http://www.djaverages.com/> (28.10.2014). Szerzej: E. E. Faerber, *All about Stocks...*, s. 75–76.

66 Trzy lata później opublikowano drugi indeks giełdowy WIG20. W dalszej kolejności pojawiały się takie indeksy jak: WIRR, NIF, MIDWIG itd. *Indeksy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, Warszawa, lipiec 2010, s. 3.

67 Nie może w nim uczestniczyć więcej niż 5 spółek z jednego sektora giełdowego.

68 *Indeksy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, Warszawa, kwiecień 2014, s. 8.

Schemat 19. Rodzaje indeksów konstruowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie publikacji *Indeksy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, Warszawa, kwiecień 2015.

Dużą grupę indeksów giełdowych stanowią subindeksy sektorowe, obliczane dla spółek z poszczególnych branż⁶⁹.

Na przestrzeni lat doszło do wielu zmian w publikowanych przez GPW indeksach – niektóre zostały zastąpione nowymi⁷⁰, inne przestały być publikowane⁷¹, ponadto pojawiło się wiele nowych⁷².

Na zagranicznych giełdach również konstruowane są indeksy giełdowe⁷³. Do najpopularniejszych należą⁷⁴:

- Dow Jones Industrial Average (DJIA);
- Standard & Poor's 500 (S&P 500);
- NASDAQ⁷⁵ Composite;
- Financial Times Stock Exchange 100 Index (FTSE)⁷⁶;
- Deutscher Aktienindex (DAX);
- Cotation Assistée en Continu (CAC 40);
- Shanghai Stock Exchange Composite (SSE Composite).

Klasykna konstrukcja indeksów giełdowych nie jest idealna, pojawia się bowiem problem związany z uwzględnieniem w indeksie nowych

69 Szerzej na temat subindeksów sektorowych i ich wykorzystania do oceny dochodowości i ryzyka inwestowania w akcje w: I. Konarzewska, *Dochody i ryzyko inwestowania na GPW w Warszawie – analizy sektorowe 2000–2002*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu” 2003, nr 990, s. 225–236.

70 Przykładem może być indeks WIRR – Warszawski Indeks Rynku Równoległego, którego kontynuacją jest indeks sWIG80 obejmujący 80 małych spółek notowanych na Głównym Rynku GPW. Zmianie uległa konstrukcja indeksu – z dochodowego na cenowy. Innym przykładem indeksu zastąpionego przez drugi indeks jest MIDWIG – został on zastąpiony przez indeks mWIG40 (obejmuje 40 średnich spółek notowanych na Głównym Rynku GPW, jest indeksem typu cenowego). *Indeksy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, Warszawa, lipiec 2010, s. 6–7.

71 Przykładem jest NIF – Indeks Narodowych Funduszy publikowany w latach 1997–2005. Ostatnim indeksem, którego zaprzestano publikować jest TechWIG – indeks obejmujący spółki giełdowe zakwalifikowane do Segmentu Innowacyjnych Technologii SiTECH notowane na GPW.

72 Na przykład WIG20short, WIG20lev, RESPECT, WIG-energia. Indeksy te zaczęto publikować w 2009 r.

73 Najpopularniejsze indeksy giełdowe reprezentujące koniunkturę w Europie i Stanach Zjednoczonych posłużyły A. Bukietyńskiej i M. Czekale do zbadania współzależności koniunktury na GPW z innymi giełdami światowymi. Szerzej: A. Bukietyńska, M. Czekala, *Współzależność koniunktury na GPW w Warszawie z innymi giełdami światowymi*, [w:] B. Kołosowska, P. Prewysz-Kwinto (red.), *Gospodarka i finanse w warunkach globalizacji*, Toruń 2008, s. 83–90.

74 Szerzej: F. J. Fabozzi et al., *Handbook of Commodity Investing*, New Jersey 2008, s. 173–174.

75 National Association of Securities Dealers Automated Quotations.

76 Zwany „Footsie”.

papierów wartościowych, wypłat dywidend przez spółki akcyjne lub problem związany z podziałem akcji (tzw. *split*). Aby zachować ciągłość wartości indeksów giełdowych, muszą być one uzupełniane tzw. współczynnikiem korygującym⁷⁷.

W przypadku benchmarków dla funduszy inwestycyjnych ważna jest ich prawidłowa budowa i dobór poszczególnych elementów tworzących wzorzec odniesienia⁷⁸. Dobry benchmark powinien charakteryzować się przede wszystkim mierzalnością, przejrzystością i przewidywalnością. Oczywiście nawet wzorzec mający te cechy nie będzie idealny, a nawet może się okazać, że jest nieprawidłowy. Takiej pewności nie można mieć zwłaszcza dla wzorców o bardzo złożonych konstrukcjach, w których często przyjmowane są uproszczenia. Konstruowanie benchmarków⁷⁹ powierza się najczęściej renomowanym spółkom zarządzającym funduszami, uznanym firmom specjalizującym się w rankingach funduszy lub spółkom powiązanim z największymi bankami inwestycyjnymi. Dobór odpowiedniego benchmarku dla poszczególnych rynków funduszy inwestycyjnych zależy od takich czynników, jak:

- polityka inwestycyjna funduszu;
- cel inwestycyjny funduszu;
- akceptowalny poziom ryzyka danego funduszu.

Na podstawie wskazanych czynników w literaturze przedmiotu proponowane są zbliżone do siebie konstrukcje wzorców odniesienia dla poszczególnych rynków funduszy inwestycyjnych⁸⁰. Wzorce odniesienia, proponowane przez D. Dawidowicza, zostały zaprezentowane w tabeli 15.

77 D. Dawidowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 79.

78 Najczęściej benchmark tworzą najlepsze podmioty w badanej zbiorowości. Jednym z narzędzi pomocnych w wyborze benchmarków jest analiza efektywności wykorzystująca krzywe efektywności. Analiza ta dostarcza całościowego, opartego na obiektywnych kryteriach i wyrażonego liczbowo pomiaru efektywności podmiotów badanej zbiorowości wraz z ich rankingiem (w literaturze ekonomicznej nosi to nazwę efektywności typu X – ang. *X-efficiency*). Wśród metod pomiaru efektywności wykorzystujących krzywe efektywności wyróżnia się metody nieparametryczne (DEA – *Data Envelopment Analyses*, FDH – *Free Disposal Hull*) i parametryczne (SFA – *Stochastic Frontier Analysis*, DFA – *Distribution Free Approach*, TFA – *Thick Frontier Approach*). Szerzej: M. Kisielewska, *Charakterystyka wybranych metod...*, s. 260–278.

79 Na temat metodologii konstruowania benchmarków szerzej w: C. R. Bacon, *Practical Portfolio...*, s. 40–47.

80 Zob. Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, *Raport 2004*, http://www.izfa.pl/files_user/dane/raport_2004.pdf, s. 26–31; D. Dawidowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 74–75; E. Ostrowska, A. Merchel, *Fundusze inwestycyjne na rynku finansowym – stopy zwrotu i benchmarki*, [w:] W. Tarczyński (red.), *Rynek kapitałowy – skuteczne inwestowanie*, Szczecin 2002, s. 60.

Przedstawione wzorce odniesienia wynikają z polityki inwestycyjnej poszczególnych typów funduszy. Przyjęto w nich pewne uproszczenia podyktowane złożonością polityki inwestycyjnej, prowadzonej przez fundusze. W tabeli 15. wskazano, że podstawę wzorców odniesienia dla funduszy inwestycyjnych stanowi indeks WIG i średnia rentowność bonów skarbowych (głównie 52-tygodniowych). Problematiczne staje się określenie wspólnego wzorca odniesienia dla funduszy rynków zagranicznych. Wynika to z różnic w przyjętych wzorcach odniesienia, którymi są znane światowe indeksy giełdowe oraz indeksy obligacji lub ich złożone konstrukcje⁸¹. Problem dotyczy też określenia wzorca odniesienia m.in. dla funduszy sekurytyzacyjnych⁸², które jako fundusze zamknięte emitujące certyfikaty inwestycyjne w ofertach niepublicznych nie mają obowiązku podawania do publicznej wiadomości przyjętych wzorców odniesienia.

Tabela 15. Wzorce odniesienia dla rynków funduszy inwestycyjnych

Rynek funduszy inwestycyjnych	Wzorec odniesienia
Fundusze inwestycyjne polskich akcji	90% indeks WIG + 10% średnia rentowność 52- tyg. bonów skarbowych
Fundusze inwestycyjne zrównoważone	50% indeks WIG + 50% średnia rentowność 52- tyg. bonów skarbowych
Fundusze inwestycyjne stabilnego wzrostu	30% indeks WIG + 70% średnia rentowność 52- tyg. bonów skarbowych
Fundusze inwestycyjne obligacji polskich	100% średnia rentowność 52- tyg. bonów skarbowych
Fundusze inwestycyjne rynku pieniężnego	100% średnia rentowność 13- tyg. bonów skarbowych

Źródło: D. Dawidowicz, *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje...*, s. 75.

81 D. Dawidowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 75.

82 Ze względu na przedmiot inwestycji funduszy sekurytyzacyjnych zasadne byłoby wykorzystanie indeksów ryzyka płatniczego do budowy benchmarku. Najbardziej znane indeksy tego typu dostarczane są przez Euler Hermes (Wskaźnik Moralności Płatniczej – *Payment Morality Index PMI*, będący oceną wystawioną każdemu z monitorowanych przez Euler Hermes przedsiębiorstw na podstawie jego historycznych i bieżących zachowań płatniczych), Intrum Justitia (Europejski Indeks Płatniczy – stosowany jest do porównań gospodarek, regionów i sektorów), Creditreform (Indeks Zdolności Płatniczej – obliczany jest na podstawie 15 cech dotyczących wiarygodności płatniczej i informacji z analiz branżowych). Szerzej: D. Zawadzka, *Rynkowe indeksy ryzyka wzajemnych rozliczeń pieniężnych przedsiębiorstw*, [w:] P. Karpuś, J. Węćławski (red.), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Lublin 2009, s. 707–713.

W literaturze jednym z proponowanych alternatywnych rozwiązań jest konstrukcja wzorca odniesienia typu funduszy inwestycyjnych. Wagą takiego indeksu może być wartość aktywów netto funduszy. Wzór indeksu typu funduszy inwestycyjnych, ważonego wartością aktywów netto, ma postać⁸³:

$$Indeks_{Fit} = \sum_{i=1}^n \left(\frac{P_{j.u.i,t}}{P_{j.u.i,t-1}} \right) \left(\frac{WAN_{i,t}}{\sum_{i=1}^n WAN_{i,t}} \right) \times I(t-1) \quad (2)$$

gdzie:

$Indeks_{Fit}$ – wartość indeksu funduszy inwestycyjnych danego typu w okresie t ;
 $P_{j.u.i,t}$ – cena jednostki uczestnictwa funduszu inwestycyjnego i w okresie t ;
 $P_{j.u.i,t-1}$ – cena jednostki uczestnictwa funduszu inwestycyjnego i w okresie $t-1$;
 $WAN_{i,t}$ – wartość aktywów netto funduszu inwestycyjnego i w okresie t ;
 n – liczba funduszy inwestycyjnych wchodzących w skład indeksu;
 $I(t-1)$ – wartość indeksu w okresie $t-1$.

Dodatkowe założenia to:

$$\sum_{i=1}^n \left(\frac{WAN_{i,t}}{\sum_{i=1}^n WAN_{i,t}} \right) = 1 \quad \text{i} \quad 0 \leq \left(\frac{WAN_{i,t}}{\sum_{i=1}^n WAN_{i,t}} \right) \leq 1 \quad (3)$$

W związku z tym, że polski rynek funduszy inwestycyjnych stanowi obecnie część rynku Unii Europejskiej, zasadne jest porównanie polskich funduszy sekurytyzacyjnych z funduszami sekurytyzacyjnymi z innych krajów europejskich. Miarą, która pozwala na porównanie poszczególnych rynków funduszy jest wskaźnik wartości aktywów netto funduszy na 1 mieszkańca danego kraju⁸⁴.

Obecnie nie istnieją odpowiednie indeksy dla rynku funduszy inwestycyjnych, które pozwoliłyby w łatwy i szybki sposób określić, jakie zmiany zachodzą na tym rynku, a także brak jest takich indeksów, które mogłyby posłużyć jako wzorce odniesienia do oceny efektywności funduszy inwestycyjnych.

83 D. Dawidowicz, *Możliwość wykorzystania indeksu funduszy inwestycyjnych jako wzorca odniesienia do wyników funduszy inwestycyjnych*, [w:] A. Bogus, M. Wypych (red.), *Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw w skali narodowej i europejskiej*, Warszawa 2007, s. 221.

84 D. Dawidowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 48. W przypadku funduszy sekurytyzacyjnych funkcjonujących w Europie, najwyższy wskaźnik wartości aktywów netto funduszy sekurytyzacyjnych przypadających na jednego mieszkańca posiada Francja.

4.2.3. Miary efektywności funduszy inwestycyjnych

Jedną z najważniejszych charakterystyk decydujących o wyborze danego funduszu inwestycyjnego są jego wyniki inwestycyjne. Do oceny efektywności portfeli inwestycyjnych wykorzystuje się głównie metody porównawcze, gdzie ważne jest przyjęcie właściwego wzorca odniesienia. Istotne jest również, aby charakterystyki badanych portfeli inwestycyjnych były porównywalne. Elementami służącymi tym porównaniom są miary oceny wyników funduszy inwestycyjnych. W literaturze przedmiotu wyodrębnia się dwie grupy miar służących ocenie efektywności funduszy inwestycyjnych. Pierwsza z nich pomija ryzyko inwestycyjne związane z danym funduszem inwestycyjnym. W drugiej grupie znajdują się miary złożone uwzględniające zarówno stopę zwrotu, jak i ryzyko inwestycyjne (*risk-adjusted rates of returns*). Podstawowym zadaniem miar efektywności funduszy inwestycyjnych jest pomiar zjawisk i procesów, na podstawie których przeprowadza się ocenę danego funduszu, a następnie wykorzystanie ich do podjęcia decyzji ekonomicznych⁸⁵.

Najprostszy i zarazem najbardziej wymierny wskaźnik oceniający efektywność funduszy inwestycyjnych to **stopa zwrotu**⁸⁶ (*raw return*) uzyskiwana przez inwestorów. Wysoka stopa zwrotu z inwestycji oznacza, iż w danej inwestycji tworzona jest wartość dodana dla inwestorów⁸⁷. Dzięki swojej konstrukcji stopa zwrotu daje możliwość porównania jej ze stopami zwrotu z innych inwestycji dla tego samego okresu⁸⁸. Podstawowym powodem wykorzystywania w analizach stóp zwrotu zamiast cen jest fakt, iż stopy zwrotu mają lepsze właściwości statystyczne niż ceny⁸⁹.

85 Por. J. Zygmunt, *Efektywność ekonomiczna przedsiębiorstwa w aspekcie zachodzących w nim procesów inwestycyjnych*, [w:] W. Pluta (red.), *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2006, nr 1109, s. 769.

86 Dla niektórych inwestycji stopa zwrotu jest miernikiem ustawowym, np. Otwarte Fundusze Emerytalne. Szerzej: M. Kawiński, *Inwestycje kapitałowych funduszy emerytalnych – analiza strategii inwestycyjnej i wyników*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu” 2003, nr 990, s. 236–249.

87 Maksymalizacja wartości dla właścicieli jest obecnie uważana za podstawowy cel działania przedsiębiorstwa, a wzrost wartości instrumentów finansowych tj. akcji lub udziałów jest postrzegany jako uniwersalna miara efektywności funkcjonowania przedsiębiorstw. M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Warszawa 2008, s. 48.

88 Stopy zwrotu z wartości jednostek uczestnictwa podawane są dla różnych okresów, np. jeden dzień, tydzień, miesiąc, kwartał, pół roku, rok, 2 lata, 3 lata, 5 lat.

89 J. Nowakowski i in., *Portfel inwestycyjny banku. Konstrukcja i zarządzanie portfelem papierów wartościowych*, Warszawa 2002, s. 129.

Istnieje wiele rodzajów stóp zwrotu. Należą do nich m.in.⁹⁰:

- prosta stopa zwrotu (zwana też oczekiwaną lub historyczną stopą zwrotu) – przy braku kapitalizacji (kapitalizacja zgodna z horyzontem inwestycyjnym);
- efektywna stopa zwrotu – przy kapitalizacji rocznej;
- logarytmiczna stopa zwrotu (ciągła złożona stopa zwrotu) – przy kapitalizacji ciągłej;
- średnia arytmetyczna stopa zwrotu – stopa zwrotu uśredniona, wyznaczona na podstawie stóp zwrotu uzyskanych w różnych okresach w przeszłości;
- średnia geometryczna stopa zwrotu – stopa zwrotu uśredniona, wyznaczona na podstawie stóp zwrotu uzyskanych w różnych okresach w przeszłości, jest mniej obciążona niż średnia arytmetyczna;
- stopa zwrotu netto – uwzględnia koszty związane z zarządzaniem portfelem (opłaty za zarządzanie, opłaty manipulacyjne, podatki itp.);
- dodatkowa stopa zwrotu – różnica między stopą zwrotu funduszu inwestycyjnego a stopą zwrotu wzorca odniesienia;
- stopa zwrotu ważona kapitalizacją kapitału – określana jako wewnętrzna stopa zwrotu, stosowana w przypadku występowania przepływów pieniężnych;
- stopa zwrotu ważona czasem – stopa zwrotu z jednej jednostki pieniężnej, stosowana w przypadku występowania przepływów pieniężnych;
- stopa zwrotu hybrydowa – mieszana koncepcja stopy zwrotu ważonej kapitalizacją kapitału i stopy zwrotu ważonej czasem.

Prosta stopa zwrotu obliczana jest według wzoru⁹¹:

$$R_t = \frac{WJU_{t+1} - WJU_t}{WJU_t} \times 100\% \quad (4)$$

gdzie:

R_t – stopa zwrotu z funduszu inwestycyjnego;

WJU_{t+1} – wartość jednostki uczestnictwa na koniec okresu;

WJU_t – wartość jednostki uczestnictwa na początek okresu.

W literaturze występuje również wzór na stopę zwrotu, gdzie w liczniku uwzględniona jest dodatkowo dywidenda lub dochody z odsetek. Jednak w przypadku polskich funduszy inwestycyjnych generalnie nie

90 D. Dawidowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 83; K. Gabryelczyk, *Fundusze inwestycyjne*, Poznań 2008, s. 48–49.

91 K. Gabryelczyk, *Fundusze...*, s. 48.

istnieją takie stopy zwrotu⁹², dlatego w dalszej części pracy zastosowany zostanie wzór na stopę zwrotu bez dywidendy.

Prosta stopa zwrotu nie uwzględnia podatków i opłat publiczno-prawnych oraz opłat związanych ze zbywaniem i odkupowaniem jednostek uczestnictwa. Aby móc określić stopę zwrotu z inwestycji w jednostki uczestnictwa funduszu, powinno się uwzględnić dodatkowo takie koszty, jak⁹³:

- opłaty manipulacyjne za nabywanie i zbywanie jednostek uczestnictwa;
- opłaty za konwersję jednostek uczestnictwa;
- opłaty za zmianę jednostek uczestnictwa, dokonywaną między subfunduszami;
- opłaty za zarządzanie.

W sytuacji, gdy inwestor zainteresowany jest chwilowym zachowaniem stóp zwrotu, zamiast prostej stopy zwrotu należy zastosować wzór na ciągłą złożoną stopę zwrotu⁹⁴ (*continuously compounded rate of return*), będący logarytmem dziesiętnym z jej zwrotu:

$$R_t = \log(1 + R_t) = \log \frac{WJU_{t+1}}{WJU_t} \quad (5)$$

W praktyce do wiadomości inwestorów zawsze podawane są arytmetyczne stopy zwrotu. Wynika to przede wszystkim z faktu, że ich formuła jest prosta w obliczeniach oraz interpretacji. Arytmetyczna stopa zwrotu nie uwzględnia zmienności cen tytułów uczestnictwa danego funduszu, więc zawsze jest wyższa od stopy logarytmicznej. To skłania zarządzających funduszami do opierania się na arytmetycznej stopie zwrotu i wykazywania wyższych wyników⁹⁵.

W sytuacji, gdy stopa zwrotu wzorca odniesienia funduszu jest znana, istnieje możliwość wyznaczenia **dotatkowej stopy zwrotu**⁹⁶ (ER – *Excess*

92 Na rynku polskim występowały między innymi fundusze dywidendowe, do których można było zastosować zmodyfikowany wzór na stopę zwrotu uwzględniający dywidendę. Szerzej: K. Gabryelczyk, *Fundusze...*, s. 108–118.

93 Szerzej: M. Marcinkowska, *Ocena działalności instytucji finansowych*, Warszawa 2007, s. 462.

94 Przykład zastosowania takiej stopy zwrotu: M. Osińska, *Wpływ otwartych funduszy emerytalnych na rynek akcji w Polsce. Analiza zdarzeń*, [w:] H. Mamcarz (red.), *Rynki finansowe*, Lublin 2006, s. 214–221.

95 K. Gabryelczyk, *Fundusze...*, s. 49.

96 Przedstawiony wzór dotyczy arytmetycznej dodatkowej stopy zwrotu. Poza tą stopą zwrotu, można również wyznaczyć geometryczną dodatkową stopę zwrotu, ale jest ona stosowana rzadko.

Return, nadwyżkowa stopa zwrotu), która stanowi różnicę między stopą zwrotu uzyskaną przez fundusz inwestycyjny a stopą zwrotu wzorca odniesienia:

$$ER_t = R_t - R_m \quad (6)$$

gdzie:

ER_t – dodatkowa stopa zwrotu;

R_m – wartość stopy zwrotu wzorca odniesienia.

Dodatnia dodatkowa stopa zwrotu oznacza, że stopa zwrotu danego funduszu była wyższa od stopy zwrotu wzorca odniesienia przyjętego dla tego funduszu.

Na podstawie stóp zwrotu funduszu i wzorca odniesienia wyznacza się **premię za ryzyko**⁹⁷. Miara ta określa, o ile stopa zwrotu funduszu jest wyższa od stopy zwrotu wolnej od ryzyka. Miarę tę wyznacza się ze wzoru:

$$RP_t = R_t - R_f \quad (7)$$

gdzie:

RP_t – premia za ryzyko funduszu;

R_f – stopa wolna od ryzyka.

W podobny sposób wyznacza się premię za ryzyko rynkowe (RP_m)⁹⁸.

Kolejny wskaźnik – **odchylenie standardowe stopy zwrotu**⁹⁹ – jest klasyczną miarą ryzyka inwestycyjnego, podawaną najczęściej w informacjach dla inwestorów¹⁰⁰. Jest to statystyczna miara rozproszenia średnich

97 W modelu CAPM premia za ryzyko musi być dodatnia – jest to konsekwencją założeń tego modelu. J. Czekaj (red.), *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Warszawa 2008, s. 408.

98 Podstawiając w miejsce stopy zwrotu funduszu (R_t) stopę zwrotu wzorca odniesienia (R_m).

99 K. Jajuga proponuje jako miary zmienności ryzyka m.in. odchylenie przeciętne stopy zwrotu, które zamiast kwadratów uwzględnia wartości bezwzględne odchylenia od oczekiwanej stopy zwrotu oraz odchylenie ćwiartkowe stopy zwrotu będące miarą pozycyjną mającą u podstaw kwartyle rozkładu, które są wyznaczone na podstawie wszystkich możliwych stóp zwrotu (miara ta pomija 25% najwyższych i 25% najniższych wartości zmiennej ryzyka – stopy procentowej). K. Jajuga (red.), *Zarządzanie ryzykiem*, s. 42.

100 Ch. L. Jones, W. F. Sharpe, *Intelligent Portfolio: Practical Wisdom on Personal Investing from Financial Engines*, New Jersey 2008, s. 103. Zarówno odchylenie standardowe, jak i wariancja mimo wielu zwolenników i powszechnego użycia w praktyce do oceny ryzyka inwestycyjnego posiada również przeciwników, któ-

stóp zwrotu (osiąganych stóp zwrotu) wokół średniej arytmetycznej stopy zwrotu (oczekiwanej stopy zwrotu). Miara ta określa stopień zróżnicowania stóp zwrotu. Im wyższy współczynnik σ , tym wyższe ryzyko zmian wartości jednostki funduszu (ryzyko całkowite). Jest bardzo dobrą miarą umożliwiającą porównanie inwestycji pod kątem poziomu związanego z nimi ryzyka¹⁰¹. Odchylenie standardowe stopy zwrotu wyznacza się ze wzoru:

$$\sigma_t = \sqrt{\text{var}(R_t)} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (R_t - \bar{R}_t)^2}{n-1}} \quad (8)$$

gdzie:

σ_t – odchylenie standardowe funduszu inwestycyjnego;

$\text{var}(R_t)$ – wariancja stopy zwrotu z funduszu;

\bar{R}_t – średnia stopa zwrotu z funduszu.

Współczynnik zmienności, w przeciwieństwie do odchylenia standardowego stopy zwrotu, jest miarą ryzyka względnego¹⁰². Współczynnik ten jest ilorazem odchylenia standardowego stopy zwrotu funduszu i stopy zwrotu uzyskanej przez ten fundusz w określonym czasie. Informuje o wartości ryzyka całkowitego przypadającej na jednostkę stopy zwrotu funduszu¹⁰³. Im mniejsza wartość wskaźnika zmienności, tym ponoszone ryzyko jest mniejsze. Istotnym ograniczeniem tej miary jest brak możliwości zastosowania jej w sytuacji, gdy stopa zwrotu funduszu jest ujemna¹⁰⁴.

rzy wskazują na wady, jakimi te miary ryzyka są obarczone. Por. T. Czernik, *Miary ryzyka z rodziny ML*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu” 2003, nr 990, s. 91–97.

101 Wadą tego wskaźnika jest fakt, że jednakowo traktuje odchylenia dodatnie i ujemne. W rzeczywistości odchylenia ujemne są niepożądane, a dodatnie stwarzają możliwość większego zysku. Miarą pozbawioną tych wad jest semiodchylenie standardowe. Szerzej: A. Rutkowska-Ziarko, *Budowa portfela...*, s. 8–9.

102 Podobnie jak odchylenie standardowe, współczynnik zmienności należy do klasycznych miar ryzyka inwestycji w papiery wartościowe. Do klasycznych miar ryzyka inwestycyjnego zalicza się również semiodchylenie standardowe, zmiany ekstremalne, rozstęp i asymetrię stopy zwrotu. Szerzej: K. Miakisz, T. Czyżycki, *Klasyczne i alternatywne miary ryzyka*, [w:] W. Kulpa (red.), *Matematyczne aspekty ekonomii. Ryzyko – reasekuracja – równowaga*, Warszawa 2008, s. 23.

103 E. Nowak, *Matematyka i statystyka finansowa*, Warszawa 1997, s. 161.

104 W negatywnej koncepcji ryzyka wykorzystywane są kwantyle jako miary zmienności ryzyka. W literaturze, w odniesieniu do kwantyla rozkładu rozumianego jako miara ryzyka stosowana jest również nazwa poziom bezpieczeństwa (*safety level*). Im niższy poziom bezpieczeństwa, tym wyższe ryzyko. Z pojęcia kwantyla rozkładu wywodzi się miara ryzyka zwana wartością zagrożoną. K. Jajuga (red.), *Zarządzanie ryzykiem*, s. 45–47.

Klasyczny współczynnik zmienności wyznacza się ze wzoru:

$$V_t = \frac{\sigma_t}{R_t} \times 100\% \quad (9)$$

gdzie:

V_t – współczynnik zmienności.

Inwestor analizując współczynnik zmienności musi zdecydować, jak duże ryzyko (ile dodatkowych jednostek) jest w stanie ponieść, w zamian za dodatkową jednostkę zysku. Zasada minimalnego ryzyka względem zysku mówi, że za racjonalne inwestowanie uważa się takie, w których dąży się do minimalizacji współczynnika zmienności¹⁰⁵.

Współczynnik beta (β) – zwany współczynnikiem agresywności beta¹⁰⁶, podobnie jak odchylenie standardowe stopy zwrotu – jest klasyczną miarą ryzyka systematycznego. Miara ta pokazuje zależność (korelację) między zmianami wartości jednostki funduszu a wzorcem odniesienia¹⁰⁷ (benchmarkiem). Informuje, o ile jednostek w przybliżeniu wzrośnie lub spadnie stopa zwrotu badanego portfela w sytuacji, gdy stopa zwrotu rynku wzorcowego wzrośnie lub spadnie o jednostkę. Portfele o wyższym ryzyku systematycznym, co do zasady, będą przynosiły wyższe stopy w okresie hossy i większe straty w okresie bessy.

Przy obliczeniach współczynnika beta wykorzystuje się model regresji liniowej¹⁰⁸, przyjmując założenie, że stopa zwrotu z portfela inwestycyjnego w danym czasie jest liniową funkcją stopy zwrotu z portfela rynkowego.

Współczynnik beta wyznacza się ze wzoru¹⁰⁹:

$$\beta_t = \frac{\left(n \sum_{t=1}^n R_{Mt} R_t \right) - \left(\sum_{t=1}^n R_t \sum_{t=1}^n R_{Mt} \right)}{\left(n \sum_{t=1}^n R_{Mt} \right) - \left(\sum_{t=1}^n R_{Mt} \right)^2} = \frac{\text{cov}(R_{Mt}, R_t)}{\text{var}(R_{Mt})} \quad (10)$$

gdzie:

β_t – współczynnik beta funduszu w badanym okresie;

$\text{cov}(R_{Mt}, R_t)$ – kowariancja stopy zwrotu z funduszu i stopy zwrotu z portfela rynkowego;

$\text{var}(R_{Mt})$ – wariancja stopy zwrotu z portfela rynkowego.

105 W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy...*, s. 502.

106 To tangens kąta nachylenia linii charakterystycznej papieru wartościowego (SCL – Security Characteristic Line). J. Nowakowski i in., *Portfel...*, s. 178.

107 J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe...*, s. 458.

108 Współczynnik beta jest współczynnikiem kierunkowym równania regresji liniowej. T. Zieliński, *Ryzyko na rynku finansowym*, s. 49.

109 K. Gabryelczyk, *Fundusze...*, s. 50.

Wartość tego współczynnika równa 1 oznacza, że zmiany wartości jednostek inwestycyjnych są takie same jak zmiany wartości wzorca odniesienia (β wzorca odniesienia równa się 1). Fundusz, dla którego współczynnik beta jest równy 1 nazywa się funduszem neutralnym. Wartość współczynnika z przedziału (0:1) oznacza, że stopa zwrotu funduszu charakteryzuje się mniejszą zmiennością (*volatility*), czyli ryzykiem, niż portfel wzorcowy. W praktyce, wzrost lub spadek benchmarku o 1% powoduje, co do zasady, wzrost lub spadek wartości jednostki funduszu o mniej niż 1%. Takie fundusze inwestycyjne nazywane są defensywnymi. Wartość współczynnika beta poniżej 0 oznacza, że stopa zwrotu funduszu reaguje na zmiany odwrotnie niż stopa zwrotu rynku wzorcowego. Taka sytuacja występuje stosunkowo rzadko. Taki przypadek jest pożądany w sytuacji, gdy przewiduje się spadek stóp zwrotu większości papierów wartościowych na rynku. Wartość współczynnika beta na poziomie wyższym od 1 oznacza, że stopa zwrotu funduszu charakteryzuje się większą zmiennością niż stopa rynku wzorcowego¹¹⁰, czyli wzrost lub spadek wzorca odniesienia o 1% wpłynie, co do zasady, na wzrost lub spadek wartości jednostki o więcej niż 1%. Fundusz o współczynniku beta powyżej 1 nazywany jest funduszem agresywnym. W sytuacji, gdy współczynnik beta jest równy 0, wskazuje się na brak reakcji funduszu na zmiany zachodzące na rynku.

Współczynnik ten może posłużyć jako miernik wielkości ryzyka rynkowego, które zawierał fundusz w badanym okresie¹¹¹. Podobnie jak stopa zwrotu, współczynnik ten może być porównywany bezpośrednio ze współczynnikiem beta innych funduszy. Badania przeprowadzone przez

110 G. T. Haight et al., *How to Select Investment Managers and Evaluate Performance: A Guide for Pension Funds, Endowments, Foundations, and Trusts*, New Jersey 2008, s. 129–130; E. E. Faerber, *All about Stocks...*, s. 59.

111 W analizie finansowej poza wykorzystywaniem współczynnika beta do oceny wartości historycznych, wykorzystywane są jego wartości przyszłe. Tu jednak pojawia się problem stabilności bety (w praktyce wartość bety ulega zmianom w czasie). Szerzej na temat badań nad zmiennością wartości współczynnika beta w czasie: J. Brzeszczyński i in., *Zmienność wartości współczynnika beta w czasie na polskim rynku kapitałowym*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2010, s. 44–57; J. Brzeszczyński, J. Gajdka, *Beta estimation, forecasting and convergence*, [w:] W. Milo et al. (ed.), *Financial markets – principles of modelling forecasting and decision making*, Łódź 2006, s. 99–100; J. Brzeszczyński, J. Gajdka, *Tendencja zmian wartości współczynnika w warunkach polskiego rynku kapitałowego*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, cz. 2, Płock–Łódź 2006, s. 79–94.

R. F. Brunera¹¹², J. R. Grahama i C. R. Harveya¹¹³ wykazały, że wskaźnik beta stanowi najczęściej i najchętniej stosowaną w praktyce miarę ryzyka.

Wskaźnik błędu odwzorowania¹¹⁴ (*Tracking Error*), inaczej odchylenie standardowe dodatkowej stopy zwrotu, czyli odchylenie standardowe między stopą zwrotu funduszu a stopą zwrotu benchmarku. Oblicza się go ze wzoru:

$$TE_t = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (R_p - R_m)^2}{n}} \quad (11)$$

gdzie:

TE_t – błąd odwzorowania;

n – liczba okresów zwrotu.

Wskaźnik *Tracking Error* pozwala na dokonanie oceny zgodności efektów zarządzania portfelem z wynikami osiąganymi przez wzorzec odniesienia¹¹⁵. Im niższa jest wartość tego wskaźnika, tym lepsze jest odzwierciedlenie wyników benchmarku, czyli występuje większa zgodność. *Tracking Error* w mianowniku mierzy ilość tzw. ryzyka resztowego (nie-systematycznego). Jest to koszt aktywnego zarządzania, czyli wielkość losowych fluktuacji, na które inwestor nie ma wpływu i które mogą ewentualnie pogorszyć skutki podejmowanych decyzji inwestycyjnych¹¹⁶.

W dalszej części zostaną przedstawione miary efektywności funduszy inwestycyjnych, które poza stopą zwrotu uwzględniają także ryzyko związane z daną inwestycją. Najczęściej do oceny efektywności funduszy wykorzystuje się cztery jednowskaźnikowe miary, które różnią się między sobą definicjami ryzyka oraz sposobami jego uwzględniania. Zalicza się do nich¹¹⁷:

112 R. F. Bruner et al., *Best Practises in estimating the cost of capital: survey and synthesis*, "Financial Practice and Education" 1998, Vol. 8, No. 1, s. 13–28.

113 J. R. Graham, C. R. Harvey, *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*, "Journal of Financial Economics" 2001, Vol. 60, No. 1–2, s. 187–243.

114 Zwany wskaźnikiem błędu dopasowania. Zob. S. Buczek (red.), *Asset Management – zarządzanie aktywami w Polsce*, Warszawa 2006, s. 65.

115 Szerzej: D. Dawidowicz, *Tracking Error funduszy inwestycyjnych akcji polskich w okresie dekonjunkury*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Lublin 2009, s. 207–215.

116 Szerzej: C. Alexander, *Market Risk Analysis: Practical Financial Econometrics*, Chichester West Sussex 2008, s. 33–42; L. B. Chincarini, D. Kim, *Quantitative Equity Portfolio Management*, New York 2006, s. 276–277.

117 M. Marcinkowska, *Ocena działalności...*, s. 463–469; D. Dawidowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 83; K. Gabryelczyk, *Fundusze...*, s. 51–54, 93–103; J. Nowakowski

- wskaźnik Sharpe'a (*reward-to-variability ratio*, *Sharpe ratio*, *Sharpe index*, *Sharpe measure*);
- wskaźnik Treynora (*reward-to-volatility ratio*, *Treynor ratio*, *Treynor index*, *Treynor measure*);
- alfa Jensena;
- alfa Sharpe'a.

W literaturze przedmiotu wskaźniki te nazywa się stopami zwrotu ważonymi ryzykiem (*risk-adjusted rates of returns*)¹¹⁸. Przyjmują one różne mierniki ryzyka – ryzyko całkowite lub jedynie ryzyko niedywersyfikowalne. Wskaźnik Sharpe'a i wskaźnik Treynora są miarami wskaźnikowymi (miary bezwzględne, rezydualne), a alfa Jensena i alfa Sharpe'a – miarami różnicowymi.

Wskaźnik Sharpe'a, miara względna, która poddając ocenie efektywność portfela inwestycyjnego ukazuje relacje dodatkowej stopy zwrotu (tzw. nadwyżkowa stopa zwrotu, premia za ryzyko¹¹⁹) do ryzyka całkowitego portfela, mierzonego odchyleniem standardowym σ ¹²⁰. Wskaźnik ten służy do porównywania efektywności funduszy między sobą i zestawiania z benchmarkiem¹²¹. Obrazuje, jaki realny zysk (premię za ryzyko) otrzymał inwestor w przeliczeniu na jednostkę poniesionego ryzyka całkowitego. Dodatnia wartość wskaźnika informuje o tym, że fundusz zrealizował zysk większy od inwestycji wolnej od ryzyka. W przypadku ujemnej wartości wskaźnika – fundusz zanotował mniejszy zysk niż inwestycja wolna od ryzyka. Im wyższa wartość wskaźnika, tym większy zysk przypadający na jednostkę ryzyka. Taki fundusz jest postrzegany

i in., *Portfel...*, s. 185–187; E. Ostrowska, *Efektywność funduszy inwestycyjnych na polskim rynku finansowym – wskaźniki Sharpe'a, Treynora i Jensena*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu” 2003, nr 990, s. 196–204.

118 E. E. Faerber, *All about Stocks...*, s. 202; B. Chincarini, D. Kim, *Quantitative...*, s. 477–488.

119 Stopa zwrotu uzyskana przez dany fundusz pomniejszona o stopę zwrotu wolną od ryzyka, np. rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych (równoważne lokatom bankowym).

120 Według Sharpe'a, stopa zwrotu instrumentu zależy od oddziaływania pewnego czynnika (tzw. czynnika rynku), który może zostać przybliżony poprzez indeks rynku (będący substytutem portfela rynkowego). J. Nowakowski i in., *Portfel...*, s. 177; S. Śmiech, *Dynamiczna ocena efektywności portfeli wybranych funduszy inwestycyjnych*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2010, s. 422–430.

121 Por. C. R. Bacon, *Practical Portfolio...*, s. 67.

jako dobrze zarządzany, czyli atrakcyjny dla potencjalnych inwestorów. Ujemna wartość wskaźnika oznacza, że dany fundusz osiąga stopę zwrotu niższą od stopy wolnej od ryzyka, a więc takiej, którą uzyskuje się bez ponoszenia ryzyka (np. lokaty bankowe).

Użyteczność wskaźnika Sharpe'a jest praktycznie żadna, gdy obserwuje się inwestycje w fundusze, które w historycznym okresie inwestowania przyniosły ujemne średnie stopy zwrotu. Wówczas nierzadkie są sytuacje, kiedy spośród dwóch takich funduszy wskaźnik Sharpe'a nakazuje wybrać ten, który przynosi znacząco wyższą stratę. Ma to miejsce wówczas, gdy fundusz ten cechuje jednocześnie wyższa zmienność, opisana odchyleniem standardowym stopy zwrotu. Prowadzi to do nieracjonalnego rankingu w jednorodnej grupie funduszy inwestycyjnych, w okresach dekonjunktury rynkowej, generujących straty. Opisaną anomalię można wyeliminować, stosując modyfikację wskaźnika Sharpe'a¹²².

Wskaźnik efektywności Sharpe'a wyrażony jest wzorem:

$$S_{ht} = \frac{R_t - R_f}{\sigma_t} \quad (12)$$

gdzie:

S_{ht} – wskaźnik Sharpe'a;

R_t – wartość średniej stopy zwrotu funduszu w badanym okresie;

R_f – wartość średniej stopy wolnej od ryzyka w badanym okresie;

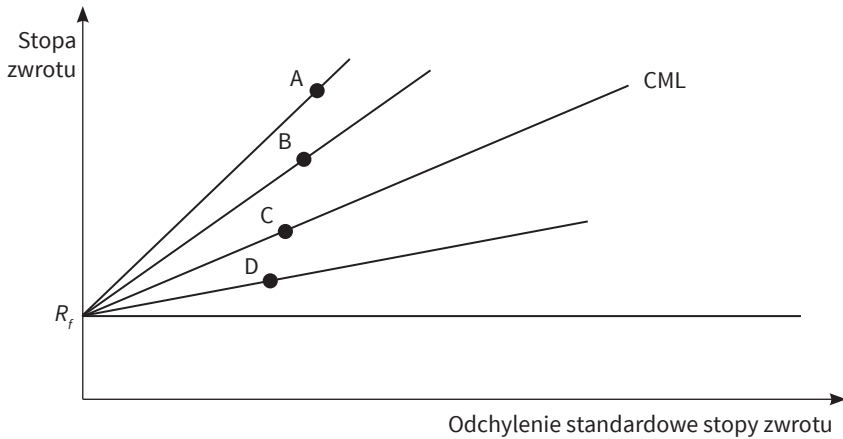
σ_t – odchylenie standardowe stopy zwrotu funduszu w badanym okresie.

Graficznie wskaźnik ten został zaprezentowany na schemacie 20. Przy prezentacji graficznej tego wskaźnika przyjmuje się, że wszystkie kombinacje danego funduszu z walorem wolnym od ryzyka znajdują się na linii o początku w punkcie wyznaczonym przez stopę wolną od ryzyka. Najefektywniejsze fundusze znajdują się najwyżej położonej prostej, wychodzącej z tego punktu (prosta o największym nachyleniu). Z tego wynika, że maksymalizacja wskaźnika Sharpe'a jest równoznaczna z maksymalizacją kąta nachylenia tej prostej¹²³. Schemat 20. stanowi ilustrację kilku takich kombinacji, z czego najefektywniejsza jest kombinacja A.

122 C. L. Israelsen, *A refinement to the Sharpe ratio and information ratio*, "Journal of Asset Management" 2005, Vol. 5, No. 6, s. 423–427.

123 M. Marcinkowska, *Ocena działalności...*, s. 466.

Schemat 20. Graficzna prezentacja wskaźnika Sharpe'a



Źródło: F. K. Reilly, K. C. Brown, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, cz. I, Warszawa 2001, s. 671.

Modyfikacją wskaźnika Sharpe'a¹²⁴ jest **wskaźnik Sortino**. Oficjalnie został on zastosowany w 1991 r. przez F. Sortino i R. van der Meer, a następnie w 1994 r. przez F. Sortino i L. N. Price'a. Wskaźnik Sortino zamiast stopy zwrotu wolnej od ryzyka uwzględnia minimalną akceptowaną przez inwestora stopę zwrotu, a zamiast odchylenia standardowego – semiodchylenie standardowe (uwzględniające tylko odchylenia *in minus* od minimalnej wymaganej stopy zwrotu)¹²⁵. Wskaźnik Sortino wyznacza się ze wzoru¹²⁶:

$$Sor_t = \frac{R_t - R_T}{\sigma_{Dt}} \quad (13)$$

gdzie:

Sor_t – wskaźnik Sortino;

R_T – minimalna akceptowana przez inwestora stopa zwrotu;

σ_{Dt} – semiodchylenie standardowe.

Wskaźnik Sortino do tej pory najczęściej wykorzystywano do oceny wyników funduszy hedgingowych, ale obecnie zaczyna być coraz częściej stosowany do oceny tradycyjnych funduszy inwestycyjnych, w tym głównie funduszy inwestujących w udziałowe instrumenty finansowe¹²⁷.

124 Z punktu widzenia ryzyka inwestycyjnego. Wskaźnik Sortino definiuje ryzyko w sposób niesymetryczny.

125 S. T. Rachev et al., *Advanced Stochastic Models...*, s. 177–178, 329–330.

126 C. R. Bacon, *Practical Portfolio...*, s. 96.

127 F. J. Fabozzi et al., *Handbook...*, s. 197; K. Gabryelczyk, *Fundusze...*, s. 55.

Wskaźnik Treynora przedstawia relację dodatkowej stopy zwrotu (tzw. nadwyżkowej stopy zwrotu, premii za ryzyko) do ryzyka systematycznego, określonego współczynnikiem beta. Wskaźnik ten służy do porównywania efektywności funduszy między sobą i z benchmarkiem. Obrazuje, jaki realny zysk (premię za ryzyko) otrzymał inwestor w przeliczeniu na jednostkę poniesionego ryzyka systematycznego, wyrażonego współczynnikiem beta. Dodatnia wartość wskaźnika świadczy o tym, że fundusz zrealizował zysk większy od inwestycji wolnej od ryzyka, natomiast ujemna wartość tego wskaźnika informuje o zanotowaniu przez fundusz mniejszego zysku niż inwestycja wolna od ryzyka. Im wyższa wartość wskaźnika Treynora, tym większy zysk przypadający na jednostkę ryzyka, czyli lepiej zarządzany fundusz. Ujemny wskaźnik oznacza, że dany fundusz osiąga stopę zwrotu niższą od stopy wolnej od ryzyka. Wskaźnik Treynora nie jest podawany dla funduszy papierów wierzycielskich (gdyż wówczas współczynnik beta, czyli mianownik wskaźnika Treynora, jest bliski zeru).

Wskaźnik efektywności Treynora wyrażony jest formułą:

$$T_t = \frac{R_t - R_f}{\beta_t} \quad (14)$$

gdzie:

T_t – wskaźnik Treynora;

β_t – ryzyko systematyczne funduszu w badanym okresie (współczynnik beta).

Graficzna prezentacja wskaźnika Treynora (schemat 21.) jest podobna jak w przypadku wskaźnika Sharpe'a. Wskaźnik Treynora jest przedstawiony jako współczynnik nachylenia prostej wychodzącej z punktu o współrzędnych (0; R_f) i przechodzącej przez punkt reprezentujący dany fundusz¹²⁸ (schemat 21. – punkty A, B, C). Najbardziej efektywnym funduszem będzie ten reprezentowany przez punkt A.

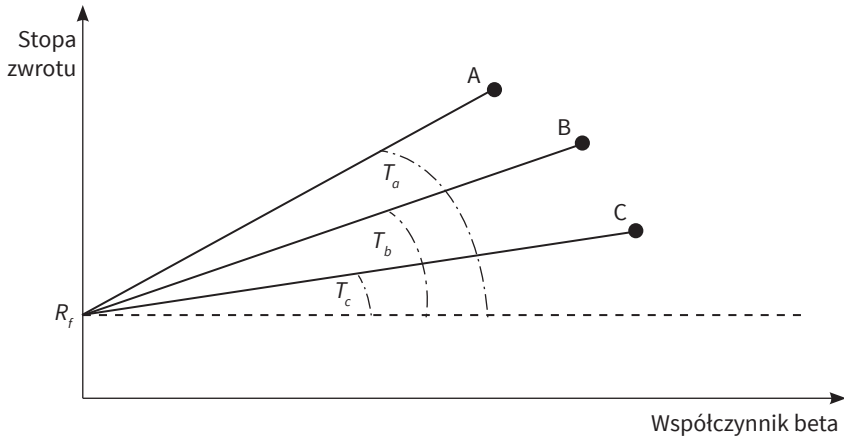
Różnica między wskaźnikiem Sharpe'a a wskaźnikiem Treynora polega na przyjęciu innej miary ryzyka. W miejsce odchylenia standardowego stopy zwrotu z funduszu, przyjmuje się wskaźnik beta (mierzący ryzyko systematyczne)¹²⁹. Słabo zdywersyfikowany portfel może mieć wysoki ranking ustalony za pomocą wskaźnika Treynora, ale już w przypadku wskaźnika Sharpe'a ranking ten może być niższy. W związku z tym, że wskaźniki Sharpe'a i Treynora dostarczają komplementarnych, choć różnych informacji, powinny być stosowane razem¹³⁰.

128 M. Marcinkowska, *Ocena działalności...*, s. 467.

129 C. R. Bacon, *Practical Portfolio...*, s. 75.

130 F. K. Reilly, K. C. Brown, *Analiza inwestycji...*, s. 671.

Schemat 21. Graficzna prezentacja wskaźnika Treynora



Źródło: J. C. Francis, *Inwestycje. Analiza i zarządzanie*, Warszawa 2000, s. 713.

Miara **alfa Jensena**¹³¹ jest odchyleniem przeciętnej stopy zwrotu portfela funduszu od stopy zwrotu, wyznaczonej zgodnie z modelem teoretycznym. Obliczana jest zatem jako różnica między średnią stopą zwrotu (uzyskaną przez fundusz w danym okresie) a oczekiwaną (teoretyczną) stopą zwrotu, czyli stopą zwrotu portfela wzorcowego (portfela rynkowego o takim samym poziomie ryzyka niedywersyfikowalnego)¹³². Wskaźnik Jensena nie porównuje uzyskanego przez fundusz zysku, ani względem ryzyka systematycznego, ani względem ryzyka całkowitego. Jest miarą absolutną.

Na podstawie wartości wskaźnika alfa Jensena dokonuje się oceny zarządzającego portfelem inwestycyjnym. Jeżeli w badanym okresie miara ta jest dodatnia, to świadczy to o dobrej efektywności zarządzania portfelem. Przyjmuje się wówczas, że zarządzający ma umiejętność wyboru papierów wartościowych „niedowartościowanych”, czyli za nisko wycenionych przez rynek. Jeżeli natomiast wartość wskaźnika alfa Jensena jest ujemna, świadczy to o słabej efektywności zarządzania rozpatrywanym portfelem¹³³. Im wyższa wartość alfa Jensena, tym większa część zmian nie zależy od zmian sytuacji na giełdzie.

131 Miara zaproponowana przez M. C. Jensena w 1969 r. Jest najbardziej popularnym miernikiem oceny efektywności inwestycji w fundusze. K. Gabryelczyk, *Fundusze...*, s. 53.

132 E. E. Faerber, *All about Stocks...*, s. 204–205.

133 Może to sugerować, że dobór instrumentów finansowych do portfela jest nieco przypadkowy.

Wskaźnik alfa Jensena wyznacza się ze wzoru:

$$\alpha_t = R_t - R_f + \beta_t(R_m - R_f) \quad (15)$$

gdzie:

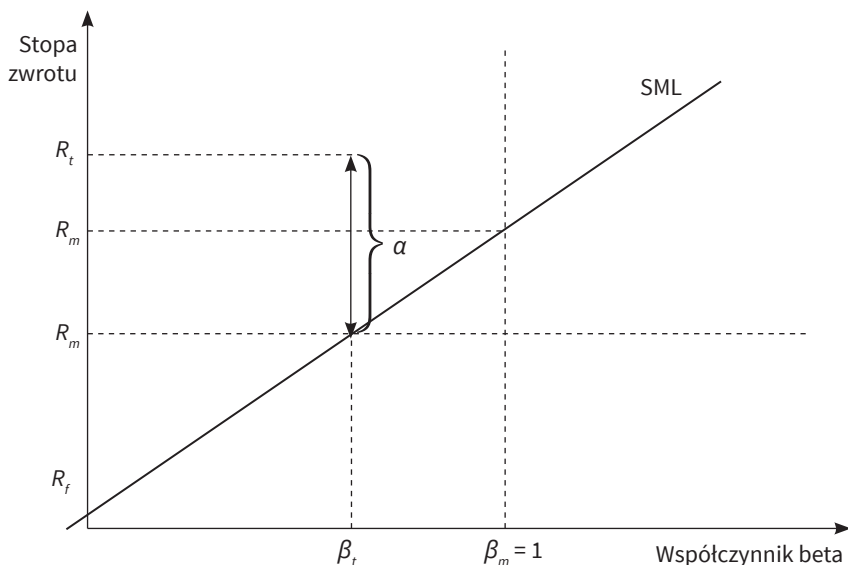
α_t – wskaźnik alfa Jensena;

R_m – wartość stopy zwrotu portfela rynkowego w badanym okresie.

Graficzne wyznaczenie wskaźnika alfa Jensena przedstawiono na schemacie 22. Wartość α wyznaczona jest przez długość odcinka od punktu na linii rynku papierów wartościowych SML¹³⁴ do punktu (R_t) .

W przypadku inwestycji w portfele charakteryzujące się różnym poziomem β wskaźnik Jensena powinien spełniać rolę uzupełniającą w stosunku do wskaźnika Sharpe'a i Treynora¹³⁵.

Schemat 22. Graficzna prezentacja wskaźnika alfa Jensena



Źródło: R. A. Haugen, *Teoria nowoczesnego inwestowania*, Warszawa 1996, s. 372.

134 Według modelu CAPM, wszystkie właściwie wycenione papiery wartościowe leżą na linii SML (Security Market Line), a ich dokładna pozycja określona jest przez współczynnik beta. Szerzej: A. Minasowicz, *Efektywność i zarządzanie finansami w budownictwie*, Warszawa 2009, s. 52–53; E. E. Faerber, *All about Stocks...*, s. 199–200; M. Kicia, *Strategia inwestycyjna...*, s. 237–246; J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe...*, s. 450.

135 E. Ostrowska, *Efektywność funduszy inwestycyjnych...*, s. 200.

Wskaźnik alfa Sharpe'a, podobnie jak wskaźnik alfa Jensena, jest oparty na formule różnicowej. Różnica między nimi polega na zastąpieniu ryzyka rynkowego portfela ryzykiem całkowitym. Ryzyko dla wskaźnika alfa Sharpe'a jest obliczane za pomocą odchylenia standardowego. Dzięki takiemu ujęciu ryzyka wskaźnik ten nadaje się do oceny portfeli funduszy zdywersyfikowanych.

Miarę alfa Sharpe'a wyznacza się ze wzoru:

$$\alpha_{st} = R_t - R_f + \sigma_t = \frac{R_m - R_f}{\sigma_{mt}} \quad (16)$$

gdzie:

α_{st} – alfa Sharpe'a;

σ_{mt} – odchylenie standardowe stopy zwrotu z portfela rynkowego.

Graficznie alfa Sharpe'a została wyznaczona w schemacie 23. Jej interpretacja jest analogiczna do interpretacji alfy Jensena. Sposób obliczania stopy zwrotu portfela wzorcowego jest taki sam, jak dla równania linii rynku kapitałowego CML¹³⁶. Zakłada się, że stopa zwrotu wolna od ryzyka jest równa cenie czasu danej inwestycji. Inwestor podejmujący większe ryzyko (wyższy punkt na linii CML¹³⁷) może oczekiwać wyższej stopy zwrotu¹³⁸.

Jeżeli stopa zwrotu funduszu inwestycyjnego R_t będzie większa od stopy zwrotu wzorca odniesienia mierzonego odchyleniem standardowym funduszu, to alfa Sharpe'a będzie większa od 0, co wskazuje na efektywność funduszu. Przeciwna sytuacja – ujemna wartość alfy Sharpe'a – wskazuje na nieefektywność danego funduszu.

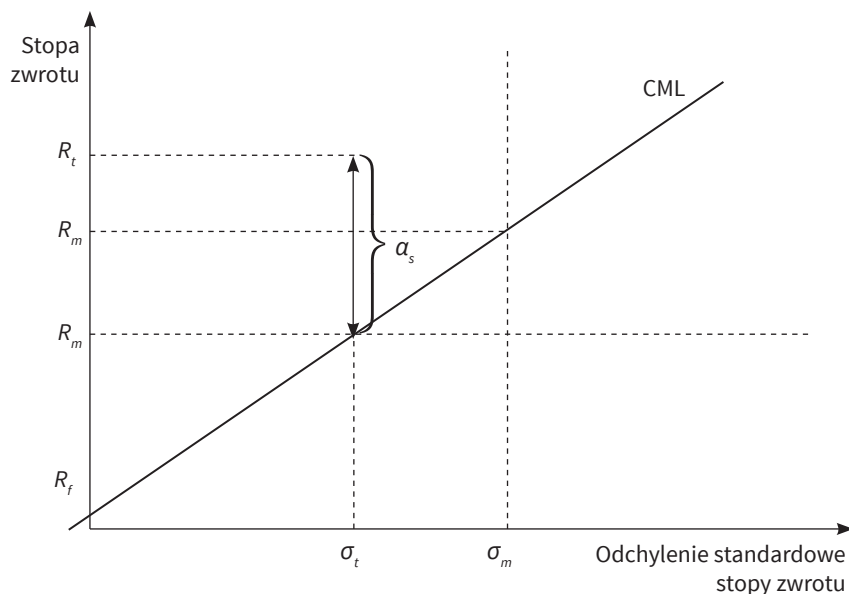
Alfa Sharpe'a nie jest wrażliwa na ogólną koniunkturę na rynku (uwzględnia oczekiwania inwestorów podyktowane warunkami rynkowymi), dzięki czemu nadaje się do porównywania stóp zwrotu funduszy uzyskiwanych w różnych okresach¹³⁹.

136 CML jest koncepcją teoretyczną powstałą na gruncie teorii portfela papierów wartościowych. Jest kombinacją aktywów wolnych od ryzyka i portfela rynkowego. Szerzej: P. Sekuła, *Empiryczny test linii rynku kapitałowego*, [w:] H. Mamcarz (red.), *Rynki finansowe*, Lublin 2006, s. 236–242.

137 Podstawowa różnica, jaka zachodzi między liniami CML i SML, sprowadza się do tego, że CML odnosi się tylko do portfeli efektywnych, a linia SML obejmuje wszystkie portfele (również składające się z pojedynczych papierów wartościowych). W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy...*, s. 534; J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Warszawa 2008, s. 46.

138 D. Dawidowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 100–101.

139 J. Nowakowski i in., *Portfel...*, s. 186.

Schemat 23. Graficzna prezentacja wskaźnika alfa Sharpe'a

Źródło: E. Elton, M. Gruber, *Nowoczesna teoria portfelowa i analiza papierów wartościowych*, Warszawa 1998, s. 804.

Nową miarą służącą ocenie efektywności funduszy inwestycyjnych jest **wskaźnik M^2** (*Modigliani-Modigliani Ratio, Modigliani Index, M^2 Index*¹⁴⁰). Jest on zbliżony do wskaźnika Sharpe'a. Wskaźnik M^2 wyznacza się za pomocą wzoru:

$$M^2 = \frac{\sigma_{mt}}{\sigma_t} (R_t - R_f) + R_f \quad (17)$$

gdzie:

M^2 – miara Modigliani & Modigliani.

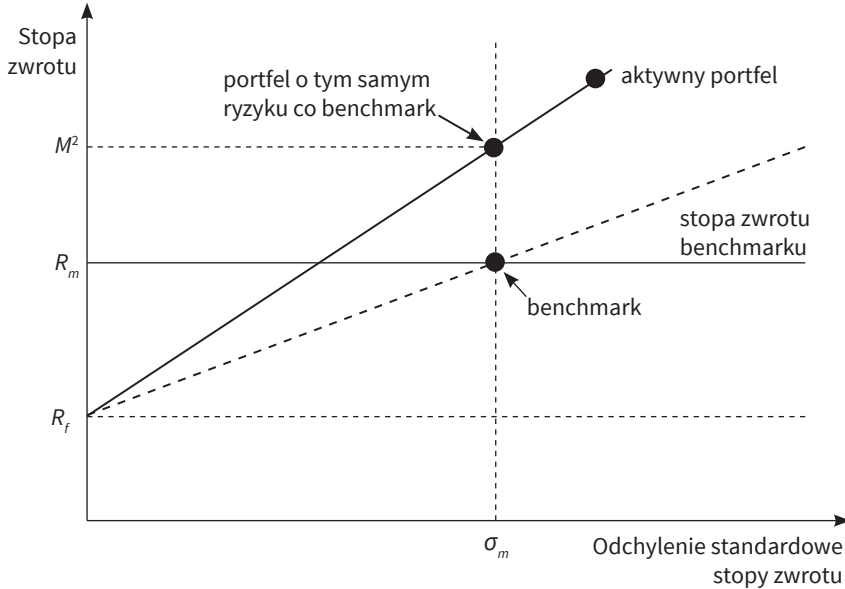
Wskaźnik M^2 przedstawia stopę zwrotu osiągniętą na podstawie ryzyka całkowitego portfela rynkowego (benchmarku). Koncepcja wskaźnika M^2 opiera się na założeniu, że portfel funduszu inwestycyjnego zostanie podwyższony lub obniżony przez aktywa wolne od ryzyka, dzięki użyciu dźwigni, będącej ilorazem odchylenia standardowego funduszu i odchylenia standardowego benchmarku. W ten sposób ukształtowany zostaje

140 Został wprowadzony w 1997 r. przez Franco Modiglianiego – ekonomistę amerykańskiego (laureata nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii w 1985 r.) oraz jego wnuczkę – Leah Modigliani. C. R. Bacon, *Practical Portfolio...*, s. 68.

nowy portfel – RAP (*Risk-Adjusted Portfolio*), którego stopę zwrotu porównuje się do stopy zwrotu benchmarku¹⁴¹.

Schemat 24 zawiera prezentację graficzną postaci wskaźnika M^2 . Przedstawiony tam portfel uznaje się za efektywny, gdyż wartość stopy zwrotu portfela inwestycyjnego skorygowanego o ryzyko (RAP) jest większa od stopy zwrotu benchmarku.

Schemat 24. Graficzna prezentacja wskaźnika M^2



Źródło: A. S. Muralidhar, *Risk-Adjusted Performance: The Correlation Correction*, "Financial Analysts Journal", September/October 2000, No. 56, s. 63; A. S. Muralidhar, *Why maximising information ratios is incorrect*, "Derivatives Use, Trading & Regulation" 2005, Vol. 11, No. 3, s. 237.

Na podstawie wskaźnika M^2 fundusz uznaje się za efektywny, jeżeli wartość stopy zwrotu portfela skorygowanego o ryzyko – RAP – jest większa od stopy zwrotu wzorca odniesienia. Jeżeli stopa zwrotu takiego portfela jest mniejsza od stopy zwrotu wzorca odniesienia, to fundusz inwestycyjny jest nieefektywny.

Wskaźnik **Information Ratio**, zwany *Appraisal Ratio*, jest analogiczny do wskaźnika Sharpe'a¹⁴², z tą jednak różnicą, że bazuje na stopie zwrotu

141 A. S. Muralidhar, *Risk-Adjusted Performance...*, s. 63, 64.

142 Sharpe dokonał w nim modyfikacji w 1994 r.

benchmarku, a nie na stopie zwrotu wolnej od ryzyka. Wyznacza się go ze wzoru:

$$IR_t = \frac{R_t - R_m}{TE_{t,m}} \quad (18)$$

gdzie:

IR_t – wskaźnik *Information Ratio*;

$TE_{t,m}$ – *Tracking Error*.

Zaletą *Information Ratio* w stosunku do wskaźnika Sharpe'a jest fakt, że pozwala on uniknąć błędów w interpretacji wskaźnika w sytuacji znacznych zmian poziomu stopy wolnej od ryzyka w badanym okresie¹⁴³. Wartość licznika wskaźnika IR odzwierciedla umiejętność tworzenia przez inwestora portfela o stopie zwrotu korzystniejszej niż stopa zwrotu z portfela wzorcowego.

Wskaźnik *IR* pozwala odpowiedzieć na pytanie, czy podjęte przez osobę zarządzającą ryzyko, wynikające z odstępstwa od wiernego odwzorowania indeksu, jest wynagradzane za pomocą zwiększonej stopy zwrotu¹⁴⁴. Wielkość wskaźnika *Information Ratio* z przedziału 0,50–0,75 uważana jest za dobrą. Wskaźnik ten na poziomie 0-75–1,00 uważany jest za bardzo dobry, a powyżej 1,00 – za wyjątkowo dobry. W przypadku, gdy jako benchmark zostanie wybrany walor pozbawiony ryzyka (jego stopa zwrotu może się zmieniać w czasie), to *Information Ratio* będzie równe uogólnionemu wskaźnikowi Sharpe'a, natomiast gdy walor pozbawiony ryzyka będzie miał stopę zwrotu stałą, wówczas wskaźnik *Information Ratio* będzie równy klasycznemu wskaźnikowi Sharpe'a¹⁴⁵.

Podsumowując, im wyższe wartości współczynników β i σ , tym ryzyko inwestycji jest większe. Natomiast im wyższe wartości wskaźników (takich jak wskaźnik Sharpe'a i Treynora), tym dany fundusz inwestycyjny lepiej zarządza powierzonymi mu środkami. Oznacza to, że fundusz osiąga większą stopę zysku w przeliczeniu na jednostkę ponoszonego ryzyka, czyli ponoszone ryzyko jest uzasadnione wyższą stopą zwrotu. Ujemna wartość wskaźników efektywności oznacza, że fundusz osiągnął stopę zwrotu niższą niż inwestycja wolna od ryzyka, czyli inwestycja była mniej efektywna niż inwestycja w bony skarbowe, które uważa się za instrumenty wolne od ryzyka. Jeżeli wskaźniki rentowności funduszu są niższe niż wskaźniki dla rynku wzorcowego (bench-

143 K. Gabryelczyk, *Fundusze...*, s. 54–55.

144 S. Buczek (red.), *Asset Management...*, s. 65.

145 Szerzej: B. Chincarini, D. Kim, *Quantitative...*, s. 480–481.

marku), świadczy to o mniejszej efektywności funduszu w stosunku do rynku wzorcowego.

Porównując wskaźniki Sharpe'a i Treynora, zauważa się, że ten ostatni informuje, ile premii za ryzyko wypracowuje fundusz w przeliczeniu na jednostkę ryzyka rynkowego, czyli ryzyka, na które zarządzający nie ma wpływu. Wskaźnik Treynora nie informuje, jak zarządzający poradził sobie z ryzykiem specyficznym. Dzięki wskaźnikowi Sharpe'a wiemy, ile premii za ryzyko fundusz wypracowuje w stosunku do jednostki ryzyka całkowitego, na które zarządzający ma częściowo wpływ. W praktyce gospodarczej częściej wykorzystywaną miarą jest wskaźnik Sharpe'a, głównie ze względu na prostą konstrukcję i łatwość interpretacji, ponadto umożliwia porównanie wyników różnych funduszy inwestycyjnych, dzięki czemu możliwe jest tworzenie ich rankingów. Istotny jest też fakt, że wskaźnik ten nie jest bezpośrednio „zależny” od modelu CAPM¹⁴⁶.

W przypadku omówionych wskaźników efektywności inwestycji, pojawia się problem określenia stopy wolnej od ryzyka. Opisane wskaźniki, łączące w sobie zarówno stopę zwrotu z inwestycji, jak i jej ryzyko, mimo że pozwalają na porównywanie portfeli inwestycyjnych różnych funduszy pomiędzy sobą, to nie udzielają informacji dotyczących wartości stopy zwrotu z dokonanej lokaty. Dzięki tym miarom możliwe jest np. stwierdzenie, że fundusz A lokuje efektywniej niż fundusz B, ale nie wiadomo, jakie wyniki w rzeczywistości te fundusze osiągnęły.

Na wartość certyfikatu inwestycyjnego i poziom stopy zwrotu z funduszu ma również wpływ złożoność procedur związanych z funkcjonowaniem funduszy inwestycyjnych. Istotne są np. relacje inwestorskie między funduszem a towarzystwem funduszy inwestycyjnych¹⁴⁷. Aby uwzględnić tę złożoność procedur w ocenie efektywności funduszy inwestycyjnych, można również posłużyć się analizą wskaźnikową. Stanowi ona jednak tylko uzupełnienie miar oceny efektywności omówionych funduszy inwestycyjnych¹⁴⁸.

146 K. Gabryelczyk, *Fundusze...*, s. 54.

147 Analizę powiązań finansowych między funduszami a towarzystwem funduszy inwestycyjnych i ocenę ich wpływu na efektywność ekonomiczną obu podmiotów przeprowadził M. Wypych. Zob.: M. Wypych, *Relacje między funduszem inwestycyjnym a towarzystwem funduszy inwestycyjnych – aspekty finansowe i efektywnościowe*, [w:] A. Bogus, M. Wypych (red.), *Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw w skali narodowej i europejskiej*, Warszawa 2007, s. 356–363.

148 Szerzej: M. Wypych, *Analiza finansowa funduszu inwestycyjnego – aspekty efektywnościowe*, [w:] P. Karpuś, J. Węćławski (red.), *Rynek finansowy. Inspiracje z integracji europejskiej*, Lublin 2008, s. 672–678.

4.3. Przegląd badań dotyczących efektywności funduszy inwestycyjnych

4.3.1. Badania dotyczące efektywności funduszy inwestycyjnych w literaturze światowej

W literaturze przedmiotu, zarówno światowej, jak i polskiej, istnieje wiele opracowań dotyczących badań efektywności funduszy inwestycyjnych. Najwięcej tego typu badań przeprowadzono na funduszach inwestycyjnych działających na rynkach rozwiniętych, głównie w Stanach Zjednoczonych¹⁴⁹. Badania te różniły się swoim przedmiotem¹⁵⁰, okresem¹⁵¹, a także narzędziami wykorzystywanymi do pomiaru efektywności. Na początku pomijano ryzyko inwestycyjne i skupiano się na stopie zwrotu¹⁵², stanowiącej główny wyznacznik efektywności funduszy inwestycyjnych. Do oceny funduszy na podstawie stóp zwrotu wykorzystywano m.in. wzorce odniesienia. Z czasem zaczęto uwzględniać w badaniach ryzyko związane z inwestycją w fundusze inwestycyjne oraz brano pod uwagę dodatkowe czynniki mające wpływ na efektywność funduszy (strategię zarządzania funduszami, koszty ich funkcjonowania, opłaty przekazywane towarzystwu funduszy inwestycyjnych za zarządzanie funduszem, opłaty manipulacyjne, prowizje, podatki).

Jedno z pierwszych badań stóp zwrotu funduszy inwestycyjnych było przeprowadzone przez pracowników Wharton School of Finance and Commerce uniwersytetu w Pensylwanii w 1962 r. Było ono wykonane na zlecenie amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych. **I. Friend, F. E. Brown, E. S. Herman i D. Vickers** zbadali 152 fundusze inwestycyjne otwarte, działające na rynku amerykańskim w latach 1953–1959. Na potrzeby badania skonstruowali wskaźnik ważony wyników fundu-

149 Zwłaszcza amerykański rynek funduszy akcji. Szerzej: W. F. Sharpe et al., *Investments*, Englewood Cliffs 1995, s. 823–824.

150 Najwięcej opracowań dotyczy funduszy inwestycyjnych otwartych. Jest to spowodowane głównie dostępnością danych.

151 Okresy kilkuletnie, jak również kilkunastoletnie.

152 Próbowano odpowiedzieć na pytanie, czy przeciętny fundusz inwestycyjny byłby w stanie osiągnąć ponadprzeciętne stopy zwrotu. W większości badań jednak wyniki wskazywały, że fundusz taki zarządzany aktywnie osiąga niższe stopy zwrotu niż jego odpowiednik zarządzany pasywnie (np. fundusze indeksowe). Zob. H. Mamaysky et al., *Improved forecasting of mutual fund alphas and betas*, "Working Paper Series" 2004, No. 4–23, s. 1; J. Żarnowski, *Możliwości wykorzystania wskaźnika PE w pasywnych strategiach indeksowych na rynku akcji polskich*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, t. 1, Szczecin 2006, s. 109–116.

szy, który porównali z portfelem niezarządzanym o podobnym poziomie ryzyka (*Standard and Poor's Composite Common Stock Index*). Wyniki wskazywały, że w badanym okresie średnie wyniki funduszy były niższe od wyników osiągniętych przez portfel niezarządzany¹⁵³.

Za klasyków badań nad efektywnością funduszy inwestycyjnych uważa się **W. F. Sharpe'a, J. L. Treynora i M. Jensena**. Skonstruowane przez nich miary efektywności funduszy inwestycyjnych uwzględniały nie tylko stopy zwrotu, lecz także ryzyko związane z tego typu inwestycją. Główna różnica w ich badaniach polegała na odmiennym podejściu do ryzyka. Treynor w swoich badaniach wykazał, że średnie stopy zwrotu 20 funduszy inwestycyjnych działających w latach 1953–1962 kształtowały się poniżej stóp zwrotu osiągniętych przez indeks Dow Jones Industrial Average¹⁵⁴. Sharpe również wykorzystał jako benchmark indeks Dow Jones Industrial Average, przebadał 34 fundusze inwestycyjne, funkcjonujące w latach 1954–1963 i doszedł do podobnego wniosku, jak Treynor¹⁵⁵. Jensen w swoich badaniach wziął pod uwagę również ryzyko systematyczne i na podstawie badania 115 funduszy inwestycyjnych działających w latach 1945–1964 doszedł do podobnego wniosku¹⁵⁶ jak Treynor i Sharpe. W kolejnych latach wielu badaczy również doszło do podobnych wniosków¹⁵⁷.

Do przeciwnych wniosków doszli m.in. **S. J. Kon, F. C. Jen, M. Grinblatt, S. Titman, R. A. Ippolito**. Potwierdzili, że średnie wyniki funduszy inwestycyjnych mogą być wyższe od wyników benchmarku. Kon i Jen przyjęli w badaniach hipotezę rynku efektywnego¹⁵⁸. Grinblatt i Titman dowiedli, że wyniki brutto wyższe od wzorca odniesienia są możliwe zwłaszcza w przypadku funduszy agresywnych. Autorzy ci zwrócili również uwagę na fundusze znikające z rynku i ich wpływ na wyniki funduszy inwestycyjnych (efekt przetrwania)¹⁵⁹. W kolejnych latach efektem przetrwania zajmowali się m.in. S. Brown, W. Goetzmann, B. G. Malkiel,

153 I. Friend et al., *A study of mutual funds*, Washington 1964, s. 308.

154 J. L. Treynor, *How to rate management of investment funds*, "Harvard Business Review" 1965, Vol. 43, s. 63–75.

155 W. F. Sharpe, *Mutual fund performance*, "The Journal of Business" 1966, Vol. 39, No. 1, Issue 2, s. 119–138.

156 M. C. Jensen, *The performance of mutual funds in the period 1945–1964*, "The Journal of Finance" 1968, Vol. 23, No. 2, s. 389–416.

157 M.in. M. Blume, R. D. Henriksson, J. D. Jackson, S. E. Skompa.

158 S. J. Kon, F. C. Jen, *The investment performance of mutual funds: an empirical investigation of timing, selectivity and market efficiency*, "The Journal of Business" 1979, Vol. 52, No. 2, s. 263–289.

159 M. Grinblatt, S. Titman, *Mutual fund performance: an analysis of quarterly portfolio holdings*, "The Journal of Business" 1989, Vol. 62, No. 3, s. 393–416.

M. Carhart (badający rynek funduszy akcji)¹⁶⁰, Ch. R. Blake, E. J. Elton, M. J. Gruber (badający rynek funduszy obligacji)¹⁶¹.

Wskazane badania dotyczyły głównie funduszy akcyjnych. Nie oznacza to, że inne fundusze były pomijane w analizach, jednak ze względu na największą liczbę przeprowadzonych badań na funduszach akcji, wybrane badania nad nimi zostały omówione w niniejszej pracy. Warto dodać, że wśród badań europejskich przeważają analizy funduszy inwestycyjnych rynku brytyjskiego.

4.3.2. Przegląd polskich badań dotyczących efektywności funduszy inwestycyjnych

W porównaniu do rynków rozwiniętych, w Polsce przeprowadzono niewiele badań wyników i efektywności rynku funduszy inwestycyjnych, były one niekompletne i często wnioski z badań funduszy polskich różniły się od badań funduszy działających na rynkach rozwiniętych. Trzeba jednak brać pod uwagę specyficzne warunki, w jakich rozwijały się polskie fundusze inwestycyjne (głównie zmiany ustrojowe) i znacznie krótszy okres funkcjonowania funduszy inwestycyjnych na rynku polskim¹⁶².

Jedne z pierwszych badań funduszy inwestycyjnych funkcjonujących w warunkach polskich przeprowadził **T. Miziołek**. Jego pierwsze badanie wyników funduszy inwestycyjnych dotyczyło roku 1997 i obejmowało 9 funduszy inwestycyjnych, kolejne przeprowadził dla roku 1998, uwzględniając 13 funduszy. Do badań autor wykorzystał m.in. miary skorygowane o ryzyko, tj. wskaźniki Treynora, Sharpe'a i Jensena. Wnioski z badań nie wskazywały na ponadprzeciętne wyniki osiągnięte przez analizowane fundusze¹⁶³.

Badanie wyników funduszy inwestycyjnych osiągniętych w 2000 r. przeprowadzili **J. Czempas** i **P. Lokwenc**. Poddali oni analizie 68 fundu-

160 S. J. Brown et al., *Survivorship bias in performance studies*, "The Review of Financial Studies" 1992, Vol. 5, No. 4, s. 553–580; B. G. Malkiel, *Returns from investing in equity mutual funds 1971 to 1991*, "The Journal of Finance" 1995, Vol. 40, No. 2, s. 549–572; M. Carhart, *On Persistence in Mutual Fund Performance*, "Journal of Finance" 1997, Vol. 52, No. 1.

161 E. J. Elton et al., *Survivorship bias and mutual fund performance*, "The Review of Financial Studies" 1996, Vol. 9, No. 4, s. 1097–1120.

162 W Polsce pierwszym okresem funkcjonowania funduszy inwestycyjnych były lata 1992–1997, następnie lata 1998–2004, a trzeci okres rozwoju funduszy inwestycyjnych trwa do dziś.

163 T. Miziołek, *Ocena efektywności inwestowania w fundusze powiernicze*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 1997, nr 11, s. 37; idem, *Dwa oblicza rynku funduszy*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 1999, nr 1, s. 40–45.

szy inwestycyjnych. Do oceny ich wyników użyli podobnych wskaźników jak T. Miziołek. Wykazali, że najlepsze wyniki w badanym okresie osiągnęły fundusze akcyjne¹⁶⁴. Dodatkowo wskazali silne związki między procentową zmianą wartości jednostek uczestnictwa i stopą zwrotu oraz zyskiem różnicowym i wskaźnikiem Jansena¹⁶⁵.

Efektywnością rynku kapitałowego, a dokładniej badaniem rynku funduszy akcyjnych zajmowali się również **J. Czekaj**, **M. Woś** oraz **J. Żarnowski**. Analizie poddali oni 29 funduszy inwestycyjnych akcji. Do badania wykorzystali głównie miary efektywności funduszy inwestycyjnych uwzględniające ryzyko. Autorzy doszli do wniosku, że wyniki polskich funduszy akcji w badanym okresie nie wskazują na ich wyższość w stosunku do wyników funduszy ze strategią pasywną¹⁶⁶.

Kolejny autor, **M. Starobrat**, przeprowadził badanie efektywności silnej GPW. Badanie dotyczyło 20 funduszy inwestycyjnych w latach 1999–2004. Autor nie znalazł dowodów zaprzeczających występowaniu silnej efektywności rynku kapitałowego w Polsce. W badanym okresie aktywna strategia zarządzania funduszami była nieskuteczna¹⁶⁷.

M. Woś przeprowadził badanie dotyczące możliwości przewidywania stóp zwrotu osiągniętych przez fundusze inwestycyjne za pomocą prostej stopy zwrotu oraz 4 miar efektywności. M. Woś wykorzystał w swoich badaniach m.in. miarę *star rating* opracowaną przez amerykańską agencję ratingową Morningstar. Miara ta, w stosunku do klasycznych miar skorygowanych o ryzyko, inaczej definiuje ryzyko oraz bierze pod uwagę opłaty manipulacyjne. M. Woś wskazał poprawę prognozowania półrocznych stóp zwrotu funduszy akcyjnych przy wykorzystaniu miar efektywności skorygowanych o ryzyko¹⁶⁸.

Podobnie jak na rynkach rozwiniętych, tak i w Polsce zauważono potrzebę zbadania wpływu efektu przetrwania na wyniki funduszy inwestycyjnych. Pierwszą taką próbę dla funduszy inwestycyjnych funkcjonujących w Polsce przeprowadziła **K. Gabryelczyk**. Badane fundusze podzielono na dwa portfele: w pierwszym znalazły się wszystkie fundusze inwestycyjne działające w 1999 r. i w kolejnych latach, w drugim portfelu

164 Głównie ze względu na dobrą koniunkturę na GPW.

165 J. Czempas, P. Lokwenc, *Opłacalność inwestycji w fundusze inwestycyjne w roku 2000*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2001, nr 6–7, s. 78.

166 J. Czekaj i in., *Efektywność giełdowego rynku...*, s. 143.

167 Świadczyła o tym negatywna korelacja między wynikami funduszy inwestycyjnych a poziomem wydatków, stopniem obrotu portfolio i wysokością opłat dystrybucyjnych. M. Starobrat, *Efektywność silna Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1999–2004*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004, nr 8, s. 86–92.

168 M. Woś, *Prognozowanie stóp zwrotu funduszy inwestycyjnych*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2002, nr 5, s. 84–89.

tylko te fundusze, które funkcjonowały przez cały okres badawczy, czyli w latach 1999–2004. Wyniki wskazały na nieznaczny wpływ efektu przetrwania na wyniki funduszy inwestycyjnych w badanym okresie¹⁶⁹. Przedmiotem badań K. Gabryelczyk był również napływ kapitału do funduszy inwestycyjnych w zależności od ich wielkości (wartości aktywów netto – WAN)¹⁷⁰ oraz analiza aktywności funduszy inwestycyjnych na GPW¹⁷¹.

Efektywność funduszy inwestycyjnych była też przedmiotem badań **A. Mikulca**. Okres badania obejmował lata 1995 (grudzień) do 2003 (grudzień). A. Mikulec badał fundusze grupami. Wyodrębnił je na podstawie okresu funkcjonowania funduszy na rynku: grupa pierwsza – fundusze działające na rynku od grudnia 1995 r. – 1 fundusz, grupa druga – fundusze działające na rynku od 1997 r. – 2 fundusze itd. Wyniki większości funduszy w badanych grupach były lepsze od wyników wzorca odniesienia w adekwatnym okresie¹⁷². Do podobnych wniosków doszedł również **D. Papla**, badając wyniki 8 funduszy inwestycyjnych akcji działających w latach 1998–2000. Ponadprzeciętne stopy zwrotu fundusze osiągały zarówno dla okresów półrocznych, jak i kwartalnych¹⁷³.

Ocenę efektywności funduszy przeprowadziła również **M. Stankiewicz**. Zbadała 3 fundusze akcji i 3 fundusze obligacji, działające w okresie od 1 stycznia 2001 r. do 30 czerwca 2001 r. Do badań autorka wykorzystała m.in. miary skorygowane o ryzyko. Otrzymane wyniki nie pozwoliły jednoznacznie wskazać, który fundusz był najefektywniejszy. Spośród wszystkich przebadanych funduszy ponadprzeciętne stopy zwrotu uzyskały fundusze akcji¹⁷⁴.

169 K. Gabryelczyk, *Efekt przetrwania i wyniki inwestycyjne funduszy inwestycyjnych w Polsce*, [w:] W. Ronka-Chmielowiec, K. Jajuga (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu” 2005, t. 1, s. 176–193.

170 K. Gabryelczyk, *Wielkość polskich funduszy inwestycyjnych a napływ kapitału – analiza empiryczna*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2007, nr 455, s. 392.

171 K. Gabryelczyk, *Analiza aktywności funduszy inwestycyjnych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie od 1.01.1998 r. do 30.06.1999 r.*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Poznań 2000, s. 128–141.

172 A. Mikulec, *Zastosowanie wskaźników rentowności portfela inwestycji do oceny działalności funduszy inwestycyjnych akcji*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004, nr 7, s. 87.

173 D. Papla, *Czy polskie fundusze inwestycyjne osiągają ponadprzeciętne dochody?*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu” 2001, nr 890, s. 232–240.

174 M. Stankiewicz, *Ocena efektywności portfela na przykładzie wybranych funduszy inwestycyjnych*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Prace z problematyki rynku kapitałowego i ekonomiki jakości*, Poznań 2005, s. 123–139.

Badanie wpływu opłat manipulacyjnych na wyniki funduszy inwestycyjnych było przedmiotem zainteresowań **Z. Palicy**. Analizie poddano 101 otwartych i specjalistycznych otwartych funduszy inwestycyjnych, funkcjonujących w latach 1998–2005. Wnioski z badania wskazywały na brak możliwości rekompensaty wynikami funduszy inwestycyjnych kosztów poniesionych w związku z opłatami manipulacyjnymi i kosztami transakcyjnymi. Dodatkowo z analizy przeprowadzonej przez Z. Palicę wynikało, że fundusze mające najgorsze wyniki w początkowych okresach, osiągają również złe wyniki w okresach późniejszych¹⁷⁵.

Kolejnym przykładem badań nad efektywnością funduszy inwestycyjnych jest opracowanie **E. Majerowskiej** i **J. Kowalczyka**. Badanie objęło 27 funduszy działających w okresie od stycznia 2000 r. do maja 2002 r. (w tym 10 agresywnych, 9 obligacji, 8 zrównoważonych). Do badania wykorzystano m.in. miary efektywności, skorygowane o ryzyko. Wyniki wskazały na zarządzanie defensywne wszystkich badanych funduszy. Autorzy stwierdzili, że „ocena wartości wyznaczonych wskaźników efektywności nie pozwoliła na jednoznaczne klasyfikowanie funduszy pod względem skuteczności zarządzania, ponieważ wartości wskaźników były do siebie zbliżone”¹⁷⁶. Badaniem efektywności zarządzania portfelem w kontekście skłonności do ryzyka otwartych funduszy inwestycyjnych zajmował się też **S. Majewski**. Badaniu poddał 11 funduszy inwestycyjnych akcji, działających na rynku w okresie od 1 stycznia 2004 r. do 30 czerwca 2004 r. Wnioski z przeprowadzonych badań nie potwierdzały efektywności funduszy o bardziej agresywnej polityce inwestycyjnej (o większej skłonności do ryzyka)¹⁷⁷.

Badanie zależności między stopami zwrotu a ryzykiem ponoszonym przez fundusz przeprowadził również **P. Sekuła**. Okres badawczy objął lata 1998–2004. Znaczną różnicą w stosunku do poprzednich badań było włączenie do badania, poza funduszami inwestycyjnymi, również otwartych funduszy emerytalnych. Wyniki nie wskazywały na istotne związki między stopą zwrotu a ryzykiem¹⁷⁸.

175 Z. Palica, *Wpływ opłat manipulacyjnych na wyniki funduszy inwestycyjnych w latach 1998–2005*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2007, nr 455, s. 458–459.

176 E. Majerowska, J. Kowalczyk, *Ocena efektywności zarządzania portfelem na przykładzie wybranych funduszy inwestycyjnych*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu” 2003, nr 990, s. 551.

177 S. Majewski, *Skłonność do ryzyka...*, s. 457–465.

178 P. Sekuła, *Empiryczny test...*, s. 236–242.

Przedmiotem badań **E. Ostrowskiej** i **A. Merchel** były natomiast stopy zwrotu funduszy działających w latach 1998–2000. Autorki podzieliły analizowane fundusze na sześć grup: fundusze agresywne, zrównoważone, stabilnego wzrostu, obligacji, rynku pieniężnego i prywatyzacji. Dla każdej z grup skonstruowały benchmarki. Do porównania wyników funduszy z wzorcem odniesienia autorki nie użyły miar skorygowanych o ryzyko. We wnioskach stwierdzono, że samodzielne inwestowanie (obligacje, lokaty bankowe) w analizowanym okresie było bardziej opłacalne od większości inwestycji w badane fundusze inwestycyjne¹⁷⁹.

Dodatkowo **E. Ostrowska** przeprowadziła badanie dotyczące oceny efektywności funduszy inwestycyjnych w roku 2000. Z analizy zostały wykluczone fundusze rynku pieniężnego i obligacji. W tym badaniu autorka wykorzystała miary skorygowane o ryzyko. Wyniki wskazywały różną efektywność funduszy w badanym okresie. Jednak średnie stopy zwrotu osiągnięte przez badane fundusze były wyższe od stóp zwrotu przyjętego benchmarku (WIG)¹⁸⁰.

Jeszcze inne badanie przeprowadził **K. Sarnowski**. Dotyczyło ono klasyfikowania rynków funduszy inwestycyjnych na podstawie miar skorygowanych o ryzyko. Poddał on analizie 26 funduszy akcyjnych, działających w latach 1997–2001. Autor doszedł do wniosku, że bardzo ważnym elementem metody klasyfikacji funduszy inwestycyjnych za pomocą miar skorygowanych o ryzyko jest wybór odpowiedniego benchmarku, który może przesądzić o miejscu w klasyfikacji danego funduszu¹⁸¹. W innym badaniu K. Sarnowski przeanalizował 4 grupy funduszy inwestycyjnych według okresu funkcjonowania: dla roku 1998 zbadał 22 fundusze, dla 1999 – 40 funduszy, dla 2000 i 2001 – 63 fundusze. Do badania jednorodności ryzyka między funduszami wykorzystał współczynnik beta. Wyniki badania pozwoliły sformułować wniosek, że „klasyfikacja funduszy inwestycyjnych na podstawie dominujących w portfelu papierów wartościowych nie informuje inwestorów precyzyjnie o poziomie ponoszonego ryzyka”¹⁸².

Badanie dotyczące wpływu strategii zarządzania funduszami akcyjnymi na osiągnięte przez nie wyniki przeprowadził **D. Dawidowicz**. Ba-

179 E. Ostrowska, A. Merchel, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 63–64.

180 E. Ostrowska, *Efektywność funduszy inwestycyjnych...*, s. 188–204.

181 K. Sarnowski, *Wykorzystanie indeksów Jenseña, Treynora i Sharpe'a do klasyfikowania funduszy inwestycyjnych*, [w:] W. Tarczyński (red.), *Rynek kapitałowy. Skuteczne inwestowanie*, Szczecin 2002, s. 541–542.

182 K. Sarnowski, *Klasyfikacja funduszy inwestycyjnych za pomocą jednoczynnikowej analizy wariancji*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu” 2003, nr 990, s. 568–574.

daniu poddał 18 funduszy inwestycyjnych akcyjnych, funkcjonujących na rynku w roku 2005. Autor określił strategię zarządzania za pomocą błędu odwzorowania, a ryzyko związane z daną strategią – za pomocą wskaźnika *Information Ratio*. Otrzymane wyniki pozwoliły na stwierdzenie, że najlepsze wyniki osiągały fundusze, które prowadziły średnio aktywną strategię zarządzania¹⁸³. Autor przeprowadził również badanie dotyczące wyników funduszy inwestycyjnych akcji krajowych, działających w okresie od końca lutego 2007 r. do końca lutego 2008 r. (w okresie charakteryzującym się spadkami kursów akcji na GPW). Badaniem objął 33 fundusze, które podzielił na 2 grupy i przyjął dla nich różne wzorce odniesienia. Z miar efektywności skorygowanych o ryzyko wykorzystał wskaźnik Sharpe'a. Otrzymane wyniki pozwoliły stwierdzić, że „najlepsze średnie wyniki w badanym okresie osiągnęły fundusze akcji polskich małych i średnich spółek przy wyższym od grupy funduszy uniwersalnych akcji polskich średnim poziomie ryzyka inwestycyjnego”¹⁸⁴.

D. Dawidowicz badał również stopień dopasowania wzorców odniesienia (klasycznego i indeksu funduszy inwestycyjnych) do polityki inwestycyjnej funduszy. Do tego celu wykorzystał 19 funduszy inwestycyjnych akcji polskich. Wyniki badania wskazywały na lepsze – w porównaniu z klasycznym wzorcem odniesienia – dopasowanie do polityki inwestycyjnej funduszu indeksu funduszy inwestycyjnych¹⁸⁵. Autor badał również wpływ zastosowania różnych metod wyceny jednostek uczestnictwa funduszy na wielkość osiąganego zysku¹⁸⁶.

Badaniem efektywności funduszy inwestycyjnych akcyjnych zajmuje się też **A. Kucharski**. W swoich dotychczasowych badaniach wykorzystał on metodę DEA (*Data Envelopment Analysis*)¹⁸⁷. Do badania efektywności funduszy inwestycyjnych w przededniu kryzysu wykorzystał wyniki funduszy akcyjnych, stabilnego wzrostu i obligacji. Według A. Kucharskiego, do momentu, kiedy sytuacja na giełdach nie budziła większych zastrzeżeń (była względnie stabilna), fundusze efektywne miały większe

183 D. Dawidowicz, *Strategie zarządzania funduszami inwestycyjnymi a ich wyniki na przykładzie funduszy inwestycyjnych akcyjnych w 2005 r.*, „Folia Universitatis Agricolae Stetinensis” 256, *Oeconomica* 2007, nr 48, s. 99–107.

184 D. Dawidowicz, *Wyniki funduszy inwestycyjnych akcji polskich – analiza porównawcza*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy. Inspiracje z integracji europejskiej*, Lublin 2008, s. 255–259.

185 D. Dawidowicz, *Możliwość wykorzystania...*, s. 218–226.

186 Szerzej: D. Dawidowicz, *Metody wyceny jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych a zysk inwestora*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami...*, s. 11–21.

187 Jest to metoda deterministyczna, niewymagająca określenia zależności funkcyjnej między nakładami i efektami. Szerzej: W. W. Cooper et al., *Handbook on Data Envelopment Analysis*, Boston, Dordrecht, London 2004.

stopy zwrotu. W sytuacji pojawienia się dużych zawirowań – jedynie zachowanie funduszy obligacji (uważanych za bezpieczne) nie uległo zmianie¹⁸⁸. Rok później A. Kucharski opublikował wyniki badań (będących kontynuacją poprzednich) tylko dla funduszy akcyjnych funkcjonujących od początku 2008 r. do połowy 2009 r. na rynku polskim. Wyniki wskazywały na efektywność funduszy inwestycyjnych względem zaangażowanych przez nie nakładów (za wyjątkiem II połowy 2008 r.)¹⁸⁹.

Podsumowując, dotychczasowe badania rynków funduszy inwestycyjnych, dotyczące zarówno rynków rozwiniętych, jak i rynków wschodzących (*emerging markets*)¹⁹⁰ w dużym stopniu były ze sobą zbieżne. Metodyka badań różniła się w zależności od przyjętych przez autorów celów. Okresy badawcze również były różne – na rynkach wschodzących były odpowiednio krótsze, w porównaniu do badań funduszy funkcjonujących na rynkach rozwiniętych. Wynikało to głównie ze znacznie krótszego okresu funkcjonowania rynków kapitałowych w krajach *emerging markets*. Do tej pory autorka nie spotkała się z badaniem efektywności funduszy sekurytyzacyjnych, tych działających na polskim rynku oraz funkcjonujących na rynkach kapitałowych innych krajów. Dlatego zasadne jest przeprowadzenie takiego badania w celu oszacowania efektywności tych funduszy i oceny ich dotychczasowej działalności.

188 A. Kucharski, *Badanie efektywności wybranych funduszy inwestycyjnych w przededniu kryzysu*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Lublin 2009, s. 153–162.

189 A. Kucharski, *Dynamika efektywności polskich funduszy otwartych inwestujących w akcje* [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy – nowe perspektywy*, „Annales UMCS” 2010, Sectio H, t. 44, z. 2, s. 473–484.

190 W niniejszym opracowaniu wyniki badań dla rynków wschodzących omówione zostały na przykładzie Polski. Zgodnie z indeksem MSCI EM dla rynków wschodzących, Polska jest jednym z takich krajów. *MSCI Emerging Markets Index Definition*, MSCI, <http://www.msci.com/products/indices/tools/#EM> (28.10.2014).

Rozdział 5

Efektywność i perspektywy dalszego rozwoju polskich funduszy sekurytyzacyjnych

5.1. Badanie efektywności funduszy sekurytyzacyjnych

5.1.1. Opis badania

Badanie zostało przeprowadzone na grupie niestandardyzowanych funduszy sekurytyzacyjnych, będących funduszami inwestycyjnymi zamkniętymi. Działają one na podstawie polskich przepisów prawnych (inwestują na polskim rynku finansowym). Badany okres dotyczy lat 2006–2012¹ – pierwsze fundusze sekurytyzacyjne na rynku polskim zostały utworzone pod koniec 2005 r., następnie pojawiały się sukcesywnie (tabela 16.).

Ze względu na kwartalną częstotliwość wycen, przyjętą przez większość funduszy sekurytyzacyjnych (tabela 17.) analizie poddane zostały szeregi czasowe kwartalnych stóp zwrotu tych funduszy. Posłużyły one do obliczeń miar ryzyka i efektywności.

Brak informacji o benchmarkach przyjmowanych dla rynku funduszy sekurytyzacyjnych² spowodował przyjęcie benchmarku umownego dla badanych funduszy sekurytyzacyjnych (portfela rynkowego/rynku wzorcowego). Jako benchmark został przyjęty indeks WIG-BANKI. Wybór benchmarku dla funduszy sekurytyzacyjnych został poprzedzony analizą deklarowanych przez fundusze polityk inwestycyjnych oraz dostępnych informacji o wierzytelnościach, będących przedmiotem inwestycji badanych funduszy sekurytyzacyjnych działających na polskim rynku.

1 Informacje o stopach zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych zostały pozyskane dla okresu 2006–2010. Pozostałe informacje wraz ze sprawozdaniami finansowymi wykorzystanymi do analizy wskaźnikowej funduszy dotyczą okresu 2006–2012, zaś część informacji – całego okresu do 31 października 2014 r.

2 Fundusze sekurytyzacyjne nie publikują informacji o przyjętych benchmarkach.

Zestawienie deklarowanych polityk inwestycyjnych poszczególnych funduszy przedstawiono w tabeli 18., z kolei w tabeli 19. – strukturę wierzytelności zgromadzonych przez fundusze sekurytyzacyjne w latach 2005–2009.

Tabela 16. Informacje dotyczące uzyskania licencji, rejestracji i rozpoczęcia działalności przez fundusze sekurytyzacyjne działające w Polsce

Lp.	Nazwa Funduszu	Data decyzji KNF*	Data rejestracji w sądzie	Nr w rejestrze	Data rozpoczęcia działalności
1	AGIO EGB NS FIZ		3/27/2013	844	
2	AGIO Wierzytelności NS FIZ		7/30/2012	779	
3	AGIO Wierzytelności Plus NS FIZ		8/1/2013	888	
4	Alfa NS FIZ		1/18/2013	832	
5	BEST I NS FIZ	9/22/2005	12/27/2005	221	4/28/2006
6	BEST II NS FIZ	1/23/2008	4/1/2008	368	4/3/2008
7	BEST III NS FIZ	3/14/2011	3/29/2011	623	4/1/2011
8	BISON NS FIZ	8/9/2006	8/28/2006	245	8/29/2006
9	BPS 1 NS FIZ	11/18/2010	4/28/2011	630	
10	BPS 3 NS FIZ		12/3/2012	808	
11	BPS 4 NS FIZ		9/11/2013	893	
12	BPS 5 NS FIZ2		1/3/2014	941	
13	BPS 6 NS FIZ2		1/3/2014	942	
14	CASUS FINANSE I NS FIZ		5/22/2012	752	
15	Ceres NS FIZ	11/26/2010	5/31/2011	637	
16	CORPUS IURIS NS FIZ	7/22/2008	9/25/2008	414	9/25/2008
17	Debito NS FIZ	3/4/2008	3/27/2008	367	4/7/2008
18	DTP NS FIZ	4/15/2009	10/29/2009	496	11/6/2009
19	easyDEBT NS FIZ		3/1/2013	840	
20	EGB Podstawowy NS FIZ	3/9/2006	6/30/2006	243	7/12/2006
21	EOS1 FIZ NFS	10/24/2011	11/30/2011	683	
22	EQUES CREDITUM FIZ NFS		20-08-2014	1011	
23	EQUES DEBITUM FIZ NFS		4/25/2012	738	
24	EQUES DEBITUM 2 FIZ NFS		8/1/2013	886	
25	Fast Finance NS FIZ	6/16/2011	12/20/2012	691	
26	Fincrea 1 FIZ NFS	4/4/2006	6/13/2006	237	6/12/2006
27	Fortunato NS FIZ		11/22/2013	921	
28	Future NS FIZ	7/19/2011	10/13/2011	671	
29	GODEBT HIPO FIZ NFS		21-07-2014	997	
30	GODEBT1 FIZ NFS		2/17/2012	707	
31	GPM Vindexus NS FIZ	6/27/2007	7/24/2007	312	7/26/2007

Lp.	Nazwa Funduszu	Data decyzji KNF*	Data rejestracji w sądzie	Nr w rejestrze	Data rozpoczęcia działalności
32	HOIST NS FIZ		1/25/2012	702	
33	INDOS 2 NS FIZ		12/10/2013	933	
34	Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS	7/12/2005	10/20/2005	209	10/24/2005
35	IPOPEMA 101 NS FIZ		4/28/2014	968	
36	Kredyt Inkaso I NS FIZ	9/18/2006	10/31/2006	259	11/9/2006
37	Kredyt Inkaso II NS FIZ		3/1/2012	713	
38	Open Finance Wierzytelności Detalicznych NS FIZ		10/14/2013	908	
39	Open Finance Wierzytelności NS FIZ		05-08-2014	1008	
40	OPUS NS FIZ		12/13/2013	936	
41	Plejada Wierzytelności 1FIZ NFS	4/26/2007	10/15/2007	328	10/17/2007
42	P.R.E.S.C.O. Investment I NS FIZ	4/22/2011	6/6/2011	640	
43	Pragma 1 FIZ NFS		25-11-2013	922	
44	Prokulus NS FIZ	12/7/2006	1/11/2007	273	1/16/2007
45	Prokura NS FIZ	8/5/2005	11/4/2005	211	11/10/2005
46	Pyxis NS FIZ2		13-03-2013	841	
47	RAPORT 2 NS FIZ		6/27/2012	766	
48	RAPORT 3 NS FIZ		6/27/2012	764	
49	RAPORT 4 NS FIZ		03-04-2013	845	
50	RAPORT NS FIZ		18-09-2013	898	
51	Revenue NS FIZ		23-07-2013	880	
52	S-Collect FIZ NFS	5/16/2005	8/5/2005	201	8/23/2005
53	SECURA FIZ NFS	11/25/2011	2/17/2012	706	
54	SECUS NS FIZ INSECURA	3/3/2011	9/15/2011	667	
55	SGB NS FIZ	11/18/2010	5/25/2011	633	
56	Ultimo NS FIZ	3/30/2006	9/29/2006	251	10/2/2006
57	UNIFUND NS FIZ	6/16/2011	12/21/2011	692	
58	Universe NS FIZ		12-09-2014	1028	
59	Varsovia NS FIZ		16-09-2013	895	
60	VPF I NS FIZ	2/22/2007	4/3/2007	287	4/17/2007
61	VPF III NS FIZ	3/27/2007	10/4/2007	325	10/12/2007

* Uzyskanie przez Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych licencji KNF na utworzenie nowego funduszu sekurytyzacyjnego

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF³ i sprawozdań finansowych funduszy publikowanych w „Monitorze Polskim B” oraz „Monitorze Sądowym i Gospodarczym”.

3 http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/PODMIOTY_ryнку/Podmioty_ryнку_kapitałowego/Wykaz_TFI_i_FI_HTML.html (28.10.2014).

Tabela 17. Częstotliwość wyceny ustalona przez fundusze sekurytyzacyjne

Nazwa funduszu	Częstotliwość wyceny
Kredyt Inkaso I NS FIZ	ostatni dzień giełdowy kwartału kalendarzowego
BEST I NS FIZ	ostatni dzień roboczy GPW każdego miesiąca
BEST II NS FIZ	ostatni dzień giełdowy kwartału kalendarzowego
BISON NS FIZ	ostatni dzień roboczy GPW każdego miesiąca
Corpus Iuris NS FIZ	25 dzień kalendarzowy w trzecim miesiącu kwartału kalendarzowego
DEBITO NS FIZ	ostatni dzień roboczy GPW każdego miesiąca
DTP NS FIZ	ostatni dzień giełdowy kwartału kalendarzowego
EGB - Skarbiec BIS Powiazany FIZ	zgodnie ze zmianą statutu z 20.09.2007 wyceny nie są upubliczniane
EGB - Skarbiec Powiazany FIZ	zgodnie ze zmianą statutu z 20.09.2007 wyceny nie są upubliczniane
EGB Podstawowy NS FIZ	zgodnie ze zmianą statutu z 20.09.2007 wyceny nie są upubliczniane
Electus NS FIZ	ostatni dzień giełdowy kwartału kalendarzowego
Fincrea 1 FIZ NFS	ostatni dzień roboczy GPW każdego miesiąca
GPM Vindexus NS FIZ	ostatni dzień giełdowy kwartału kalendarzowego
Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS	ostatni dzień giełdowy kwartału kalendarzowego
Plejada Wierzytelności 1 FIZ NFS	ostatni dzień giełdowy kwartału kalendarzowego
Prokulus NS FIZ	ostatni dzień giełdowy kwartału kalendarzowego
Prokura NS FIZ	ostatni dzień giełdowy kwartału kalendarzowego
S-Collect FIZ NFS	ostatni dzień giełdowy kwartału kalendarzowego
Ultimo NS FIZ	ostatni dzień roboczy GPW każdego miesiąca
VPF I N FIZ	ostatni dzień roboczy GPW każdego miesiąca
VPF II NS FIZ	ostatni dzień roboczy GPW każdego miesiąca
VPF III N FIZ	ostatni dzień roboczy GPW każdego miesiąca

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Analizy Online S.A.

W tabeli 19. zamieszczono dane, z których wynika, że systematycznie wzrasta udział wierzytelności pozyskanych od banków w portfelach funduszy sekurytyzacyjnych⁴.

4 Potencjalny wzrost udziału wierzytelności bankowych w portfelach wierzytelności zgromadzonych przez fundusze sekurytyzacyjne może również wynikać ze zmiany treści informacji przekazywanych przez te fundusze w sprawozdaniach finansowych. W początkowych latach funkcjonowania funduszy sekurytyzacyjnych odsetek wierzytelności, na temat których informacje nie pozwalają zakwalifikować ich do jednej

Tabela 18. Deklarowana polityka inwestycyjna funduszy sekurytyzacyjnych

Fundusz	Deklarowana polityka inwestycyjna
AGIO Wierzytelności NS FIZ	Min. 75% aktywów funduszu jest inwestowane w wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne i prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności. Pozostałe środki są inwestowane w dłużne papiery wartościowe, depozyty bankowe i instrumenty rynku pieniężnego.
AGIO Wierzytelności Plus NS FIZ	Min. 75% aktywów funduszu jest inwestowane w wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne i prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności. Pozostałe środki są inwestowane w dłużne papiery wartościowe, depozyty bankowe i instrumenty rynku pieniężnego.
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.
BEST III NS FIZ	Głównym przedmiotem lokat funduszu są wierzytelności i prawa do świadczeń z tytułu wierzytelności. Przedmiotem pozostałych lokat funduszu mogą być: instrumenty rynku pieniężnego, jednostki uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego, depozyty w bankach krajowych lub instytucjach kredytowych, dłużne papiery wartościowe.
BISON NSFIZ	Fundusz może lokować swoje aktywa w zbywalne wierzytelności, prawa do świadczeń z tytułu wierzytelności, Instrumenty Rynku Pieniężnego, dłużne papiery wartościowe, w szczególności papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne, jednostki uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego, depozyty w bankach krajowych lub instytucjach kredytowych.
BPS 1 NS FIZ	Fundusz, dokonując lokat, kieruje się kryteriami rodzaju wierzytelności, z uwzględnieniem tytułu z jakiego wierzytelność powstała i rodzaju wierzyciela, terminem wymagalności, historią spłat, okresem przedawnienia, rodzajem dłużnika, rodzajem i poziomem zabezpieczeń oraz ich wartością rynkową, oceną prawdopodobieństwa ściągłości należności.

z grup wierzytelności wymienionych w tabeli 19. 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%. Autorka pracy podjęła kilka prób uzyskania brakujących informacji bezpośrednio od zarządzających funduszami. Niestety, podmioty te nie były zainteresowane przekazaniem jakichkolwiek informacji na temat funduszy sekurytyzacyjnych.

Tab. 18. cd.

Fundusz	Deklarowana polityka inwestycyjna
CASUS FINANSE I NS FIZ	Min 75% aktywów fundusz lokuje w określone wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne, prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności.
Ceres NS FIZ	Wyłącznym przedmiotem działalności funduszu jest lokowanie środków pieniężnych zebranych w drodze niepublicznego proponowania nabycia certyfikatów inwestycyjnych w oznaczone pakiety sekurytyzowanych wierzytelności, oraz w określone w statucie papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego oraz inne prawa majątkowe.
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 należącego do OECD. Do 25% aktywów funduszu jest lokowana w instrumenty rynku pieniężnego, fundusze rynku pieniężnego oraz depozyty bankowe.
DTP NSFIZ	Do 75% aktywów funduszu lokowane jest 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 Powiazany FIZ	100% aktywów funduszu inwestowana będzie w certyfikaty funduszu EGB Podstawowy Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny FIZ.
EGB - Skarbiec Powiazany FIZ	100% aktywów funduszu inwestowana będzie w certyfikaty funduszu EGB Podstawowy Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny FIZ.
EGB Podstawowy NSFIZ	Fundusz lokuje aktywa w wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne, prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności, instrumenty rynku pieniężnego, jednostki uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego, depozyty w bankach krajowych lub instytucjach kredytowych. Fundusz może lokować swoje aktywa w wierzytelności wysokiego ryzyka. Całkowita wartość lokat wierzytelności powinna stanowić nie mniej niż 75% wartości aktywów funduszu.
EOS1 FIZ NFS	Fundusz może lokować swoje aktywa w określone wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne, prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności, dłużne papiery wartościowe, jednostki uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego, instrumenty rynku pieniężnego, depozyty w bankach lub instytucjach kredytowych. Dla osiągnięcia celu inwestycyjnego, fundusz podejmuje decyzje dotyczące doboru lokat oraz udziału poszczególnych lokat w aktywach funduszu w oparciu o ocenę następujących czynników: oczekiwanej stopy zwrotu z danej lokaty, potencjalnego ryzyka dotyczącego danej lokaty, jego wpływu na ryzyko całego portfela lokat funduszu oraz możliwości zabezpieczenia lokaty przed trwałą utratą jej wartości oraz płynności danej lokaty.

Fundusz	Deklarowana polityka inwestycyjna
EQUES CREDITUM FIZ NFS	Min. 75% aktywów funduszu jest inwestowane w wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne i prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności. Fundusz inwestuje przede wszystkim w wierzytelności CROSS Loan Sp. z o.o. Pozostałe środki są inwestowane w dłużne papiery wartościowe, depozyty bankowe i instrumenty rynku pieniężnego.
EQUES DEBITUM FIZ NFS	Fundusz może lokować swoje aktywa w określone wierzytelności, papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne, prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności, dłużne papiery wartościowe, jednostki uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego, instrumenty rynku pieniężnego, depozyty w bankach lub instytucjach kredytowych. Przy doborze lokat w ramach portfela wierzytelności fundusz kieruje się nadrzędnym interesem zrealizowania celów inwestycyjnych funduszu, z zachowaniem zasad profesjonalnej oceny aktywów i ekonomicznej opłacalności poszczególnych inwestycji.
EQUES DEBITUM 2 FIZ NFS	j.w.
Fast Finance NS FIZ	Przedmiotem lokat funduszu mogą być wyłącznie zbywalne sekurytyzowane wierzytelności i prawa do świadczeń z tytułu sekurytyzowanych wierzytelności, w tym wynikających z umów o subpartycypację, a także papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne, instrumenty rynku pieniężnego, dłużne papiery wartościowe, jednostki uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego oraz depozyty w walucie polskiej i wymiennalnych walutach innych państw, w bankach krajowych oraz instytucjach kredytowych. Fundusz może lokować swoje aktywa w wierzytelności wysokiego ryzyka.
Fincrea 1 FIZ NFS	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. Max. 25% aktywów funduszu będzie inwestowana w instrumenty rynku pieniężnego, jednostki uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego oraz w depozyty bankowe. Fundusz może lokować swoje aktywa w wierzytelności wysokiego ryzyka.
HOIST NS FIZ	Przedmiotem lokat Funduszu mogą być wyłącznie zbywalne sekurytyzowane wierzytelności i prawa do świadczeń z tytułu sekurytyzowanych wierzytelności, w tym wynikających z umów o subpartycypację, a także papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne, instrumenty rynku pieniężnego, dłużne papiery wartościowe, jednostki uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego oraz depozyty w walucie polskiej i wymiennalnych walutach innych państw, w bankach krajowych oraz instytucjach kredytowych. Fundusz może lokować swoje aktywa w wierzytelności wysokiego ryzyka.

Tab. 18. cd.

Fundusz	Deklarowana polityka inwestycyjna
Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS	Fundusz inwestuje aktywa w wierzytelności nabywane od instytucji finansowych.
Kredyt Inkaso I NS FIZ	Fundusz inwestuje w aktywa na rynku wierzytelności.
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.
Prokulus 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 inwestowane będą przede wszystkim w wierzytelności bankowe, ale także w długi 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 FIZ NFS	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 inwestowana jest w wierzytelności lub pakiety sekurytyzowanych wierzytelności, dłużne papiery wartościowe (max. 25%), inkorporujące wierzytelności pieniężne, których emitentem, gwarantem lub poręczycielem jest Skarb Państwa. Max. 25% aktywów może być inwestowana w instrumenty rynku pieniężnego, jednostki uczestnictwa funduszy pieniężnych lub depozyty.
VPF III NSFIZ	j.w.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdań finansowych funduszy sekurytyzacyjnych publikowanych w „Monitorze Polskim B” oraz „Monitorze Sądowym i Gospodarczym”.

Tabela 19. Wartość wierzytelności funduszy sekurytyzacyjnych wg wyceny na dzień bilansowy w latach 2005–2012 (w tys. zł)

Rodzaj wierzytelności	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Bankowe	125 255	207 552	249 995	586 580	608 324	681 810	1 331 689	2 067 735
Telekomunikacyjne	0	1 149	6 756	13 406	6 575	27 978	49 513	258 537
Ubezpieczeniowe	0	354	72	391	2 602	9 381	705	10 092
Konsumenckie	0	380	3 615	7 305	6 311	5 706	4 589	69 667
Brak danych	0	250 816	216 888	149 785	153 363	183 136	317 330	366 956
Wierzytelności ogółem	125 255	460 251	477 326	757 467	777 175	908 011	1 703 826	2 772 987

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych funduszy sekurytyzacyjnych opublikowanych do 31 października 2014 r. w „Monitorze Polskim B” oraz „Monitorze Sądowym i Gospodarczym”.

Na początku działalności funduszy sekurytyzacyjnych (poza pierwszym rokiem funkcjonowania) udział wierzytelności bankowych w ich portfelach stanowił ok. 50% ogółu zgromadzonych wierzytelności. Sytuacja ta uległa zmianie w kolejnych latach (2008–2012), kiedy udział wierzytelności bankowych wzrósł i utrzymywał się na poziomie 75–78% ogółu wierzytelności, którymi dysponowały fundusze sekurytyzacyjne. Ten wysoki udział wierzytelności bankowych w portfelach funduszy sekurytyzacyjnych był głównym czynnikiem skłaniającym do wyboru indeksu WIG-BANKI jako wzorca odniesienia dla funduszy sekurytyzacyjnych⁵. Część funduszy również w deklarowanych przez siebie politykach inwestycyjnych wskazywała wierzytelności bankowe jako główny cel swoich inwestycji⁶. 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 sekurytyzacyjnych⁷.

5 Poza indeksem WIG-BANKI autorka brała pod uwagę również indeks WIG, a także różne kombinacje tych dwóch indeksów. Dla wszystkich benchmarków wyliczono współczynnik determinacji (R^2), który w rozpatrywanym przypadku wskazał na stopień dopasowania wyników benchmarku do wyników funduszy sekurytyzacyjnych. Na podstawie tych wyników wysunięto wniosek, że najlepszym dopasowaniem do wyników funduszy sekurytyzacyjnych w badanym okresie charakteryzował się indeks WIG-BANKI.

6 Wszystkie analizowane fundusze wskazywały Polskę jako zasięg geograficzny swoich inwestycji.

7 Szerzej na ten temat w rozdziale 3.

Indeks WIG-BANKI wyznaczany jest na podstawie algorytmu⁸:

$$WIG_{BANKI_t} = \frac{M_t}{M_0 \cdot K_t} \cdot 1279,56 \quad (1)$$

gdzie:

M_t – kapitalizacja portfela indeksu na sesji t ;

M_0 – kapitalizacja portfela indeksu w dniu bazowym (31.12.1998);

K_t – współczynnik korygujący indeksu na sesji t .

Poziom indeksu WIG-BANKI w roku 2010 przedstawiono na wykresie 21.

Wykres 21. Poziom indeksu WIG-BANKI w 2010 r.



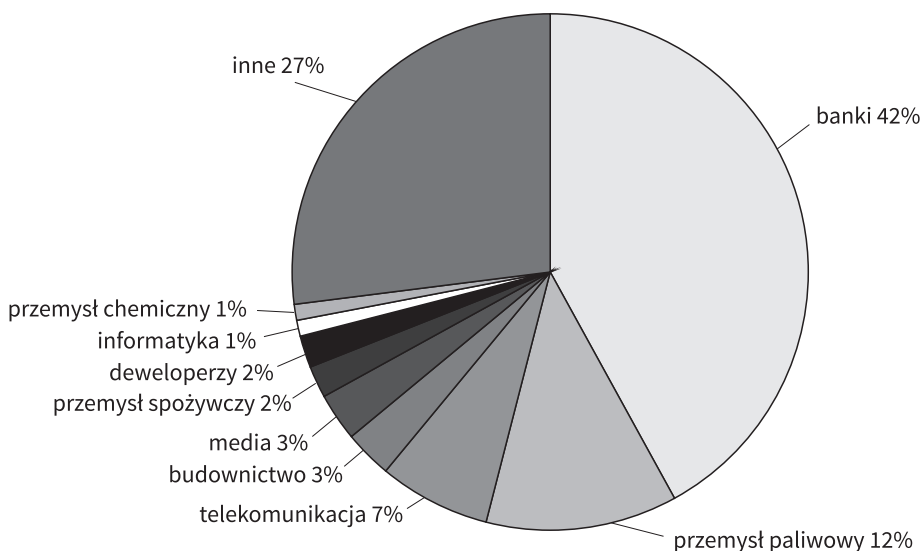
Źródło: opracowane na podstawie danych z Anality Online S.A.

⁸ Wartość bazowa indeksu WIG-BANKI wynosi 1279,56. *Indeksy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, Warszawa, lipiec 2010, s. 10.

Indeks WIG-BANKI jest jednym z 10 indeksów sektorowych⁹, dostarczanych przez GPW. Na wykresie 22. zaprezentowano udział poszczególnych sektorów w kapitalizacji giełdowej. Indeks WIG-BANKI jest obliczany od 31 grudnia 1998 r.¹⁰ Stanowi podstawę oceny wyników sektora bankowego.

Indeks WIG-BANKI opiera się na metodologii indeksu WIG i uwzględnia dochody z tytułu dywidend i praw poboru¹¹. Jest aktualizowany po zakończeniu każdego kwartału w oparciu o aktualną listę sektorową oraz okresowe zmiany portfela indeksu WIG (rewizja kwartalna). W skład indeksu WIG-BANKI wchodzi 14 banków. W tabeli 20. przedstawiono skład indeksu WIG-BANKI na dzień 12 listopada 2014 r.¹²

Wykres 22. Udział poszczególnych branż w kapitalizacji giełdowej



Źródło: *Indeksy Giełdowe*, Warszawa 2014, s. 8.

9 GPW oblicza indeksy dla 10 sektorów: banki, budownictwo, deweloperzy, chemia, informatyka, media, paliwa, przemysł spożywczy, surowce, telekomunikacja. Pakiety w indeksach sektorowych są zgodne z pakietami w indeksie WIG. Klasyfikacja spółek do sektorów jest prowadzona według własnych zasad GPW, w oparciu o Polską Klasyfikację Działalności oraz strukturę przychodów i aktywów spółek. *Indeksy Giełdowe*, Warszawa 2010, s. 8.

10 *Indeksy Giełdy Papierów Wartościowych*, Warszawa, lipiec 2010, s. 10.

11 *Ibidem*, s. 8.

12 Data korzystania z serwisu internetowego GPW.

Tabela 20. Skład indeksu WIG-BANKI na dzień 12 listopada 2014 r.

Lp	Instrument	Średni spread na sesji (punkty bazowe)*	Pakiet	Wartość rynkowa pakietu (w tys. zł)	Udział w portfelu (%)
1	Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A.	5	739 488 000	26 695 517	32,2
2	Bank Polska Kasa Opieki S.A.	8	122 558 000	21 478 290	25,9
3	Bank Zachodni WBK S.A.	11	26 546 000	10 120 663	12,2
4	mBank S.A.	17	12 028 000	5 773 440	7
5	ING Bank Śląski S.A.	38	30 435 000	4 487 641	5,4
6	Bank Handlowy w Warszawie S.A.	16	30 565 000	3 333 113	4
7	Bank Millennium S.A.	22	391 487 000	3 061 428	3,7
8	Alior Bank S.A.	28	39 447 000	2 992 449	3,6
9	Getin Noble Bank S.A.	49	1 094 686 000	2 572 512	3,1
10	Getin Holding S.A.	59	293 465 000	689 643	0,8
11	UniCredit S.A.	70	28 942 000	626 884	0,7
12	Bank BPH S.A.	108	7 784 000	389 122	0,5
13	Bank Ochrony Środowiska S.A.	131	9 284 000	376 095	0,5
14	BNP Paribas Bank Polska S.A.	169	4 732 000	301 428	0,4
	Razem	-	-	82 898 225	100

*Kurs ostatniej transakcji

Źródło: dane GPW, http://www.gpw.pl/indeksy_gieldowe?isin=PL9999999904&ph_tresc_glowna_start=show#portfel (12.11.2014).

Kolejnym założeniem do analizy efektywności funduszy sekurytyzacyjnych jest przyjęcie średniej rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych jako rentowności inwestycji wolnej od ryzyka.

Ponieważ sama stopa zwrotu nie jest najlepszym wykładnikiem efektywności inwestowania, zwłaszcza w długoterminowych inwestycjach (niedoskonałość i omylność stopy zwrotu), zasadne jest, aby ocenę efektywności funduszy sekurytyzacyjnych oprzeć dodatkowo na wskaźnikach¹³: Sharpe'a, Treynora, alfa Jensena, alfa Sharpe'a, M^2 . Informują one o poziomie zysku przypadającym na jednostkę ryzyka. Nieracjonalne jest akceptowanie wyższego ryzyka dla tego samego zysku¹⁴. Pozwalają

13 Są to wybrane wskaźniki efektywności funduszy inwestycyjnych. Należą do najczęściej stosowanych wskaźników analizy portfelowej.

14 Byłby to portfel nieracjonalny, inwestor ponosiłby nieproporcjonalnie wysokie ryzyko w stosunku do zysku.

wskazać fundusze najbardziej efektywne, tzn. takie, które przy danym poziomie ryzyka generują większe stopy zwrotu lub poziom ponoszonego ryzyka jest uzasadniony wysokością zyskowności. Bardzo dobry obraz daje porównanie wskaźników funduszy ze wskaźnikami dla rynku wzorcowego¹⁵. W przypadku niniejszej analizy będą to wskaźniki dla indeksu WIG-BANKI.

5.1.2. Badanie empiryczne poszczególnych funduszy sekurytyzacyjnych

Badaniem empirycznym zostały objęte fundusze sekurytyzacyjne działające na rynku polskim w latach 2006–2010. W związku z tym, że nie wszystkie fundusze sekurytyzacyjne upubliczniają wyceny swoich jednostek uczestnictwa, badanie dotyczyło tylko części funduszy sekurytyzacyjnych działających w latach 2006–2010. W tabeli 21. przedstawiono ich dokładną liczbę w poszczególnych latach (na dzień 31 grudnia).

Tabela 21. Liczba funduszy sekurytyzacyjnych na rynku polskim a liczba funduszy uczestniczących w badaniu 2006–2010 (stan na 31 grudnia)

Rok	Liczba funkcjonujących funduszy na koniec okresu	Liczba funduszy objętych badaniem
2006	11	4
2007	18	9
2008	21	14
2009	22	14
2010	22	14

Źródło: opracowanie własne na podstawie KNF¹ i sprawozdań finansowych funduszy publikowanych w „Monitorze Polskim B”.

Fundusz EGB Podstawowy NS FIZ oraz powiązane z nim fundusze EGB Skarbiec BIS Powiązany FIZ i EGB Skarbiec Powiązany FIZ nie upubliczniają swoich wycen od września 2007 r.¹⁷ Dla funduszy Corpus Iuris NS FIZ, DTP NS FIZ i Fincrea 1 FIZ NFS brak danych o wycenach jed-

15 Porównanie takie dostarcza informacji osobom zamierzającym inwestować długoterminowo w fundusze.

16 http://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/PODMIOTY_ryнку/Podmioty_ryнку_kapitalowego/Wykaz_TFI_i_FI_HTML.html (12.11.2014).

17 Zmiana statutu 20 września 2007 r.

nostek uczestnictwa. Dane dotyczące wycen dla funduszu S-Collect FIZ NFS pozyskane zostały tylko za lata 2006–2007, a dla funduszu Plejada Wierzytelności 1 FIZ NFS tylko za rok 2008. W badanym okresie dwa fundusze sekurytyzacyjne zakończyły swoją działalność (ze względu na brak dostępu do sprawozdań finansowych tych funduszy nie zostały one włączone do badania¹⁸). Są nimi:

- Sekura NS FIZ¹⁹, którego likwidacja rozpoczęła się 23 grudnia 2008 r., a fundusz został wykreślony z rejestru sądowego 14 maja 2009 r.;
- ProCollect NS FIZ²⁰, który w likwidacji znajdował się od 17 września 2008 r., a jego wykreślenie z rejestru sądowego nastąpiło dnia 12 lutego 2009 r.

18 Brak informacji o stopach zwrotu dla tych funduszy w okresie ich działalności. Niewzględnienie tych funduszy sekurytyzacyjnych w badaniu efektywności może wpłynąć na obciążenie badanej próby tzw. efektem przetrwania (*Survivorship Bias*). Efekt ten przejawia się zniekształceniem średnich stóp zwrotu osiąganych przez fundusze sekurytyzacyjne. Szerzej: K. Gabryelczyk, *Efekt przetrwania i wyniki...*, s. 176–183

19 Ze sprawozdań finansowych za 2007 r. wynika, że udział tego funduszu w rynku funduszy sekurytyzacyjnych w 2007 r. mierzony wielkością aktywów netto był nieznaczny – aktywa netto funduszu na dzień bilansowy wynosiły 110 tys. zł. Był to pierwszy rok działalności funduszu, stanowił on etap budowy portfela. Do końca 2007 r. fundusz wyemitował tylko certyfikaty inwestycyjne serii A na łączną kwotę 200 tys. zł. Emisja była w całości skierowana do jednego podmiotu, którym był SECAPITAL S. a R.L. z siedzibą w Luksemburgu. W związku z systematycznym spadkiem wartości aktywów netto tego funduszu w 2008 r., towarzystwo funduszy inwestycyjnych Copernicus podjęło decyzję o jego likwidacji. Towarzystwo postanowiło skupić się na działalności funduszy o większej wartości aktywów, licząc na wykorzystanie efektu skali. N. Chudzyńska, *Copernicus Capital TFI: Lider oszczędza*, <http://www.parkiet.com/artukul/779935.html> (12.11.2014); *Sprawozdanie finansowe Sekura Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2008, nr 1883, poz. 10664, s. 129121–129138.

20 Ze sprawozdania finansowego za okres od 6 września 2007 r. (początek działalności funduszu) do 31 grudnia 2007 r. wynika, że na dzień bilansowy fundusz dysponował aktywami netto w wysokości 944 tys. zł. Była to kwota znacznie większa, niż w przypadku funduszu Sekura, jednak w stosunku do wartości aktywów zgromadzonych przez wszystkie fundusze sekurytyzacyjne w roku 2007 kwota ta była nieznaczna. W 2008 r. wartość aktywów netto funduszu ProCollect utrzymywała się na podobnym poziomie. W 2007 r. fundusz wyemitował certyfikaty inwestycyjne serii A o wartości 1 mln zł objęte w całości przez „Pro Asset” Sp. z o.o. z siedzibą we Wrocławiu. Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Copernicus, podobnie jak w przypadku funduszu Sekura, podjęło decyzję o likwidacji funduszu ze względu na małą wartość aktywów netto, jaką dysponował. *Sprawozdanie finansowe ProCollect Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2008, nr 1885, poz. 10673, s. 129300–129324.

Nazwy funduszy sekurytyzacyjnych, którymi posługiwano się w badaniu, odpowiadają nazwom funduszy według stanu na dzień 31 grudnia 2010 r. W rozdziale 3. niniejszego opracowania podano informacje, które fundusze zmieniły nazwy w trakcie swojego funkcjonowania i jakie były ich wcześniejsze nazwy.

Do badania efektywności funduszy sekurytyzacyjnych wykorzystano możliwe do obliczenia wskaźniki, miary ryzyka i efektywności funduszy inwestycyjnych, takie jak:

- stopa zwrotu funduszu (R_f);
- stopa zwrotu wolna od ryzyka (R_p);
- stopa zwrotu wzorca odniesienia (R_m);
- dodatkowa stopa zwrotu funduszu (ER_f);
- premia za ryzyko funduszu (RP_f);
- premia za ryzyko rynkowe (RP_m);
- odchylenie standardowe stopy zwrotu funduszu (σ_f);
- odchylenie standardowe stopy zwrotu wzorca odniesienia (σ_m);
- współczynnik zmienności stopy zwrotu funduszu (V_f);
- współczynnik zmienności stopy zwrotu wzorca odniesienia (V_m);
- współczynnik determinacji (R^2);
- współczynnik beta funduszu (β_f);
- wskaźnik błędu odwzorowania (TE);
- wskaźnik *Information Ratio* (IR);
- wskaźnik Sharpe'a funduszu (S_{hf});
- wskaźnik Sharpe'a wzorca odniesienia (S_{hm});
- wskaźnik Treynora funduszu (T_f);
- alfa Jensena funduszu (α_f);
- alfa Sharpe'a funduszu (α_{st});
- wskaźnik M^2 .

Wartości miar odniesienia dla funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2006–2010 przedstawiono w tabeli 22. Zostały one obliczone na podstawie kwartalnych stóp zwrotu wzorca odniesienia dla funduszy sekurytyzacyjnych (benchmark w postaci indeksu WIG-BANKI) i kwartalnych stóp zwrotu 52-tygodniowych bonów skarbowych²¹ (miara stopy wolnej od ryzyka).

21 Dane do października 2010 r. *Biuletyn Informacyjny NBP*, http://nbp.pl/home.aspx?f=publikacje/biuletyn_informacyjny/informacja.html (12.11.2014).

Tabela 22. Wartości miar odniesienia dla funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2006–2010

Rok	R_t	R_m	RP_m	σ_m	V_m	S_{hm}	T_m
2006	4,20	11,14	6,94	7,92	0,71	0,876	6,94
2007	4,71	3,24	-1,47	9,37	2,89	-0,157	-1,47
2008	5,88	-13,26	-19,14	10,79		-1,773	-19,14
2009	3,88	12,00	8,12	34,00	2,83	0,239	8,12
2010	3,93	4,44	0,51	8,59	1,93	0,060	0,51

Źródło: obliczenia własne.

Kolejno w tabelach 23–38 zostaną przedstawione podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności, obliczone dla poszczególnych funduszy sekurytyzacyjnych²². Wyniki wskaźników efektywności wskazujące na efektywność danego funduszu sekurytyzacyjnego oraz wyniki funduszy lepsze od wyników ich wzorca odniesienia zostały oznaczone pogrubioną czcionką. Kolejność prezentowanych obliczeń dla poszczególnych funduszy jest zgodna z informacjami, które zawiera tabela 16.

Tabela 23. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu Kredyt Inkaso I NS FIZ w latach 2007–2010

Rok	R_t	R_m^2	ER_t	RP_t	σ_t	V_t	β_t	TE	IR	S_{ht}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
2007	-1,05	0,435	-4,29	-5,76	0,70		0,037	8,926	-0,481	-8,176	-154,96	-5,82	-5,87	-71,93
2008	-2,23	0,022	11,04	-8,10	1,20		-0,012	11,036	1,000	-6,731	655,96	-7,87	-10,24	-66,78
2009	-4,83	0,669	-16,83	-8,71	3,21		-0,058	36,671	-0,459	-2,714	150,40	-9,18	-7,94	-88,39
2010	41,77	0,724	37,32	37,84	77,45	1,85	6,264	68,726	0,543	0,489	6,04	41,04	42,45	8,13

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 24. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu BEST I NS FIZ w latach 2006–2010

Rok	R_t	R_m^2	ER_t	RP_t	σ_t	V_t	β_t	TE	IR	S_{ht}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
2006	5,50	1,000	-5,64	1,30	3,39	0,62	0,293	7,462	-0,756	0,382	4,42	3,33	4,27	7,23
2007	3,60	0,003	0,36	-1,11	1,15	0,32	0,005	9,379	0,038	-0,963	-208,32	-1,12	-1,29	-4,31
2008	5,78	0,458	19,04	-0,10	5,08	0,88	-0,239	14,714	1,294	-0,020	0,43	4,47	-9,11	5,66
2009	-2,08	0,113	-14,08	-5,96	10,04		-0,074	38,551	-0,365	-0,593	80,02	-6,56	-3,56	-16,29
2010	0,97	0,805	-3,47	-2,96	2,66	2,72	-0,208	11,033	-0,314	-1,113	14,21	-3,06	-2,80	-5,63

Źródło: obliczenia własne.

22 W przypadku ujemnych stóp zwrotu, współczynnik zmienności V nie występuje.

Tabela 25. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu BEST II NS FIZ w latach 2008–2010

Rok	R_t	R_m^2	ER_t	RP_t	σ_t	V_t	β_t	TE	IR	S_{ht}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
2008	0,00	1,000	13,26	-5,88	2,83		0,218	15,125	0,877	-2,078	-26,97	-10,05	-10,89	-16,55
2009	6,20	0,265	-5,80	2,32	2,54	0,41	0,029	32,767	-0,177	0,915	80,53	2,55	2,93	35,00
2010	8,35	0,059	3,91	4,42	7,00	0,84	0,148	9,675	0,404	0,631	29,80	4,50	4,84	9,35

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 26. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu Bison NS FIZ w latach 2007–2010

Rok	R_t	R_m^2	ER_t	RP_t	σ_t	V_t	β_t	TE	IR	S_{ht}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
2007	12,05	0,038	8,81	7,34	6,99	0,58	0,109	10,549	0,835	1,050	67,58	7,18	6,24	14,56
2008	8,13	0,420	21,39	2,25	11,01	1,35	0,496	9,147	2,338	0,204	4,53	-7,24	-17,27	8,08
2009	3,33	0,686	-8,68	-0,55	2,61	0,79	-0,048	36,192	-0,240	-0,213	11,64	-0,94	0,07	-3,35
2010	4,05	1,000	-0,39	0,12	2,05	0,51	0,109	5,784	-0,068	0,058	1,09	0,17	0,24	4,43

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 27. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu Debito NS FIZ w latach 2008–2010

Rok	R_t	R_m^2	ER_t	RP_t	σ_t	V_t	β_t	TE	IR	S_{ht}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
2008	-33,50	1,000	-20,24	-39,38	13,29		1,024	4,660	-4,343	-2,962	-38,45	-58,98	-62,95	-26,10
2009	-142,63	0,087	-154,64	-146,51	89,52		-0,584	104,735	-1,476	-1,637	250,88	-151,26	-125,13	-51,77
2010	33,33	0,001	28,89	29,40	57,74	1,73	0,172	58,360	0,495	0,509	171,21	29,49	32,84	8,30

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 28. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu Electus NS FIZ w latach 2008–2010

Rok	R_t	R_m^2	ER_t	RP_t	σ_t	V_t	β_t	TE	IR	S_{ht}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
2008	-5,20	1,000	8,06	-11,08	0,28		0,022	17,671	0,456	-39,168	-508,37	-11,50	-11,58	-416,90
2009	-7,10	0,318	-19,10	-10,98	0,24		-0,003	34,139	-0,560	-44,826	3604,01	-11,00	-10,92	-1520,22
2010	4,20	0,717	-0,24	0,27	22,19	5,28	1,640	15,603	-0,016	0,012	0,16	1,11	1,59	4,04

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 29. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu GPM Vindexus NS FIZ w latach 2008–2010

Rok	R_t	R_m^2	ER_t	RP_t	σ_t	V_t	β_t	TE	IR	S_{ht}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
2008	-4,20	0,341	9,06	-10,08	3,81		-0,155	13,385	0,677	-2,642	65,12	-7,12	-16,84	-22,64
2009	22,80	0,004	10,80	18,92	45,30	1,99	-0,067	58,439	0,185	0,418	-282,39	18,38	29,74	18,08
2010	34,73	0,672	30,28	30,79	75,83	2,18	5,429	68,965	0,439	0,406	5,67	33,57	35,31	7,42

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 30. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS w latach 2006–2010

Rok	R_t	R_m^2	ER_t	RP_t	σ_t	V_t	β_t	TE	IR	S_{ht}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
2006	-13,45	0,135	-24,59	-17,65	16,55		0,575	15,506	-1,586	-1,067	-30,70	-13,66	-3,16	-4,25
2007	11,68	0,384	8,44	6,96	27,68	2,37	-1,372	34,287	0,246	0,252	-5,08	8,98	2,62	7,07
2008	2,70	0,117	15,96	-3,18	1,68	0,62	0,040	10,342	1,544	-1,897	-79,83	-3,94	-6,15	-14,60
2009	2,58	0,128	-9,43	-1,30	11,68	4,53	0,092	31,756	-0,297	-0,112	-14,17	-0,56	1,48	0,08
2010	0,43	0,002	-4,02	-3,51	10,76	25,31	0,046	13,432	-0,299	-0,326	-76,07	-3,48	-2,86	1,13

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 31. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu Plejada Wierzytelności 1 FIZ NFS w 2008 r.

Rok	R_t	R_m^2	ER_t	RP_t	σ_t	V_t	β_t	TE	IR	S_{ht}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
2008	-8,15	0,066	5,11	-14,03	7,68		0,137	11,529	0,443	-1,827	-102,48	-16,65	-27,64	-13,85

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 32. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu Prokulus NS FIZ w latach 2007–2010

Rok	R_t	R_m^2	ER_t	RP_t	σ_t	V_t	β_t	TE	IR	S_{ht}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
2007	-20,57	0,967	-23,81	-25,28	9,28		0,644	1,690	-14,084	-2,724	-39,26	-26,23	-26,74	-20,82
2008	224,40	0,679	237,66	218,52	485,95	2,17	-27,818	494,882	0,480	0,450	-7,86	750,98	-643,21	10,73
2009	-10,83	0,179	-22,83	-14,71	19,62		-0,183	45,879	-0,498	-0,750	80,39	-16,19	-10,02	-21,60
2010	7,27	0,751	2,82	3,34	40,32	5,55	3,320	31,647	0,089	0,083	1,00	5,03	5,74	4,64

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 33. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu Prokura NS FIZ w latach 2006–2010

Rok	R_t	R_m^2	ER_t	RP_t	σ_t	V_t	β_t	TE	IR	S_{ht}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
2006	16,50	0,000	5,36	12,30	10,38	0,63	0,010	12,995	0,412	1,185	1230,68	12,37	21,39	13,59
2007	28,78	0,762	25,54	24,06	9,05	0,31	-0,632	17,828	1,432	2,660	-38,09	24,99	22,64	29,65
2008	27,10	0,309	40,36	21,22	25,83	0,95	-0,997	33,069	1,221	0,822	-21,28	40,31	-24,58	14,75
2009	6,08	0,713	-5,93	2,20	3,22	0,53	0,060	31,332	-0,189	0,683	36,64	2,68	2,96	27,09
2010	9,27	0,412	4,82	5,34	5,91	0,64	-0,361	15,009	0,321	0,903	-14,80	5,15	5,69	11,69

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 34. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu S-Collect FIZ NFS w latach 2006–2007

Rok	R_t	R_m^2	ER_t	RP_t	σ_t	V_t	β_t	TE	IR	S_{ht}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
2006	-4,23	0,918	-15,37	-8,43	6,63		0,601	2,461	-6,245	-1,271	-14,01	-4,25	-2,62	-5,87
2007	4,85	1,000	1,61	0,14	5,44	1,12	-0,006	5,654	0,285	0,025	-21,34	0,15	-0,72	4,95

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 35. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu Ultimo NS FIZ w latach 2007–2010

Rok	R_t	R_m^2	ER_t	RP_t	σ_t	V_t	β_t	TE	IR	S_{ht}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
2007	3,68	0,876	0,44	-1,04	6,92	1,88	0,518	3,787	0,115	-0,150	-2,00	-1,80	-2,12	3,31
2008	3,70	0,352	16,96	-2,18	9,69	2,62	-0,400	18,290	0,927	-0,225	5,45	5,47	-19,36	3,45
2009	6,05	0,074	-5,95	2,17	8,16	1,35	0,049	32,740	-0,182	0,266	44,36	2,57	4,12	12,92
2010	5,17	0,844	0,72	1,24	2,32	0,45	0,202	8,435	0,086	0,533	6,11	1,34	1,37	8,51

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 36. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu VPF I NS FIZ w latach 2007–2010

Rok	R_t	R_m^2	ER_t	RP_t	σ_t	V_t	β_t	TE	IR	S_{ht}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
2007	71,15	1,000	67,91	66,44	102,04	1,43	-0,649	103,153	0,658	0,651	-102,44	67,39	50,41	10,82
2008	-4,65	0,107	8,61	-10,53	31,15		0,708	29,444	0,293	-0,338	-14,88	-24,08	-65,77	2,23
2009	3,05	0,042	-8,95	-0,83	2,56	0,84	0,012	33,568	-0,267	-0,324	-71,42	-0,74	-0,22	-7,12
2010	3,87	0,843	-0,58	-0,06	4,75	1,23	0,414	6,436	-0,089	-0,014	-0,15	0,15	0,22	3,81

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 37. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu VPF II NS FIZ w latach 2009–2010

Rok	R_t	R_m^2	ER_t	RP_t	σ_t	V_t	β_t	TE	IR	S_{ht}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
2009	-10,03	0,047	-22,03	-13,91	3,98		-0,019	35,084	-0,628	-3,491	727,05	-14,06	-12,95	-114,83
2010	-21,40	0,087	-25,84	-25,33	3,77		0,106	10,069	-2,567	-6,715	-239,39	-25,28	-25,11	-53,74

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 38. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu VPF III NS FIZ w latach 2008–2010

Rok	R_t	R_m^2	ER_t	RP_t	σ_t	V_t	β_t	TE	IR	S_{ht}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
2008	-22,18	0,861	-8,91	-28,05	37,66		-2,428	47,841	-0,186	-0,745	11,56	18,41	-94,83	-2,16
2009	2,18	0,857	-9,83	-1,71	16,92	7,78	-0,345	50,074	-0,196	-0,101	4,94	-4,51	2,34	0,45
2010	22,53	0,007	18,09	18,60	63,79	2,83	-0,510	65,516	0,276	0,292	-36,49	18,34	22,40	6,44

Źródło: obliczenia własne.

Przedstawione wyniki, dotyczące efektywności funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2006–2010, wskazują na bardzo zróżnicowaną sytuację na rynku funduszy sekurytyzacyjnych. Wśród badanych jednostek najlepsze wyniki w całym okresie osiągnęły fundusze Prokura i Ultimo. Co istotne, należą one do najdłużej działających funduszy sekurytyzacyjnych na rynku polskim. Jedynie w roku 2009 osiągnęły wyniki gorsze od wyników wzorca odniesienia, podobnie jak pozostałe fundusze sekurytyzacyjne (z wyjątkiem GPM Vindexus). W badanym okresie najgorsze wyniki osiągnął fundusz VPF II²³.

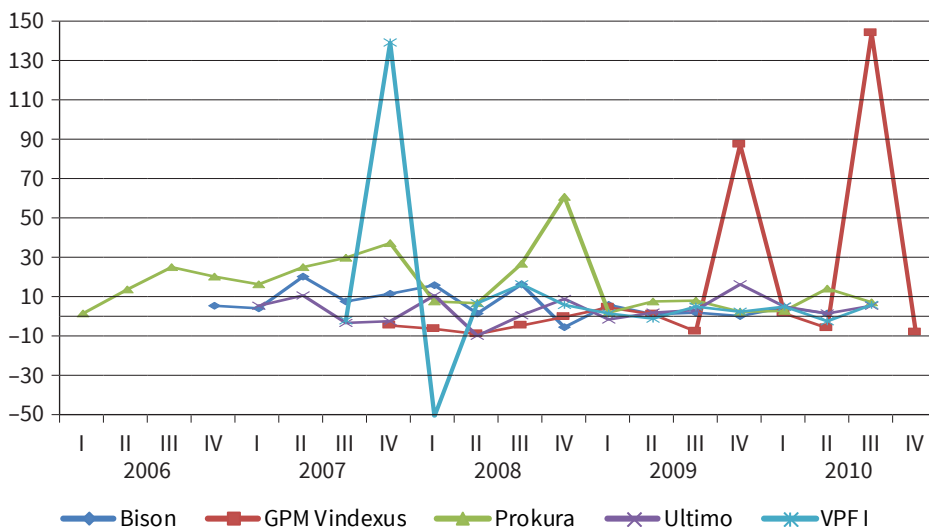
5.2. Wyniki badań efektywności funduszy sekurytyzacyjnych

Stopy zwrotu badanych funduszy sekurytyzacyjnych wykazywały dużą zmienność w poszczególnych okresach oraz różniły się znacznie między sobą. Przedstawiono to na wykresie 23. (dla najlepszych funduszy), na wykresie 24. (dla funduszy, które w całym okresie działalności osiągnęły ujemne stopy zwrotu) oraz na wykresie 25. (dla przeciętnych funduszy).

Zróżnicowanie stóp zwrotu widać również na przykładzie zestawienia stóp zwrotu badanych funduszy sekurytyzacyjnych od początku działalności do dnia ostatniej wyceny – zaprezentowano to w tabeli 39. Największą stopę zwrotu od początku działalności do końca 2010 r. uzyskał fundusz Prokura NS FIZ (1904,80%). Biorąc pod uwagę cały okres działalności, najmniejszą stopę zwrotu (stopę ujemną) przyniósł fundusz Debito NS FIZ, wyniosła ona -87,76%. Wśród 16 funduszy sekurytyzacyjnych, dla których dane przedstawiono w tabeli 39., aż 6 funduszy (w tym Debito NS FIZ) uzyskało ujemne stopy zwrotu za cały okres działalności. Wśród pozostałych 10 funduszy ze stopą zwrotu dodatnią, 5 funduszy osiągnęło stopę zwrotu na poziomie przekraczającym 100% (w tym Prokura NS FIZ).

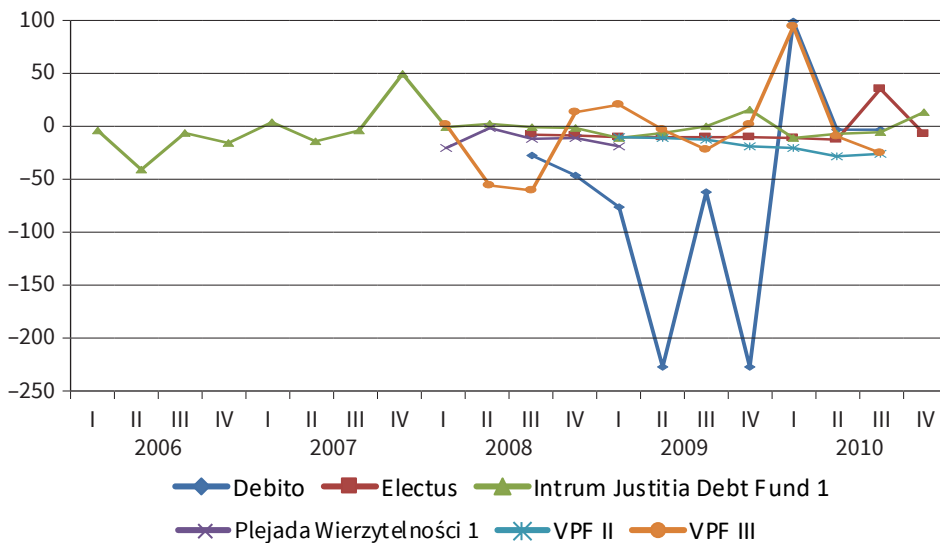
23 Jego udział w wartości aktywów netto funduszy sekurytyzacyjnych jest nieznaczący. Wartość aktywów netto funduszu na dzień 28.10.2010 r. wynosiła 192 tys. zł.

Wykres 23. Kwartalne stopy zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych, które osiągnęły najlepsze wyniki²⁴



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Analizy Online S.A.

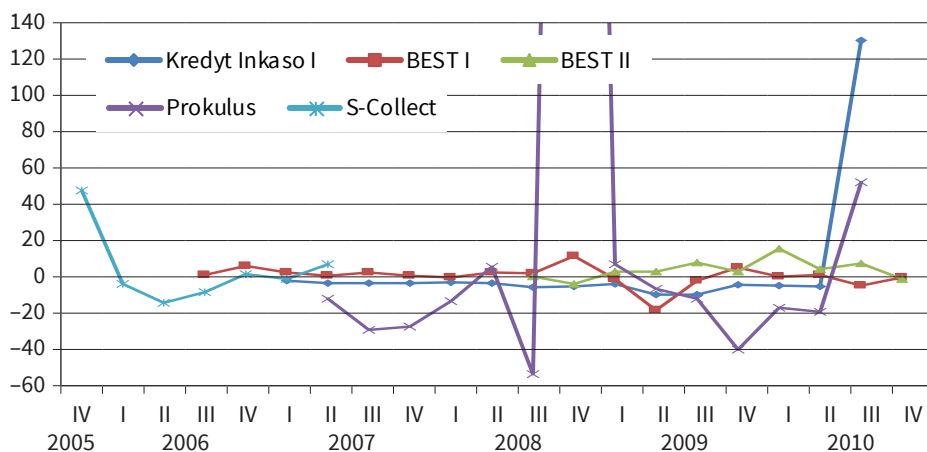
Wykres 24. Kwartalne stopy zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych, które osiągnęły najgorsze wyniki²⁵



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Analizy Online S.A.

24 Od początku działalności do dnia ostatniej wyceny stopy zwrotu równe lub powyżej 100%.

25 Od początku działalności do dnia ostatniej wyceny ujemna stopa zwrotu.

Wykres 25. Kwartalne stopy zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych, które osiągnęły średnie wyniki²⁶

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Analizy Online S.A.

Tabela 39. Stopy zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych od początku działalności do dnia ostatniej wyceny

Fundusz	Data ostatniej wyceny	Stopa zwrotu
Kredyt Inkaso I NS FIZ	2010-12-30	55,10%
BEST I NS FIZ	2010-11-30	37,50%
BEST II NS FIZ	2011-01-11	74,00%
Bison NS FIZ	2010-09-29	172,99%
Debito NS FIZ	2010-10-28	-87,76%
Electus NS FIZ	2011-01-11	-27,83%
GPM Vindexus NS FIZ	2011-01-11	232,37%
Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS	2011-01-11	-8,83%
Plejada Wierzytelności 1 FIZ NFS	2009-06-29	-68,84%
Prokulus NS FIZ	2010-12-30	41,41%
Prokura NS FIZ	2010-12-30	1 904,80%
S-Collect FIZ NFS	2007-09-27	41,52%
Ultimo NS FIZ	2010-10-28	114,52%
VPF I NS FIZ	2010-10-28	100,00%
VPF II NS FIZ	2010-10-28	-69,00%
VPF III NS FIZ	2010-10-28	-66,67%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Analizy Online S.A.

²⁶ Od początku działalności do dnia ostatniej wyceny średnie wyniki (stopy zwrotu dodatnie) w grupie funduszy sekurytyzacyjnych. Stopa zwrotu funduszu Prokulus za IV kwartał 2008 wyniosła 952,4%.

Roczne stopy zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych kształtowały się na poziomie od -142,63% (Debito NS FIZ w roku 2009) do 224,40% (Prokulus NS FIZ w roku 2008). W badanym okresie rozpiętość stóp zwrotu wzorca odniesienia dla funduszy sekurytyzacyjnych była znacznie mniejsza (od -13,26% w roku 2008 do 12% w roku 2009). Duża rozpiętość i zmienność stóp zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych jest związana z występowaniem wysokiego ryzyka inwestycyjnego. Potwierdzają to wartości odchylenia standardowego stóp zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych, które w badanym okresie kształtowały się na poziomie od 0,24% (Electus NS FIZ w 2009 r.) do 485,95% (Prokulus w 2008 r.), podczas gdy odchylenie standardowe stóp zwrotu wzorca odniesienia kształtowało się w przedziale od 7,92% (2006) do 34% (2009).

Dla części funduszy sekurytyzacyjnych, w stosunku do wzorca odniesienia (indeks WIG-BANKI), ryzyko całkowite było mniejsze. Znalazło to potwierdzenie we współczynniku zmienności stopy zwrotu. Jedną jednostkę stopy zwrotu tych funduszy można było otrzymać przy mniejszym poziomie ryzyka, w porównaniu do inwestycji w portfel odzwierciedlający wzorzec odniesienia.

Wartość premii za ryzyko funduszy sekurytyzacyjnych kształtowała się w przedziale od -146,51 pkt. proc. (Debito NS FIZ w 2009 r.) do 218,52 pkt. proc. (Prokulus w 2008 r.). W tym samym okresie premia za ryzyko rynkowe osiągała wartości z przedziału od -19,14 (2008) do 8,12 (2009).

Wartości ryzyka systematycznego, mierzone za pomocą współczynnika beta funduszu sekurytyzacyjnego wskazują, że stopy zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych reagowały na zmiany rynkowe w różny sposób. Najwięcej funduszy określanych mianem agresywnych było w roku 2010 (współczynnik beta powyżej 1). W całym badanym okresie przeważały jednak fundusze defensywne (współczynnik beta z przedziału 0:1). Część funduszy miała współczynnik beta ujemny co wskazuje, że stopa zwrotu tych funduszy reagowała na zmiany odwrotnie niż stopa zwrotu wzorca odniesienia. To mogłoby wskazywać na specyfikę funduszy sekurytyzacyjnych, na którą często zwraca się uwagę. Chodzi o ich powiązanie z rynkiem windykacji, dla którego zła koniunktura na rynku nie musi oznaczać niższych wyników.

Wartości wskaźnika błędu odwzorowania są bardzo zróżnicowane w całym badanym okresie (od 1,69 do 494,88). Warto zauważyć, że dla przeciętnego funduszu sekurytyzacyjnego wartość tego wskaźnika wyniosła 17,67, co wskazywałoby na aktywną strategię zarządzania większością badanych funduszy sekurytyzacyjnych.

Z wartości wskaźnika *Information Ratio* wynika, że rok 2008 był najlepszym rokiem dla funduszy sekurytyzacyjnych pod względem wyso-

kości otrzymanej dodatkowej stopy zwrotu (*Information Ratio* dla przeciętnego funduszu wyniósł 0,777). W roku 2007 ta stopa zwrotu też była dość wysoka, o czym świadczy jej wartość dla przeciętnego funduszu sekurytyzacyjnego na poziomie 0,246. Najgorsza sytuacja natomiast miała miejsce w latach 2006 i 2009, kiedy wartość *Information Ratio* dla przeciętnego funduszu była ujemna.

Zestawienie minimalnych i maksymalnych wartości oraz mediana wyników poszczególnych wskaźników, miar ryzyka i efektywności dla funduszy sekurytyzacyjnych i wzorca odniesienia przedstawiono w tabelach 40 i 41.

Tabela 40. Miary statystyczne wyników i podstawowych wskaźników funduszy sekurytyzacyjnych oraz ich wzorca odniesienia w badanym okresie

	Miara statystyczna	R_t	ER_t	RP_t	σ_t	V_t	β_t	TE	IR	S_{ht}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
Fundusze	Min	-142,63	-154,64	-146,51	0,24	0,31	-27,818	1,690	-14,084	-44,826	-508,37	-151,26	-643,21	-1520,22
	Max	224,40	237,66	218,52	485,95	25,31	6,264	494,882	2,338	2,660	3604,01	750,98	50,41	35,00
	Mediana	3,68	0,44	-0,83	7,68	1,29	0,029	17,671	0,086	-0,112	0,43	-0,56	-2,12	3,31
Benchmark	Min	-13,26		-19,14	7,92	0,71	1,000			-1,773	-19,14			
	Max	12,00		8,12	34,00	2,89	1,000			0,876	8,12			
	Mediana	4,44		0,51	9,37	2,38	1,000			0,060	0,51			

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 41. Miary statystyczne wskaźników efektywności funduszy sekurytyzacyjnych oraz ich wzorca odniesienia w badanym okresie

	Miara statystyczna	S_{ht}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
Fundusze	Min	-44,826	-508,37	-151,26	-643,21	-1520,22
	Max	2,660	3604,01	750,98	50,41	35,00
	Mediana	-0,112	0,43	-0,56	-2,12	3,31
Benchmark	Min	-1,773	-19,14			
	Max	0,876	8,12			
	Mediana	0,060	0,51			

Źródło: obliczenia własne.

Zestawienie miar efektywności funduszy sekurytyzacyjnych w odniesieniu do benchmarku w podziale na poszczególne lata znajduje się w tabeli 42. Kolorem szarym wyróżniono wartości skrajne poszczególnych miar, osiągnięte przez fundusze sekurytyzacyjne w badanym okresie.

Tabela 42. Miary efektywności funduszy sekurytyzacyjnych a benchmark (lata 2006–2010)

Rok	Fundusz	R_t	ER_t	RP_t	σ_t	V_t	β_t	TE	IR	S_{hit}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
2006	BEST I NS FIZ	5,50	-5,64	1,30	3,39	0,62	0,293	7,462	-0,756	0,382	4,42	3,33	4,27	7,23
	Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS	-13,45	-24,59	-17,65	16,55		0,575	15,506	-1,586	-1,067	-30,70	-13,66	-3,16	-4,25
	Prokura NS FIZ	16,50	5,36	12,30	10,38	0,63	0,010	12,995	0,412	1,185	1230,68	12,37	21,39	13,59
	S-Collect FIZ NFS	-4,23	-15,37	-8,43	6,63		0,601	2,461	-6,245	-1,271	-14,01	-4,25	-2,62	-5,87
	Benchmark FS	11,14		6,94	7,92	0,71	1,000			0,876	6,94			
2007	Kredyt Inkaso I NS FIZ	-1,05	-4,29	-5,76	0,70		0,037	8,926	-0,481	-8,176	-154,96	-5,82	-5,87	-71,93
	BEST I NS FIZ	3,60	0,36	-1,11	1,15	0,32	0,005	9,379	0,038	-0,963	-208,32	-1,12	-1,29	-4,31
	Bison NS FIZ	12,05	8,81	7,34	6,99	0,58	0,109	10,549	0,835	1,050	67,58	7,18	6,24	14,56
	Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS	11,68	8,44	6,96	27,68	2,37	-1,372	34,287	0,246	0,252	-5,08	8,98	2,62	7,07
	Prokulus NS FIZ	-20,57	-23,81	-25,28	9,28		0,644	1,690	-14,084	-2,724	-39,26	-26,23	-26,74	-20,82
	Prokura NS FIZ	28,78	25,54	24,06	9,05	0,31	-0,632	17,828	1,432	2,660	-38,09	24,99	22,64	29,65
	S-Collect FIZ NFS	4,85	1,61	0,14	5,44	1,12	-0,006	5,654	0,285	0,025	-21,34	0,15	-0,72	4,95
	Ultimo NS FIZ	3,68	0,44	-1,04	6,92	1,88	0,518	3,787	0,115	-0,150	-2,00	-1,80	-2,12	3,31
	VPF I NS FIZ	71,15	67,91	66,44	102,04	1,43	-0,649	103,153	0,658	0,651	-102,44	67,39	50,41	10,82
	Benchmark FS	3,24		-1,47	9,37	2,89	1,000			-0,157	-1,47			
2008	Kredyt Inkaso I NS FIZ	-2,23	11,04	-8,10	1,20		-0,012	11,036	1,000	-6,731	655,96	-7,87	-10,24	-66,78
	BEST I NS FIZ	5,78	19,04	-0,10	5,08	0,88	-0,239	14,714	1,294	-0,020	0,43	4,47	-9,11	5,66
	BEST II NS FIZ	0,00	13,26	-5,88	2,83		0,218	15,125	0,877	-2,078	-26,97	-10,05	-10,89	-16,55
	Bison NS FIZ	8,13	21,39	2,25	11,01	1,35	0,496	9,147	2,338	0,204	4,53	-7,24	-17,27	8,08
	Debito NS FIZ	-33,50	-20,24	-39,38	13,29		1,024	4,660	-4,343	-2,962	-38,45	-58,98	-62,95	-26,10
Electus NS FIZ	-5,20	8,06	-11,08	0,28		0,022	17,671	0,456	-39,168	-508,37	-11,50	-11,58	-416,90	

Tabela 42. cd.

Rok	Fundusz	R _t	ER _t	RP _t	σ _t	V _t	β _t	TE	IR	S _{ht}	T _t	α _t	α _{st}	M ²
2008	GPM Vindexus NS FIZ	-4,20	9,06	-10,08	3,81		-0,155	13,385	0,677	-2,642	65,12	-7,12	-16,84	-22,64
	Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS	2,70	15,96	-3,18	1,68	0,62	0,040	10,342	1,544	-1,897	-79,83	-3,94	-6,15	-14,60
	Plejada Wierzytelności 1 FIZ NFS	-8,15	5,11	-14,03	7,68		0,137	11,529	0,443	-1,827	-102,48	-16,65	-27,64	-13,85
	Prokulus NS FIZ	224,40	237,66	218,52	485,95	2,17	-27,818	494,882	0,480	0,450	-7,86	750,98	-643,21	10,73
	Prokura NS FIZ	27,10	40,36	21,22	25,83	0,95	-0,997	33,069	1,221	0,822	-21,28	40,31	-24,58	14,75
	Ultimo NS FIZ	3,70	16,96	-2,18	9,69	2,62	-0,400	18,290	0,927	-0,225	5,45	5,47	-19,36	3,45
2009	VPF INS FIZ	-4,65	8,61	-10,53	31,15		0,708	29,444	0,293	-0,338	-14,88	-24,08	-65,77	2,23
	VPF III NS FIZ	-22,18	-8,91	-28,05	37,66		-2,428	47,841	-0,186	-0,745	11,56	18,41	-94,83	-2,16
	Benchmark FS	-13,26		-19,14	10,79		1,000			-1,773	-19,14			
	Kredytl Inkasol INS FIZ	-4,83	-16,83	-8,71	3,21		-0,058	36,671	-0,459	-2,714	150,40	-9,18	-7,94	-88,39
	BEST I NS FIZ	-2,08	-14,08	-5,96	10,04		-0,074	38,551	-0,365	-0,593	80,02	-6,56	-3,56	-16,29
	BEST II NS FIZ	6,20	-5,80	2,32	2,54	0,41	0,029	32,767	-0,177	0,915	80,53	2,55	2,93	35,00
	Bison NS FIZ	3,33	-8,68	-0,55	2,61	0,79	-0,048	36,192	-0,240	-0,213	11,64	-0,94	0,07	-3,35
	Debitol NS FIZ	-142,63	-154,64	-146,51	89,52		-0,584	104,735	-1,476	-1,637	250,88	-151,26	-125,13	-51,77
	Electus NS FIZ	-7,10	-19,10	-10,98	0,24		-0,003	34,139	-0,560	-44,826	3604,01	-11,00	-10,92	-1520,22
	GPM Vindexus NS FIZ	22,80	10,80	18,92	45,30	1,99	-0,067	58,439	0,185	0,418	-282,39	18,38	29,74	18,08
Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS	2,58	-9,43	-1,30	11,68	4,53	0,092	31,756	-0,297	-0,112	-14,17	-0,56	1,48	0,08	
2009	Prokulus NS FIZ	-10,83	-22,83	-14,71	19,62		-0,183	45,879	-0,498	-0,750	80,39	-16,19	-10,02	-21,60
	Prokura NS FIZ	6,08	-5,93	2,20	3,22	0,53	0,060	31,332	-0,189	0,683	36,64	2,68	2,96	27,09
	Ultimo NS FIZ	6,05	-5,95	2,17	8,16	1,35	0,049	32,740	-0,182	0,266	44,36	2,57	4,12	12,92

2009	VPF I NS FIZ	3,05	-8,95	-0,83	2,56	0,84	0,012	33,568	-0,267	-0,324	-71,42	-0,74	-0,22	-7,12
	VPF II NS FIZ	-10,03	-22,03	-13,91	3,98		-0,019	35,084	-0,628	-3,491	727,05	-14,06	-12,95	-114,83
	VPF III NS FIZ	2,18	-9,83	-1,71	16,92	7,78	-0,345	50,074	-0,196	-0,101	4,94	-4,51	2,34	0,45
	Benchmark FS	12,00		8,12	34,00	2,83	1,000			0,239	8,12			
2010	Kredyt Inkaso I NS FIZ	41,77	37,32	37,84	77,45	1,85	6,264	68,726	0,543	0,489	6,04	41,04	42,45	8,13
	BEST I NS FIZ	0,97	-3,47	-2,96	2,66	2,72	-0,208	11,033	-0,314	-1,113	14,21	-3,06	-2,80	-5,63
	BEST II NS FIZ	8,35	3,91	4,42	7,00	0,84	0,148	9,675	0,404	0,631	29,80	4,50	4,84	9,35
	Bison NS FIZ	4,05	-0,39	0,12	2,05	0,51	0,109	5,784	-0,068	0,058	1,09	0,17	0,24	4,43
	Debito NS FIZ	33,33	28,89	29,40	57,74	1,73	0,172	58,360	0,495	0,509	171,21	29,49	32,84	8,30
	Electus NS FIZ	4,20	-0,24	0,27	22,19	5,28	1,640	15,603	-0,016	0,012	0,16	1,11	1,59	4,04
	GPM Vindexus NS FIZ	34,73	30,28	30,79	75,83	2,18	5,429	68,965	0,439	0,406	5,67	33,57	35,31	7,42
	Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS	0,43	-4,02	-3,51	10,76	25,31	0,046	13,432	-0,299	-0,326	-76,07	-3,48	-2,86	1,13
	Prokulus NS FIZ	7,27	2,82	3,34	40,32	5,55	3,320	31,647	0,089	0,083	1,00	5,03	5,74	4,64
	Prokura NS FIZ	9,27	4,82	5,34	5,91	0,64	-0,361	15,009	0,321	0,903	-14,80	5,15	5,69	11,69
	Ultimo NS FIZ	5,17	0,72	1,24	2,32	0,45	0,202	8,435	0,086	0,533	6,11	1,34	1,37	8,51
	VPF I NS FIZ	3,87	-0,58	-0,06	4,75	1,23	0,414	6,436	-0,089	-0,014	-0,15	0,15	0,22	3,81
	VPF II NS FIZ	-21,40	-25,84	-25,33	3,77		0,106	10,069	-2,567	-6,715	-239,39	-25,28	-25,11	-53,74
VPF III NS FIZ	22,53	18,09	18,60	63,79	2,83	-0,510	65,516	0,276	0,292	-36,49	18,34	22,40	6,44	
	Benchmark FS	4,44		0,51	8,59	1,93	1,000			0,060	0,51			

Źródło: obliczenia własne.

Na podstawie miar skorygowanych o ryzyko, stwierdza się, że tylko część funduszy sekurytyzacyjnych była efektywna w badanym okresie. Największe rozbieżności występują w roku 2008, kiedy większość miar wskazuje na efektywność około połowy badanych funduszy, a alfa Sharpe'a świadczy o braku efektywności wśród tych funduszy. Na podstawie miar statystycznych widać, że tylko wskaźnik Treynora i M^2 charakteryzują efektywność przeciętnego funduszu sekurytyzacyjnego w całym badanym okresie. Pozostałe wskaźniki dla przeciętnego funduszu sekurytyzacyjnego są ujemne, co akcentuje osiągnięcie niższych wyników od inwestycji wolnej od ryzyka.

Liczbę funduszy sekurytyzacyjnych, na których efektywność wskazały przyjęte miary efektywności przedstawiono w tabeli 43.

Tabela 43. Liczba efektywnych funduszy sekurytyzacyjnych w zależności od przyjętej miary efektywności

Rok	Liczba badanych funduszy	R_t	ER_t	RP_t	σ_t	V_t	IR	S_{ht}	T_t	α_t	α_{st}	M^2
2006	4	1	1	1	2	2	1	1	1	2	2	1
2007	9	7	7	7	7	7	7	6	1	5	4	6
2008	14	12	12	12	8	0	12	7	8	5	0	7
2009	14	1	1	1	12	6	1	4	10	4	7	4
2010	14	8	8	8	7	7	8	8	8	11	11	8

Źródło: obliczenia własne.

Jak wynika z podsumowania ocen efektywności funduszy sekurytyzacyjnych, różnią się one w zależności od przyjętej miary efektywności. Aby wykazać wpływ przyjętej miary na ocenę funduszu, przygotowano ranking funduszy sekurytyzacyjnych na przykładzie wyników za 2008 r. Poza prostą stopą zwrotu wzięto pod uwagę miary skorygowane o ryzyko, gdyż uważane są one za najistotniejsze miary efektywności funduszy inwestycyjnych²⁷. Otrzymane wyniki przedstawiono w tabeli 44. Okazuje się, że miary efektywności funduszy inwestycyjnych miały wpływ na pozycję poszczególnych funduszy sekurytyzacyjnych w rankingach. Zbliżony ranking otrzymano na podstawie prostej stopy zwrotu, wskaźnika Sharpe'a, alfy Jensena i wskaźnika M^2 . Natomiast rankingi uzyskane za pomocą wskaźnika Treynora i alfy Sharpe'a różniły się znacznie od pozostałych.

W przeprowadzonym badaniu porównywano miary efektywności stóp zwrotu tylko z jednym wybranym wzorcem odniesienia. Nie oznacza to,

²⁷ W 2008 r. alfa Sharpe'a była ujemna dla wszystkich badanych funduszy sekurytyzacyjnych, co oznacza, że efektywność wszystkich badanych funduszy była niższa od efektywności wzorca odniesienia.

Tabela 44. Ranking funduszy sekurytyzacyjnych w 2008 r. na podstawie stopy zwrotu i miar efektywności skorygowanych o ryzyko

Fundusz	R_t	Ranking R_t	S_{ht}	Ranking S_{ht}	T_t	Ranking T_t	α_t	Ranking α_t	α_{st}	Ranking α_{st}	M^2	Ranking M^2
Prokulus NS FIZ	224,40	1	0,450	2	-7,86	7	750,98	1	-643,21	14	10,73	2
Prokura NS FIZ	27,10	2	0,822	1	-21,28	9	40,31	2	-24,58	9	14,75	1
Bison NS FIZ	8,13	3	0,204	3	4,53	5	-7,24	8	-17,27	7	8,08	3
BEST I NS FIZ	5,78	4	-0,020	4	0,43	6	4,47	5	-9,11	2	5,66	4
Ultimo NS FIZ	3,70	5	-0,225	5	5,45	4	5,47	4	-19,36	8	3,45	5
Intrum Justitia Debt Fund I FIZ NFS	2,70	6	-1,897	9	-79,83	12	-3,94	6	-6,15	1	-14,60	9
BEST II NS FIZ	0,00	7	-2,078	10	-26,97	10	-10,05	10	-10,89	4	-16,55	10
Kredyt Inkaso I NS FIZ	-2,23	8	-6,731	13	655,96	1	-7,87	9	-10,24	3	-66,78	13
GPM Vindexus NS FIZ	-4,20	9	-2,642	11	65,12	2	-7,12	7	-16,84	6	-22,64	11
VPF I NS FIZ	-4,65	10	-0,338	6	-14,88	8	-24,08	13	-65,77	12	2,23	6
Electus NS FIZ	-5,20	11	-39,168	14	-508,37	14	-11,50	11	-11,58	5	-416,90	14
Plejada Wierzytelności 1 FIZ NFS	-8,15	12	-1,827	8	-102,48	13	-16,65	12	-27,64	10	-13,85	8
VPF III NS FIZ	-22,18	13	-0,745	7	11,56	3	18,41	3	-94,83	13	-2,16	7
Debito NS FIZ	-33,50	14	-2,962	12	-38,45	11	-58,98	14	-62,95	11	-26,10	12

Źródło: obliczenia własne.

że otrzymane wyniki są ostateczne. Wybór wzorca odniesienia, podobnie jak wybór miar efektywności, ma wpływ na ocenę efektywności funduszy inwestycyjnych. Dla prawidłowej oceny funduszy ważne jest przyjęcie odpowiedniego wzorca odniesienia. W przypadku funduszy sekurytyzacyjnych nie jest to łatwe, gdyż fundusze te nie publikują informacji o swoich benchmarkach. Na rynku nie istnieją obecnie żadne indeksy, które byłyby konstruowane dla rynku tych funduszy. Przyjęty w omawianym badaniu wzorzec odniesienia w postaci indeksu WIG-BANKI jest uproszczonym rozwiązaniem, nie w pełni odzwierciedlającym sytuację na rynku funduszy sekurytyzacyjnych. Zasadne byłoby wykorzystanie indeksu polskiego rynku wierzycielności. Niestety, obecnie nie istnieje taka konstrukcja.

Aby sprawdzić, czy w przypadku funduszy sekurytyzacyjnych przyjęty wzorzec odniesienia poprawnie odwzorowuje sytuację na rynku tych funduszy, skonstruowano dodatkowy wzorzec i porównano wyniki funduszy otrzymane za pomocą benchmarku pierwszego (indeks WIG-BANKI) z wynikami dla benchmarku drugiego (benchmark funduszy sekurytyzacyjnych)²⁸. Dodatkowo miało to na celu wykazanie wpływu benchmarków na ocenę efektywności funduszy inwestycyjnych.

Do konstrukcji nowego wzorca wykorzystano stopy zwrotu wszystkich badanych funduszy sekurytyzacyjnych²⁹. Udział poszczególnych stóp zwrotu w benchmarku ustalono na podstawie wartości aktywów netto badanych funduszy (tabela 45.)³⁰. Wyniki osiągnięte na podstawie tak skonstruowanego benchmarku przedstawiono w tabeli 46.

28 Badanie możliwości wykorzystania konstrukcji indeksów funduszy inwestycyjnych na rynku polskim przeprowadził D. Dawidowicz. Skonstruował on 5 indeksów funduszy inwestycyjnych ważonych wartością aktywów netto funduszy (dla funduszy akcji polskich, zrównoważonych, stabilnego wzrostu, dłużnych, gotówkowych/rynku pieniężnego). Szerzej: D. Dawidowicz, *Fundusze inwestycyjne...*, s. 127.

29 Wszystkie 16 funduszy sekurytyzacyjnych, które uwzględniono we wcześniejszej analizie. Wartość aktywów netto dla całego rynku funduszy sekurytyzacyjnych również obliczono na podstawie danych dla tych 16 funduszy sekurytyzacyjnych. Wśród funduszy pominiętych są dwa fundusze, które w okresie badania zakończyły swoją działalność (Sekura i ProCollect). Nieuwzględnienie ich w analizie może prowadzić do pominięcia efektu przetrwania (omówionego w rozdziale 4.3). Efekt ten może mieć wpływ na wyniki funduszy sekurytyzacyjnych, czego dowiedziono na podstawie funduszy inwestycyjnych działających na rynku amerykańskim. W przypadku funduszy działających na rynku polskim badaniem efektu przetrwania zajmowała się K. Gabryelczyk. Wnioski płynące z jej analizy wskazywały na nieznaczny wpływ efektu przetrwania na wyniki funduszy inwestycyjnych działających na rynku polskim. Szerzej: K. Gabryelczyk, *Efekt przetrwania i wyniki...*, s. 176–193.

30 Do wyznaczenia udziałów poszczególnych stóp zwrotu w benchmarku nie wzięto pod uwagę tych funduszy, dla których dla danego okresu nie były dostępne stopy zwrotu, np. wartość aktywów netto funduszu S-Collect w latach 2008–2010 została pominięta, ze względu na brak informacji o stopie zwrotu tego funduszu we wskazanych latach.

Tabela 45. Wartość aktywów netto (WAN) funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2006-2010 (w tys. zł) i ich udział w sumie aktywów netto wszystkich badanych funduszy sekurytyzacyjnych (w %)

Fundusz	2006		2007		2008		2009		2010	
	WAN	Udział%	WAN	Udział%	WAN	Udział%	WAN	Udział%	WAN	Udział%
Kredyt Inkaso I NS FIZ		0,00	526	0,10	481	0,09	394	0,06		0,00
BEST I NS FIZ	211 582	51,01	182 141	34,89	135 733	24,65	116 514	19,11	48 903	8,49
BEST II NS FIZ		0,00		0,00	17 107	3,11	27 366	4,49	53 233	9,25
Bison NS FIZ	54 972	13,25	115 628	22,15	152 178	27,64	137 502	22,55	109 312	18,99
Debito NS FIZ		0,00		0,00	87	0,02	14 124	2,32	24 258	4,21
Electus NS FIZ		0,00		0,00	873	0,16	651	0,11	1 443	0,25
GPM Vindexus NS FIZ		0,00	918	0,18	3 550	0,64	201	0,03	15 277	2,65
Intrum Justitia Debt Fund I FIZ NFS	2 856	0,69	13 669	2,62	15 317	2,78	32 642	5,35	32 638	5,67
Plejada Wierzytelności I FIZ NFS		0,00		0,00	17	0,00		0,00		0,00
Prokulus NS FIZ		0,00	110	0,02	443	0,08	258	0,04	221	0,04
Prokura NS FIZ	27 885	6,72	21 759	4,17	38 443	6,98	58 563	9,60	102 394	17,79
S-Collect FIZ NFS	117 519	28,33	80 031	15,33		0,00		0,00		0,00
Ultimo NS FIZ		0,00	67 262	12,88	138 324	25,12	186 483	30,58	163 856	28,46
VPF I NS FIZ		0,00	40 051	7,67	34 244	6,22	27 689	4,54	22 798	3,96
VPF II NS FIZ		0,00		0,00		0,00	193	0,03	65	0,01
VPF III NS FIZ		0,00		0,00	13 853	2,52	7 244	1,19	1 326	0,23
Razem	414 814	100,00	522 095	100,00	550 650	100,00	609 824	100,00	575 725	100,00

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IZFIA.

Tabela 46. Miary efektywności funduszy sekurytyzacyjnych a benchmark funduszy sekurytyzacyjnych (lata 2006–2010)

Rok	Fundusz	R _t	R2FS	ER _t	RP _t	α _t	V _t	β _t	TE	IR	S _{ht}	T _t	α _t	α _{st}	M ²	
2006	BEST I NS FIZ	5,50	1,000	2,03	1,30	3,39	0,62	0,380	0,610	3,324	0,382	3,42	1,02	0,71	5,82	
	Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS	-13,45	0,152	-16,92	-17,65	16,55		1,144	15,401	-1,099	-1,067	-15,42	-18,49	-20,51	-0,31	
	Prokura NS FIZ	16,50	0,224	13,03	12,30	10,38	0,63	0,871	9,169	1,421	1,185	14,12	11,66	10,51	9,22	
	S-Collect FIZ NFS	-4,23	0,742	-7,70	-8,43	6,63		1,012	3,681	-2,091	-1,271	-8,32	-9,17	-9,57	-1,17	
	Benchmark FS	3,47			-0,73	4,23	1,22	1,000				-0,172	-0,73			
	Kredyt Inkaso I NS FIZ	-1,05	0,181	-13,14	-5,76	0,70		-0,037	6,448	-2,038	-8,176	156,53	-6,03	-4,91	-45,29	
2007	BEST I NS FIZ	3,60	0,704	-8,49	-1,11	1,15	0,32	-0,119	7,113	-1,194	-0,963	9,35	-1,99	0,28	-1,18	
	Bison NS FIZ	12,05	0,174	-0,04	7,34	6,99	0,58	0,357	7,114	-0,006	1,050	20,54	9,98	15,77	11,13	
	Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS	11,68	0,663	-0,42	6,96	27,68	2,37	2,763	22,978	-0,018	0,252	2,52	27,36	40,37	6,25	
	Prokulus NS FIZ	-20,57	0,002	-32,66	-25,28	9,28		-0,045	11,621	-2,810	-2,724	559,90	-25,61	-14,08	-11,95	
	Prokura NS FIZ	28,78	0,556	16,68	24,06	9,05	0,31	0,827	6,062	2,752	2,660	29,09	30,17	34,98	20,98	
	S-Collect FIZ NFS	4,85	1,000	-7,24	0,14	5,44	1,12	0,240	2,146	-3,375	0,025	0,58	1,91	6,71	4,87	
2008	Ultimo NS FIZ	3,68	0,036	-8,42	-1,04	6,92	1,88	-0,162	10,070	-0,836	-0,150	6,41	-2,23	7,31	3,80	
	VPF I NS FIZ	71,15	1,000	59,06	66,44	102,04	1,43	12,649	92,761	0,637	0,651	5,25	159,80	189,58	8,69	
	Benchmark FS	12,09			7,38	6,12	0,51	1,000			1,207	7,38				
	Kredyt Inkaso I NS FIZ	-2,23	0,519	-8,08	-8,10	1,20		-0,136	5,726	-1,411	-6,731	59,78	-8,10	-8,11	-26,42	
	BEST I NS FIZ	5,78	0,318	-0,08	-0,10	5,08	0,88	0,447	4,620	-0,018	-0,020	-0,23	-0,11	-0,13	5,78	
	BEST II NS FIZ	0,00	1,000	-5,86	-5,88	2,83		-0,108	4,582	-1,278	-2,078	54,57	-5,88	-5,89	-4,09	
2008	Bison NS FIZ	8,13	0,001	2,27	2,25	11,01	1,35	-0,040	12,109	0,187	0,204	-56,30	2,25	2,20	6,86	
	Debitto NS FIZ	-33,50	1,000	-39,36	-39,38	13,29		-0,506	15,047	-2,616	-2,962	77,78	-39,37	-39,44	-8,33	
	Electus NS FIZ	-5,20	1,000	-11,06	-11,08	0,28		-0,011	2,036	-5,430	-39,168	1028,46	-11,08	-11,08	-182,04	

Rok	Fundusz	R _t	R2FS	ER _t	RP _t	σ _t	V _t	β _t	TE	IR	S _{ht}	T _t	α _t	α _{st}	M ²	
2009	GPM Vindexus NS FIZ	-4,20	0,862	-10,06	-10,08	3,81		0,554	1,891	-5,317	-2,642	-18,20	-10,09	-10,10	-6,80	
	Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS	2,70	0,851	-3,16	-3,18	1,68	0,62	-0,242	6,376	-0,495	-1,897	13,16	-3,17	-3,19	-3,22	
	Plejada Wierzytelności 1 FIZ NFS	-8,15	0,306	-14,01	-14,03	7,68		-0,664	11,076	-1,265	-1,827	21,14	-14,01	-14,06	-2,89	
	Prokulus NS FIZ	224,40	0,364	218,54	218,52	485,95	2,17	45,813	483,073	0,452	0,450	4,77	217,50	216,27	8,04	
	Prokura NS FIZ	27,10	0,636	21,24	21,22	25,83	0,95	3,221	22,193	0,957	0,822	6,59	21,15	21,10	9,82	
	Ultimo NS FIZ	3,70	0,617	-2,16	-2,18	9,69	2,62	1,189	6,624	-0,326	-0,225	-1,83	-2,20	-2,22	4,80	
	VPF I NS FIZ	-4,65	0,003	-10,51	-10,53	31,15		0,247	31,276	-0,336	-0,338	-42,63	-10,53	-10,67	4,26	
	VPF III NS FIZ	-22,18	0,299	-28,03	-28,05	37,66		3,217	35,264	-0,795	-0,745	-8,72	-28,12	-28,23	2,30	
	Benchmark FS	5,86			-0,02	4,80	0,82	1,000			-0,005	-0,02				
	Kredyt Inkaso I NS FIZ	-4,83	0,300	-4,88	-8,71	3,21		0,306	3,701	-1,318	-2,714	-28,45	-9,88	-11,56	-7,80	
	BEST I NS FIZ	-2,08	0,959	-2,13	-5,96	10,04		1,713	5,887	-0,361	-0,593	-3,48	-12,51	-14,88	1,33	
	BEST II NS FIZ	6,20	0,123	6,15	2,32	2,54	0,41	0,155	4,158	1,478	0,915	14,97	1,73	0,07	7,82	
	Bison NS FIZ	3,33	0,000	3,27	-0,55	2,61	0,79	-0,006	5,064	0,646	-0,213	88,49	-0,53	-2,88	2,97	
	Debito NS FIZ	-142,63	0,103	-142,69	-146,51	89,52		4,996	88,232	-1,617	-1,637	-29,33	-165,63	-226,13	-3,16	
	Electus NS FIZ	-7,10	0,466	-7,15	-10,98	0,24		-0,029	4,474	-1,599	-44,826	376,75	-10,87	-11,20	-189,02	
GPM Vindexus NS FIZ	22,80	0,292	22,75	18,92	45,30	1,99	4,268	43,131	0,527	0,418	4,43	2,59	-21,37	5,68		
Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS	2,58	0,407	2,52	-1,30	11,68	4,53	1,298	9,526	0,265	-0,112	-1,01	-6,27	-11,69	3,40		
Prokulus NS FIZ	-10,83	0,274	-10,88	-14,71	19,62		-1,789	22,176	-0,491	-0,750	8,22	-7,86	-32,15	0,65		
Prokura NS FIZ	6,08	0,234	6,02	2,20	3,22	0,53	-0,271	6,501	0,926	0,683	-8,09	3,23	-0,67	6,82		
Ultimo NS FIZ	6,05	0,313	6,00	2,17	8,16	1,35	0,796	6,773	0,886	0,266	2,73	-0,88	-5,09	5,02		

Tab. 46. cd.

Rok	Fundusz	R _t	R2FS	ER _t	RP _t	σ _t	V _t	β _t	TE	IR	S _{nt}	T _t	α _t	α _{st}	M ²
2010	VPF I NS FIZ	3,05	0,645	3,00	-0,83	2,56	0,84	0,359	2,715	1,104	-0,324	-2,31	-2,20	-3,11	2,49
	VPF II NS FIZ	-10,03	0,440	-10,08	-13,91	3,98		-0,461	7,558	-1,333	-3,491	30,19	-12,14	-17,45	-11,14
	VPF III NS FIZ	2,18	0,005	2,12	-1,71	16,92	7,78	-0,204	17,746	0,120	-0,101	8,34	-0,92	-16,75	3,45
	Benchmark FS	0,05			-3,83	4,30	81,65	1,000				-3,83			
	Kredyt Inkaso I NS FIZ	41,77	0,066	34,46	37,84	77,45	1,85	2,351	76,795	0,449	0,489	16,09	45,78	104,45	5,85
	BEST I NS FIZ	0,97	0,096	-6,33	-2,96	2,66	2,72	-0,157	5,380	-1,177	-1,113	18,77	-3,49	-0,67	-0,44
	BEST II NS FIZ	8,35	0,900	1,04	4,42	7,00	0,84	1,268	3,501	0,297	0,631	3,48	8,70	10,44	6,41
	Bison NS FIZ	4,05	1,000	-3,26	0,12	2,05	0,51	0,249	1,702	-1,914	0,058	0,48	0,96	1,88	4,16
	Debito NS FIZ	33,33	0,505	26,02	29,40	57,74	1,73	4,865	55,819	0,466	0,509	6,04	45,84	79,06	5,93
	Electus NS FIZ	4,20	0,124	-3,11	0,27	22,19	5,28	1,491	21,127	-0,147	0,012	0,18	5,31	19,35	3,98
	GPM Vindexus NS FIZ	34,73	0,211	27,42	30,79	75,83	2,18	6,647	74,110	0,370	0,406	4,63	53,24	96,01	5,53
	Intrum Justitia Debt Fund I FIZ NFS	0,43	0,722	-6,88	-3,51	10,76	25,31	-1,746	14,247	-0,483	-0,326	2,01	-9,40	5,75	2,65
	Prokulus NS FIZ	7,27	0,081	-0,04	3,34	40,32	5,55	1,364	39,625	-0,001	0,083	2,45	7,94	38,01	4,26
Prokura NS FIZ	9,27	0,987	1,96	5,34	5,91	0,64	-0,696	8,641	0,227	0,903	-7,66	2,98	10,42	7,48	
Ultimo NS FIZ	5,17	0,880	-2,14	1,24	2,32	0,45	0,258	0,983	-2,180	0,533	4,79	2,11	3,23	6,02	
VPF I NS FIZ	3,87	0,882	-3,44	-0,06	4,75	1,23	0,529	2,371	-1,452	-0,014	-0,12	1,72	4,02	3,88	
VPF II NS FIZ	-21,40	0,760	-28,71	-25,33	3,77		0,390	1,927	-14,895	-6,715	-64,96	-24,01	-22,09	-22,44	
VPF III NS FIZ	22,53	0,390	15,22	18,60	63,79	2,83	4,726	62,112	0,245	0,292	3,94	34,57	73,47	5,08	
Benchmark FS	7,31			3,38	3,93	0,54	1,000				0,860	3,38			

Źródło: obliczenia własne.

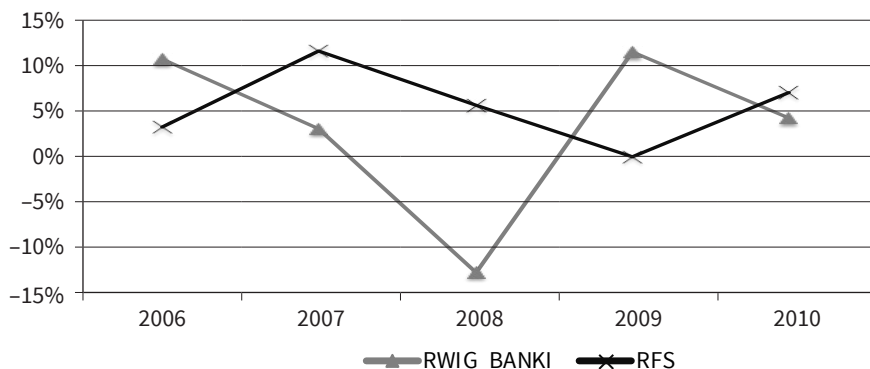
Porównano wartości wskaźników z tabeli 46., gdzie zastosowano wzorzec odniesienia w postaci benchmarku funduszy sekurytyzacyjnych ważonych wartością aktywów netto, z wartością wskaźników z tabeli 42., gdzie zastosowano wzorzec odniesienia w postaci indeksu WIG-BANKI. Pozwoliło to sformułować wniosek, że przyjęcie odpowiedniego wzorca odniesienia ma wpływ na ocenę funduszy sekurytyzacyjnych. Wyniki otrzymane przy zastosowaniu benchmarku funduszy sekurytyzacyjnych wskazują na efektywność części funduszy sekurytyzacyjnych w badanym okresie. Rozpatrując wyniki dla poszczególnych lat, dostrzegamy, że najwięcej funduszy efektywnych było w roku 2009. Nie potwierdziły tego wyniki badania z wykorzystaniem indeksu WIG-BANKI, z którego wynikało, że w roku 2009 fundusze sekurytyzacyjne przejawiały niewielką efektywność. W roku 2008, zgodnie z wynikami przedstawionymi w tabeli 46., większość miar świadczyła o efektywności 3 funduszy, wyjątkiem był wskaźnik Treynora, który wskazywał efektywność aż 8 funduszy. Uwzględniając indeks WIG-BANKI jako wzorzec, w roku 2008 miary dotyczące stóp zwrotu uwidaczniały efektywność aż 12 funduszy sekurytyzacyjnych, jednak miary skorygowane o ryzyko wskazywały na efektywność średnio tylko 7 funduszy (z czego alfa Sharpe'a była ujemna dla wszystkich funduszy sekurytyzacyjnych w tym roku, co wskazuje na nieefektywność tych funduszy).

Ciekawym zjawiskiem, które dało się zaobserwować w trakcie badania, było odmienne kształtowanie się wielkości indeksu WIG-BANKI i indeksu funduszy sekurytyzacyjnych. W sytuacji, kiedy indeks WIG-BANKI tracił na wartości, indeks funduszy sekurytyzacyjnych wzrastał, i odwrotnie. Wyjątkiem był rok 2008, kiedy oba indeksy traciły na wartości, jednak indeks WIG-BANKI osiągnął znacznie gorszy wynik (wykres 26.). Zaobserwowane zjawisko może potwierdzać stwierdzenie, że rynek wierzycielności potrafi oprzeć się złej koniunkturze. Gdy większość podmiotów boryka się z problemami finansowymi (zwłaszcza dotyczącymi płynności finansowej), na rynku windykacyjnym przybywa nowych klientów, a obroty firm windykacyjnych wzrastają.

Podsumowując, w wyniku różnego definiowania ryzyka wykorzystanie miar skorygowanych o ryzyko, jak również przyjęcie odpowiedniego wzorca odniesienia, jest w dużej mierze zależne od celu badania. W przypadku funduszy sekurytyzacyjnych, które charakteryzują się dużym zróżnicowaniem stóp zwrotu w badanym okresie i różnym poziomem ryzyka przyjmowanym w poszczególnych latach, na podstawie przeprowadzonego badania nie można jednoznacznie stwierdzić efektywności tych funduszy. Uzyskane wyniki cechowały się zbyt dużą różnorodnością, co nie pozwala uogólnić ich na cały rynek funduszy sekurytyzacyjnych. Do głównych czynników, które wpływają na wyniki funduszy sekurytyzacyjnych można zaliczyć:

- jakość wierzytelności w portfelach funduszy (przede wszystkim okres przeterminowania, a także rodzaj wierzytelności, dostępność informacji o wierzytelnościach niezbędnych do procesu windykacyjnego);
- obsługa wierzytelności przez serwisanta (doświadczenie w branży, osiągnięte wyniki na tle całego sektora).

Wykres 26. Stopy zwrotu indeksu WIG-BANKI i indeksu funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2006–2010



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Analizy Online S.A.

Uzupełnieniem miar oceny efektywności funduszy sekurytyzacyjnych może być analiza wskaźnikowa. W dalszej części badania poddano jej sytuację badanych funduszy sekurytyzacyjnych w całym okresie ich funkcjonowania³¹.

W tabelach 47–56 przedstawiono wielkości istotne dla funduszy inwestycyjnych, tj. przychody z lokat (brutto i netto), koszty funduszy, w tym wynagrodzenie dla TFI, wzrost/spadek niezrealizowanego zysku/straty z wyceny lokat, zrealizowany zysk ze zbycia lokat, wyniki z operacji. Dodatkowo zostały wybrane trzy wskaźniki pozwalające ocenić najważniejsze elementy działalności funduszy inwestycyjnych: rentowność aktywów netto (ROA)³², udział kosztów do średniej wartości aktywów oraz udział kosztów wynagrodzenia TFI do średniej wartości aktywów.

31 Sprawozdania finansowe funduszy sekurytyzacyjnych są publikowane w ogólnodostępnych źródłach, dlatego możliwe jest przedstawienie danych z okresu dłuższego niż w przypadku stóp zwrotu, które zostały pozyskane tylko do końca 2010 r. Dane do analizy wskaźnikowej uwzględniają okres do końca 2012 r.

32 W przypadku funduszy inwestycyjnych, w tym również funduszy sekurytyzacyjnych, do oceny rentowność zastosowano rentowność aktywów netto, czyli iloraz wyniku z operacji i aktywów netto.

Tabela 47. Przychody z lokat (brutto) funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2012 (w tys. zł)

Przychody z lokat	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
AGIO Wierzytelności NS FIZ								162
BEST I NS FIZ		25 975	38 229	16 545	28 033	27 803	52 600	43 556
BEST II NS FIZ				33	1 001	6 208	9 375	14 949
BEST III NS FIZ							549	755
Bison NS FIZ		72	773	519	127	468	234	750
BPS 1 NS FIZ							280	655
CASUS Finance I NS FIZ								7 302
Ceres NS FIZ							132	1 196
Corpus Iuris NS FIZ				0	75	34	361	532
Debito NS FIZ				9	7	46	53	703
DTP NS FIZ						13	63	51
EGB Podstawowy NS FIZ		100	31 926	67 901	74 360	27 193	14 407	b.d.
Electus NS FIZ				32	22	34	32	-
EOS1 FIZ NFS								4
EQUES DEBITUM FIZ NFS								163
Fast Finance NS FIZ								3
Fincrea 1 FIZ NFS		0	8	14	8	6 998	5 609	626
GPM Vindexus NS FIZ			17	39	46	177	743	b.d.
HOIST NS FIZ								9
Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS		1 522	7 745	9 643	13 399	19 519	44 314	119 545
Kredyt Inkaso I NS FIZ			26	29	13	26	153	266
Kredyt Inkaso II NS FIZ								220
MEGA DEBT NS FIZ								106
PAGO Pierwszy FIZ NFS								736
Plejada Wierzytelności 1 FIZ NFS				1	84	25	26	88
PRESCO Investment I NS FIZ							56	12 422
Prokulus NS FIZ			2	2	269	253	172	214
Prokura NS FIZ	61	285	18 794	16 266	25 248	44 323	57 450	101 125
RAPORT 2 NS FIZ								1 803
RAPORT 3 NS FIZ								0
S-Collect FIZ NFS	253	372	425	186	1 751	876	417	153
SECUS NS FIZ							4	94
SGB NS FIZ							297	528
Ultimo NS FIZ		111	711	64 640	99 521	88 360	89 124	102 734
UNIFUND NS FIZ								2 546
VPF I NS FIZ			390	2 210	8 830	10 907	11 469	12 827
VPF II NS FIZ					8	4	-	-
VPF III NS FIZ				4 676	5 240	3 327	1 287	742

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych funduszy sekurytyzacyjnych.

Tabela 48. Przychody z lokat (netto) funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2012 (w tys. zł)

Przychody z lokat netto	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
AGIO Wierzytelności NS FIZ								0
BEST I NS FIZ		19 622	26 325	415	12 903	9 925	33 542	31 046
BEST II NS FIZ				-847	-3 316	-8 685	-18 048	-8 290
BEST III NS FIZ							-18 335	-28 754
Bison NS FIZ		-473	-3 692	-9 864	-9 455	-7 947	-5 671	-5 206
DTP NS FIZ						-244	-1 431	-2 310
CASUS Finance I NS FIZ								5 939
Ceres NS FIZ							-409	-1 144
Corpus Iuris NS FIZ				-54	-4 124	-13 392	-7 705	-4 310
Debito NS FIZ				-213	-726	-2 244	-4 536	-6 450
DTP NS FIZ						-244	-1 431	-2 310
EGB Podstawowy NS FIZ		-797	-750	18 358	4 319	-600	864	b.d.
Electus NS FIZ				-126	-223	-214	-476	-
EOS1 FIZ NFS								-2 961
EQUES DEBITUM FIZ NFS								-2 560
Fast Finance NS FIZ								-434
Fincrea 1 FIZ NFS		-1 088	-845	-900	34	6 078	1 006	-102
GPM Vindexus NS FIZ			-82	-317	-1 782	-4 576	-9 490	b.d.
HOIST NS FIZ								-302
Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS		692	4 027	5 874	6 935	8 015	13 670	52 496
Kredyt Inkaso I NS FIZ			-74	-45	-87	-157	-4 730	-8 924
Kredyt Inkaso II NS FIZ								-3 565
MEGA DEBT NS FIZ								-87
PAGO Pierwszy FIZ NFS								3
Plejada Wierzytelności 1 FIZ NFS				-33	61	-2 662	-3 067	-3 914
PRESCO Investment I NS FIZ							-348	6 140
Prokulus NS FIZ			-90	-148	19	26	-18	-211
Prokura NS FIZ	7	-872	16 182	12	-114	9 233	-11 685	23 448
RAPORT 2 NS FIZ								-199
RAPORT 3 NS FIZ								-2
S-Collect FIZ NFS	-846	-1 544	-4 937	-11 656	-21 058	-12 388	-7 752	-6 238
SECUS NS FIZ							-52	-195
SGB NS FIZ							82	164
Ultimo NS FIZ		-286	-14 050	30 055	41 387	42 577	40 828	41 225
UNIFUND NS FIZ								1 783
VPF I NS FIZ			-2 574	-2 927	3 899	7 042	8 072	7 822
VPF II NS FIZ					-107	-132	-	-
VPF III NS FIZ				3 432	4 640	2 290	927	286

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych funduszy sekurytyzacyjnych.

Tabela 49. Koszty funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2012 (w tys. zł)

Koszty funduszu	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
AGIO Wierzytelności NS FIZ								162
BEST I NS FIZ		6 353	11 904	16 130	15 130	17 878	19 058	12 510
BEST II NS FIZ				922	4 346	14 897	27 424	23 239
BEST III NS FIZ							18 901	29 509
Bison NS FIZ		545	4 465	10 383	9 582	8 415	5 905	5 956
BPS 1 NS FIZ							824	3 402
CASUS Finance I NS FIZ								1 363
Ceres NS FIZ							541	2 340
Corpus Iuris NS FIZ				54	4 199	13 426	8 066	4 842
Debito NS FIZ				222	733	2 290	4 589	7 649
DTP NS FIZ						322	1 494	2 361
EGB Podstawowy NS FIZ		897	32 676	49 543	70 041	27 793	13 543	b.d.
Electus NS FIZ				158	245	248	524	-
EOS1 FIZ NFS								2 965
EQUES DEBITUM FIZ NFS								2 727
Fast Finance NS FIZ								437
Fincrea 1 FIZ NFS		1 644	853	914	137	920	4 603	728
GPM Vindexus NS FIZ			99	356	1 840	4 769	10 249	b.d.
HOIST NS FIZ								311
Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS		830	3 718	3 769	6 464	11 504	30 644	67 120
Kredyt Inkaso I NS FIZ			100	74	100	183	4 883	9 190
Kredyt Inkaso II NS FIZ								3 785
MEGA DEBT NS FIZ								193
PAGO Pierwszy FIZ NFS								733
Plejada Wierzytelności 1 FIZ NFS				58	42	2 687	3 093	4 002
PRESCO Investment I NS FIZ							404	6 282
Prokulus NS FIZ			92	150	250	227	190	425
Prokura NS FIZ	54	1 157	2 612	16 254	25 362	35 090	69 135	77 677
RAPORT 2 NS FIZ								2 002
RAPORT 3 NS FIZ								2
S-Collect FIZ NFS	1 099	1 916	5 362	11 842	22 809	13 265	8 169	6 391
SECUS NS FIZ							56	289
SGB NS FIZ							215	364
Ultimo NS FIZ		397	14 761	34 585	58 134	45 783	48 296	61 509
UNIFUND NS FIZ								763
VPF I NS FIZ			2 964	5 137	4 931	3 865	3 397	5 005
VPF II NS FIZ					115	136	-	-
VPF III NS FIZ				1 244	600	1 037	360	456

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych funduszy sekurytyzacyjnych.

Tabela 50. Koszty wynagrodzenia dla TFI ponoszone przez fundusze sekurytyzacyjne w latach 2005–2012 (w tys. zł)

Wynagrodzenie dla TFI	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
AGIO Wierzytelności NS FIZ								106
BEST I NS FIZ		492	608	522	382	300	119	5 076
BEST II NS FIZ				173	509	1 021	9 617	11 216
BEST III NS FIZ							9 019	12 683
Bison NS FIZ		222	654	405	520	460	393	390
BPS 1 NS FIZ							324	1 489
CASUS Finance I NS FIZ								440
Ceres NS FIZ							406	1 012
Corpus Iuris NS FIZ				10	235	300	300	300
Debito NS FIZ				133	159	300	300	3 235
DTP NS FIZ						175	300	300
EGB Podstawowy NS FIZ		280	570	570	1 018	840	750	b.d.
Electus NS FIZ				127	200	200	200	-
EOS1 FIZ NFS								188
EQUES DEBITUM FIZ NFS								392
Fast Finance NS FIZ								285
Fincrea 1 FIZ NFS		307	560	693	110	565	626	440
GPM Vindexus NS FIZ			93	226	257	334	464	b.d.
HOIST NS FIZ								202
Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS		44	197	779	1 137	2 241	4 355	1 985
Kredyt Inkaso I NS FIZ			5	4	3	75	625	625
Kredyt Inkaso II NS FIZ								325
MEGA DEBT NS FIZ								113
PAGO Pierwszy FIZ NFS								61
Plejada Wierzytelności 1 FIZ NFS				0	0	247	1 147	1 080
PRESCO Investment I NS FIZ							127	2 016
Prokulus NS FIZ			68	68	68	68	68	116
Prokura NS FIZ	21	150	172	162	224	293	625	625
RAPORT 2 NS FIZ								160
RAPORT 3 NS FIZ								2
S-Collect FIZ NFS	102	764	1 544	1 146	1 084	473	350	350
SECUS NS FIZ							13	117
SGB NS FIZ							144	255
Ultimo NS FIZ		133	688	991	867	956	956	1 212
UNIFUND NS FIZ								488
VPF I NS FIZ			149	183	200	200	200	2 079
VPF II NS FIZ					14	12	-	-
VPF III NS FIZ				234	0	0	0	60

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych funduszy sekurytyzacyjnych.

Tabela 51. Niezrealizowany zysk (strata) z wyceny lokat funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2012 (w tys. zł)

Wzrost (spadek) niezrealizowanego zysku (straty) z wyceny lokat	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
AGIO Wierzytelności NS FIZ								386
BEST I NS FIZ		0	0	0	0	-50 231	-18 048	10 977
BEST II NS FIZ				1 004	8 965	21 558	45 910	16 058
BEST III NS FIZ							59 059	83 660
Bison NS FIZ		2 420	36 676	52 935	10 901	-15 053	-30 369	7 850
BPS 1 NS FIZ							1 014	2 837
CASUS Finance I NS FIZ								3 966
Ceres NS FIZ							-197	-379
Corpus Iuris NS FIZ				0	4 525	-21 899	52 781	-2 537
Debito NS FIZ				0	2 952	5 972	1 037	15 242
DTP NS FIZ						2 979	3 263	7 361
EGB Podstawowy NS FIZ		0	22 617	43	4 314	8 608	-762	b.d.
Electus NS FIZ				0	0	1	0	-
EOS1 FIZ NFS								3 139
EQUES DEBITUM FIZ NFS								3 744
Fast Finance NS FIZ								0
Fincrea 1 FIZ NFS		0	0	0	0	0	0	-143
GPM Vindexus NS FIZ			0	0	3 124	8 736	12 298	b.d.
HOIST NS FIZ								0
Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS		-3 169	-158	-4 226	-7 104	-8 034	10 030	23 528
Kredyt Inkaso I NS FIZ			0	0	0	40 876	96 890	30 142
Kredyt Inkaso II NS FIZ								114 488
MEGA DEBT NS FIZ								91
PAGO Pierwszy FIZ NFS								0
Plejada Wierzytelności 1 FIZ NFS				0	0	687	2 688	3 631
PRESCO Investment I NS FIZ							0	1 602
Prokulus NS FIZ			0	481	-204	-63	-84	171
Prokura NS FIZ	0	5 730	1 787	24 081	11 680	13 013	38 727	128 355
RAPORT 2 NS FIZ								401
RAPORT 3 NS FIZ								0
S-Collect FIZ NFS	43 093	-31 026	-19 317	-1 629	-27 516	-14 917	-10 242	-5 603
SECUS NS FIZ							0	96
SGB NS FIZ							5	18
Ultimo NS FIZ		1 173	3 234	-16 942	9 380	-1 709	15 761	-12 837
UNIFUND NS FIZ								3 851
VPF I NS FIZ			8 231	14 808	-3 219	-1 070	4 117	1 900
VPF II NS FIZ					0	0	-	-
VPF III NS FIZ				0	-3 569	-9	-281	459

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych funduszy sekurytyzacyjnych.

Tabela 52. Zrealizowany zysk ze zbycia lokat funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2012 (w tys. zł)

Zrealizowany zysk ze zbycia lokat	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
AGIO Wierzytelności NS FIZ								157
BEST I NS FIZ		35	-19	2 181	392	24	1 000	0
BEST II NS FIZ				0	3	7	3	15
BEST III NS FIZ							-262	0
Bison NS FIZ		0	0	6 548	19 078	19 610	16 238	15 205
BPS 1 NS FIZ							24	108
CASUS Finance I NS FIZ								0
Ceres NS FIZ							0	10
Corpus Iuris NS FIZ				0	7 412	12 525	13 586	22 976
Debito NS FIZ				0	4 438	6 554	3 694	8 320
DTP NS FIZ						1 818	2 091	6 542
EGB Podstawowy NS FIZ		0	0	0	0	0	3 129	b.d.
Electus NS FIZ				207	0	0	40	-
EOS1 FIZ NFS								0
EQUES DEBITUM FIZ NFS								0
Fast Finance NS FIZ								0
Fincrea 1 FIZ NFS		0	0	0	0	0	0	228
GPM Vindexus NS FIZ			0	0	1 895	4 302	8 981	b.d.
HOIST NS FIZ								0
Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS		0	0	0	0	0	0	0
Kredyt Inkaso I NS FIZ			0	0	0	1 067	13 529	24 220
Kredyt Inkaso II NS FIZ								6 714
MEGA DEBT NS FIZ								0
PAGO Pierwszy FIZ NFS								0
Plejada Wierzytelności 1 FIZ NFS				0	0	3 711	4 916	5 282
PRESCO Investment I NS FIZ							0	0
Prokulus NS FIZ			0	0	0	0	0	0
Prokura NS FIZ	0	3 020	0	0	560	0	0	0
RAPORT 2 NS FIZ								0
RAPORT 3 NS FIZ								0
S-Collect FIZ NFS	1 132	12 946	24 240	30 011	23 203	23 622	16 962	13 470
SECUS NS FIZ							0	71
SGB NS FIZ							17	8
Ultimo NS FIZ		1 884	17 089	583	-6 138	-2 126	-330	6 996
UNIFUND NS FIZ								0
VPF I NS FIZ			0	581	0	0	0	0
VPF II NS FIZ					0	0	-	-
VPF III NS FIZ				0	0	0	0	0

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych funduszy sekurytyzacyjnych.

Tabela 53. Wynik z operacji funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2012 (w tys. zł)

Wynik z operacji	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
AGIO Wierzytelności NS FIZ								543
BEST I NS FIZ		19 657	26 306	2 596	13 295	-40 282	16 494	42 023
BEST II NS FIZ				157	5 652	12 880	27 865	7 783
BEST III NS FIZ							40 462	54 906
Bison NS FIZ		1 947	32 984	49 619	20 524	-3 390	-19 802	17 849
BPS 1 NS FIZ							494	198
CASUS Finance I NS FIZ								9 905
Ceres NS FIZ							-606	-1 513
Corpus Iuris NS FIZ				-54	7 813	-22 766	58 662	16 129
Debito NS FIZ				-213	6 664	10 282	195	17 112
DTP NS FIZ						4 553	3 923	11 593
EGB Podstawowy NS FIZ		-797	21 867	18 401	8 633	8 008	3 231	b.d.
Electus NS FIZ				81	-223	-213	-436	-
EOS1 FIZ NFS								178
EQUES DEBITUM FIZ NFS								1 184
Fast Finance NS FIZ								-434
Fincrea 1 FIZ NFS		-1 088	-845	-900	34	6 078	1 006	-17
GPM Vindexus NS FIZ			-82	-317	3 237	8 462	11 789	b.d.
HOIST NS FIZ								-302
Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS		-2 477	3 869	1 648	-169	-19	23 700	76 024
Kredyt Inkaso I NS FIZ			-74	-45	-87	41 786	105 689	45 438
Kredyt Inkaso II NS FIZ								117 637
MEGA DEBT NS FIZ								4
PAGO Pierwszy FIZ NFS								3
Plejada Wierzytelności 1 FIZ NFS				-33	61	1 736	4 537	4 999
PRESCO Investment I NS FIZ							-348	7 742
Prokulus NS FIZ			-90	333	-185	-37	-102	-40
Prokura NS FIZ	7	7 878	17 969	24 093	12 126	22 246	27 042	151 803
RAPORT 2 NS FIZ								202
RAPORT 3 NS FIZ								-2
S-Collect FIZ NFS	43 379	-19 624	-14	16 726	-25 371	-3 683	-1 032	1 629
SECUS NS FIZ							-52	-28
SGB NS FIZ							104	190
Ultimo NS FIZ		2 771	6 273	13 696	44 629	38 742	56 259	35 384
UNIFUND NS FIZ								5 634
VPF I NS FIZ			5 657	12 462	680	5 972	12 189	9 722
VPF II NS FIZ					-107	-132	-	-
VPF III NS FIZ				3 432	1 071	2 281	646	745

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych funduszy sekurytyzacyjnych.

Tabela 54. Wskaźnik ROA funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2012 (w tys. zł)

Rentowność aktywów netto	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
AGIO Wierzytelności NS FIZ								3,01%
BEST I NS FIZ		9,29%	14,44%	1,91%	11,41%	-87,61%	58,48%	92,33%
BEST II NS FIZ				0,92%	20,65%	24,08%	34,25%	8,73%
BEST III NS FIZ							33,53%	31,89%
Bison NS FIZ		3,54%	28,53%	32,61%	14,93%	-3,30%	-28,35%	23,12%
BPS 1 NS FIZ							1,62%	0,50%
CASUS Finance I NS FIZ								37,34%
Ceres NS FIZ							-11,03%	-38,02%
Corpus Iuris NS FIZ				-4,44%	18,26%	-60,31%	60,85%	19,86%
Debito NS FIZ				-244,83%	47,18%	46,94%	0,42%	26,72%
DTP NS FIZ						39,06%	19,38%	27,91%
EGB Podstawowy NS FIZ		-1,39%	27,60%	10,02%	4,49%	10,66%	5,56%	b.d.
Electus NS FIZ				9,28%	-34,25%	-14,81%	-43,47%	-
EOS1 FIZ NFS								0,56%
EQUES DEBITUM FIZ NFS								4,16%
Fast Finance NS FIZ								-658,03%
Fincrea 1 FIZ NFS		-56,90%	-79,19%	-538,92%	16,92%	47,45%	10,55%	-0,18%
GPM Vindexus NS FIZ			-8,92%	-8,93%	47,69%	55,49%	20,70%	b.d.
HOIST NS FIZ								-0,57%
Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS		-86,73%	28,30%	10,76%	-0,52%	-0,06%	16,63%	17,57%
Kredyt Inkaso I NS FIZ			-14,07%	-9,36%	-22,08%	54,57%	32,47%	12,15%
Kredyt Inkaso II NS FIZ								68,38%
MEGA DEBT NS FIZ								0,13%
PAGO Pierwszy FIZ NFS								0,60%
Plejada Wierzytelności 1 FIZ NFS				-194,12%	0,76%	9,69%	22,10%	22,13%
PRESCO Investment I NS FIZ							-2,86%	12,54%
Prokulus NS FIZ			-81,87%	75,17%	-71,71%	-16,74%	-85,71%	-12,74%
Prokura NS FIZ	0,09%	28,25%	82,58%	62,67%	20,71%	21,72%	6,35%	24,53%
RAPORT 2 NS FIZ								0,54%
RAPORT 3 NS FIZ								-1,01%
S-Collect FIZ NFS	34,84%	-16,70%	-0,02%	20,73%	-54,36%	-13,94%	-7,00%	21,28%
SECUS NS FIZ							-5,49%	-0,90%
SGB NS FIZ							1,03%	1,85%
Ultimo NS FIZ		4,93%	9,33%	9,90%	23,93%	23,67%	26,64%	13,69%
UNIFUND NS FIZ								25,71%
VPF I NS FIZ			14,12%	36,39%	2,46%	27,03%	46,52%	30,24%
VPF II NS FIZ					-55,44%	-216,39%	-	-
VPF III NS FIZ				24,77%	14,78%	176,28%	67,36%	24,41%

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych funduszy sekurytyzacyjnych.

Tabela 55. Udział kosztów ogółem w średniej wartości aktywów funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2012 (w %)

Udział kosztów do średniej wartości aktywów	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
AGIO Wierzytelności NS FIZ								1,51%
BEST I NS FIZ		5,75%	5,96%	9,48%	12,01%	18,94%	49,82%	36,17%
BEST II NS FIZ				8,88%	18,19%	32,13%	34,74%	27,21%
BEST III NS FIZ							38,79%	19,03%
Bison NS FIZ		1,35%	5,45%	6,76%	6,45%	6,68%	6,53%	10,31%
BPS 1 NS FIZ							4,52%	10,59%
CASUS Finance I NS FIZ								8,44%
Ceres NS FIZ							26,57%	48,20%
Corpus Iuris NS FIZ				10,21%	14,60%	28,83%	8,80%	5,07%
Debito NS FIZ				107,77%	57,27%	12,93%	21,75%	14,91%
DTP NS FIZ						10,03%	8,95%	7,64%
EGB Podstawowy NS FIZ		5,78%	43,23%	41,92%	34,90%	16,32%	18,21%	b.d.
Electus NS FIZ				16,83%	32,32%	26,93%	42,95%	-
EOS1 FIZ NFS								14,19%
EQUES DEBITUM FIZ NFS								14,56%
Fast Finance NS FIZ								148,24%
Fincrea 1 FIZ NFS		62,75%	54,47%	138,28%	351,28%	12,74%	35,99%	7,64%
GPM Vindexus NS FIZ			10,35%	18,14%	44,88%	46,21%	20,86%	b.d.
HOIST NS FIZ								3,45%
Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS		50,98%	35,35%	25,13%	34,01%	37,73%	36,73%	23,35%
Kredyt Inkaso I NS FIZ			18,42%	14,71%	23,47%	1,16%	2,83%	2,37%
Kredyt Inkaso II NS FIZ								2,41%
MEGA DEBT NS FIZ								11,19%
PAGO Pierwszy FIZ NFS								3,45%
Plejada Wierzytelności 1 FIZ NFS				241,67%	1,22%	23,41%	14,80%	17,63%
PRESCO Investment I NS FIZ							7,64%	15,44%
Prokulus NS FIZ			60,01%	92,59%	62,03%	97,84%	116,56%	240,11%
Prokura NS FIZ	0,72%	9,40%	17,60%	68,83%	52,68%	40,41%	23,37%	16,18%
RAPORT 2 NS FIZ								18,01%
RAPORT 3 NS FIZ								1,01%
S-Collect FIZ NFS	1,28%	1,69%	4,91%	14,79%	32,96%	35,60%	38,30%	55,08%
SECUS NS FIZ							5,62%	14,46%
SGB NS FIZ							2,14%	3,56%
Ultimo NS FIZ		0,91%	26,90%	36,57%	37,46%	27,05%	27,43%	26,51%
UNIFUND NS FIZ								4,66%
VPF I NS FIZ			7,00%	13,42%	15,56%	14,70%	13,86%	16,87%
VPF II NS FIZ					45,45%	112,40%	-	-
VPF III NS FIZ				32,68%	5,76%	22,47%	10,42%	20,89%

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych funduszy sekurytyzacyjnych.

Tabela 56. Udział wynagrodzenia dla TFI w średniej wartości aktywów funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2012 (w %)

Udział kosztów wynagrodzenia TFI do średniej wartości aktywów	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
AGIO Wierzytelności NS FIZ								0,99%
BEST I NS FIZ		0,44%	0,30%	0,31%	0,30%	0,32%	0,31%	14,68%
BEST II NS FIZ				1,67%	2,13%	2,20%	12,18%	13,13%
BEST III NS FIZ							18,51%	8,18%
Bison NS FIZ		0,55%	0,80%	0,26%	0,35%	0,37%	0,43%	0,68%
BPS 1 NS FIZ							1,78%	4,63%
CASUS Finance I NS FIZ								2,72%
Ceres NS FIZ							19,94%	20,84%
Corpus Iuris NS FIZ				1,89%	0,82%	0,64%	0,33%	0,31%
Debito NS FIZ				64,56%	12,42%	1,69%	1,42%	6,31%
DTP NS FIZ						5,45%	1,80%	0,97%
EGB Podstawowy NS FIZ		1,81%	0,75%	0,48%	0,51%	0,49%	1,01%	b.d.
Electus NS FIZ				13,53%	26,39%	21,72%	16,39%	-
EOS1 FIZ NFS								0,90%
EQUES DEBITUM FIZ NFS								2,09%
Fast Finance NS FIZ								96,61%
Fincrea 1 FIZ NFS		11,72%	35,76%	104,84%	282,05%	7,82%	4,89%	4,62%
GPM Vindexus NS FIZ			9,80%	11,51%	6,27%	3,24%	0,94%	b.d.
HOIST NS FIZ								2,24%
Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS		2,70%	1,87%	5,19%	5,98%	7,35%	5,22%	0,69%
Kredyt Inkaso I NS FIZ			0,92%	0,80%	0,70%	0,47%	0,36%	0,16%
Kredyt Inkaso II NS FIZ								0,21%
MEGA DEBT NS FIZ								6,55%
PAGO Pierwszy FIZ NFS								0,29%
Plejada Wierzytelności 1 FIZ NFS				0,00%	0,00%	2,15%	5,49%	4,76%
PRESCO Investment I NS FIZ							2,40%	4,96%
Prokulus NS FIZ			44,74%	41,98%	16,87%	29,31%	41,72%	65,54%
Prokura NS FIZ	0,28%	1,22%	1,16%	0,69%	0,47%	0,34%	0,21%	0,13%
RAPORT 2 NS FIZ								1,44%
RAPORT 3 NS FIZ								1,01%
S-Collect FIZ NFS	0,12%	0,67%	1,41%	1,43%	1,57%	1,27%	1,64%	3,02%
SECUS NS FIZ							1,30%	5,85%
SGB NS FIZ							1,43%	2,50%
Ultimo NS FIZ		0,30%	1,25%	1,05%	0,56%	0,56%	0,54%	0,52%
UNIFUND NS FIZ								2,98%
VPF I NS FIZ			0,35%	0,48%	0,63%	0,76%	0,82%	7,01%
VPF II NS FIZ					5,53%	9,92%	-	-
VPF III NS FIZ				6,15%	0,00%	0,00%	0,00%	2,75%

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań finansowych funduszy sekurytyzacyjnych.

W badanym okresie najwyższe przychody z lokat uzyskały fundusze: Best I (2006 i 2007), EGB Podstawowy (2008), Ultimo (lata 2009–2011) oraz Intrum Justitia Debt Fund 1 (2012). Najniższe przychody z lokat odnotowały fundusze: Fincrea 1 (2006), Prokulus (2007), Corpus Iuris (2008), Debito (2009), VPF II (2010), SECUS (2011), RAPORT 3 (2012). Mediana dla przychodów z lokat nie wykazywała wyraźnej tendencji. Biorąc pod uwagę przychody z lokat netto, sytuacja funduszy sekurytyzacyjnych w badanym okresie wyglądała gorzej. Najwyższe przychody netto z lokat uzyskał fundusz Best I (podobnie jak przy przychodach z lokat brutto najlepsze wyniki osiągnął w latach 2006 i 2007), Ultimo (lata 2008–2011) oraz Intrum Justitia Debt Fund 1 (2012). Poza najwyższymi przychodami z lokat netto w latach 2008 i 2009, fundusz Ultimo odnotował najniższe przychody (wartość ujemna) w 2007 r. W pozostałych latach najniższymi przychodami z lokat netto charakteryzował się fundusz S-Collect. Mediana dla całego badanego okresu była ujemna.

W tabeli 53. przedstawiono duże zróżnicowanie wartości wyniku z operacji osiągniętego przez poszczególne fundusze sekurytyzacyjne w badanym okresie. Najlepszy wynik z operacji wśród badanych funduszy sekurytyzacyjnych osiągnęły fundusze: S-Collect (2005), Best I (2006), Bison (2007 i 2008), Ultimo (2009). Najgorszy wynik z operacji zanotowały fundusze: S-Collect (2006 i 2009), Prokulus (2007), GPM Vindexus (2008). Mediana dla wyniku z operacji we wszystkich badanych latach była dodatnia.

Wynik z operacji obejmuje zrealizowany dochód ze zbycia lokat oraz dochód niezrealizowany (z wyceny lokat)³³. W analizowanym okresie wartości te, podobnie jak wynik z operacji, były bardzo zróżnicowane. Tylko dwa z analizowanych funduszy poniosły stratę ze zbycia lokat (Best I w 2007 r. i Ultimo w 2009 r.). Najwyższymi zyskami ze zbycia lokat charakteryzowały się fundusze: S-Collect, Ultimo i Bison. W gronie funduszy sekurytyzacyjnych, które osiągnęły najwyższe niezrealizowane zyski z wyceny lokat znalazły się fundusze: Prokura (2006 i 2009) oraz Bison (2007 i 2008 r.). Największe straty z wyceny lokat odnotował fundusz S-Collect (2006 r., 2007 r. i 2009) oraz Ultimo (2008).

Dla inwestora, poza wymienionymi wartościami, ważny jest też poziom aktywów netto, na podstawie których ustalana jest wartość certyfikatu inwestycyjnego³⁴. Dla badanych funduszy sekurytyzacyjnych wartość aktywów netto przedstawiono w tabeli 45.³⁵ Analizując poziom aktywów netto

33 M. Wypych, *Analiza finansowa funduszu inwestycyjnego...*, s. 672–678.

34 *Ibidem*.

35 W tabeli pominięty został rok 2005, kiedy działały tylko 2 fundusze: Prokura (wartość aktywów netto na koniec 2005 r. wynosiła 7 507 tys. zł) i S-Collect (wartość aktywów netto na koniec 2005 r. wynosiła 124 519 tys. zł).

funduszy sekurytyzacyjnych w badanym okresie, trudno jest mówić o wyraźnym trendzie. Ogólna suma aktywów netto z roku na rok wzrastała, jednak analiza danych pojedynczych funduszy wskazuje, że część funduszy sukcesywnie zwiększała poziom aktywów netto (np. fundusz Prokura, Bison, Intrum Justitia Debt Fund 1), natomiast w innych funduszach wartość aktywów netto malała (np. fundusz S-Collect, Best I, VPF I).

Rentowność aktywów netto (ROA) w badanym okresie charakteryzowała się dużą rozpiętością. W 2006 r. minimalna wartość tego wskaźnika wyniosła -86,73% (fundusz Intrum Justitia Debt Fund 1), a maksymalna 28,25% (fundusz Prokura). W 2007 r. minimalna wartość była na podobnym poziomie, jak rok wcześniej (-81,87% fundusz Prokulus), a maksymalna wartość wyniosła 82,58% (fundusz Prokura). W 2008 r. najwyższą wartość ROA miał fundusz Prokulus (75,17%), a najniższą fundusz Debito (-244,83%). W 2009 r. sytuacja funduszu Prokulus uległa diametralnej zmianie i zanotował on najniższą wartość ROA (-71,71%). Najlepszy wśród funduszy sekurytyzacyjnych pod względem wartości ROA w 2009 r. był fundusz GMP Vindexus, który odnotował rekordową wartość ROA na poziomie 1610,45%. Mimo tak dużej rozpiętości ROA, w całym badanym okresie mediana dla tego wskaźnika była dodatnia.

Istotnym elementem z punktu widzenia oceny funduszu inwestycyjnego są ponoszone przez niego koszty. Z danych w tabeli 55. wynika, że udział kosztów większości badanych funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2009 wzrastał³⁶. Najniższym udziałem kosztów w średniej wartości aktywów charakteryzowały się fundusze: Ultimo (2006), S-Collect (2007), Bison (2008) i VPF III (2009). Najwyższy udział kosztów w całym badanym okresie zanotował fundusz Plejada Wierzytelności 1 w 2008 r. (241,67%). W pozostałych latach najwyższe udziały kosztów w średniej wartości aktywów odnotowały fundusze Intrum Justitia Debt Fund 1 (2006) i Prokulus (2007 i 2009).

Ważnym elementem kosztów funduszy sekurytyzacyjnych jest wynagrodzenie dla Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (TFI). W tabeli 56. został obliczony udział wynagrodzenia dla TFI w średniej wartości aktywów funduszy. Wynagrodzenie dla TFI w poszczególnych latach stanowiło ok. 1%³⁷ średniej wartości aktywów funduszy. Najwyższy udział wynagrodzenia dla TFI w badanym okresie odnotowały fundusze: Intrum Justitia Debt Fund 1 (2006), Prokulus (2007), Debito (2008), Electus (2009), a najniższy udział wynagrodzenia dla TFI w średniej wartości aktywów miały

36 Mediana dla poszczególnych lat sukcesywnie wzrastała: 1% (2005), 3,75% (2006), 13,97% (2007), 18,14% (2008), 32,64% (2009).

37 Mediana w poszczególnych latach kształtowała się na poziomie: 0,20% (2005), 0,61% (2006), 1,21% (2007), 1,43% (2008), 1,14% (2009).

fundusze Ultimo (2006) i Best I (2007). W 2008 r. TFI zarządzające funduszem Plejada Wierzytelności 1 zrezygnowało z wynagrodzenia, a w 2009 r. taką decyzję podjęło TFI zarządzające funduszem VPF III.

5.3. Wnioski z badań funduszy sekurytyzacyjnych a perspektywy rozwoju tych funduszy w Polsce

Wyniki funduszy sekurytyzacyjnych, zaprezentowane w podrozdziale 5.2., są podstawą do dalszych badań nad efektywnością rynku funduszy sekurytyzacyjnych. Otrzymane wyniki miar efektywności funduszy inwestycyjnych skorygowanych o ryzyko, ze względu na duże zróżnicowanie w badanych latach, nie dają podstawy do odrzucenia hipotezy o efektywności funduszy sekurytyzacyjnych. Należy pamiętać, że fundusze sekurytyzacyjne działają stosunkowo krótko na polskim rynku kapitałowym (pierwsze pojawiły się w 2005 r.). Rozważając wyniki tych funduszy, trzeba pamiętać, że dotyczą one początkowego okresu funkcjonowania funduszy sekurytyzacyjnych. Są to fundusze inwestycyjne zamknięte, które nie mają obowiązku publikowania części informacji, co dodatkowo utrudnia dokładną analizę tych funduszy.

Dotychczasowe wyniki funduszy sekurytyzacyjnych nie dają podstaw do stwierdzenia, że fundusze te w perspektywie kilkuletniej mogłyby zakończyć swoją działalność. Zarządzający tymi funduszami, a także inwestorzy, powinni być zainteresowani kontynuacją ich działalności. W dalszej części książki analizie poddane zostaną czynniki, które miały wpływ na rozwój funduszy sekurytyzacyjnych oraz czynniki, które mogą mieć wpływ na dalszy rozwój tego segmentu rynku kapitałowego. Wśród tych czynników wyróżnia się zarówno czynniki prawne, jak i ekonomiczne (makro- i mikroekonomiczne).

5.3.1. Dotychczasowy rozwój funduszy sekurytyzacyjnych

Zarówno w USA, jak i w zachodniej Europie, sekurytyzacja jest obecnie dość powszechnym zjawiskiem³⁸. W Polsce ma nadal marginalne znaczenie w pozyskaniu finansowania. Na sytuację tę wpłynął przede wszystkim fakt, że

38 OECD *Economic Globalisation Indicators*, OECD report, 2010, s. 18–19; *Report finds trends in alternative financing*, "Global Trade Review News", 15.06.2010.

pierwsze transakcje sekurytyzacyjne na rynku polskim pojawiły się znacznie później niż na rynkach rozwiniętych³⁹, a ponadto przedmiotem pierwszych transakcji były wierzytelności podmiotów spoza sektora bankowego.

Najważniejszymi czynnikami, które wpłynęły na rozwój sekurytyzacji na rynku polskim i skłoniły banki do zaangażowania się w transakcje sekurytyzacyjne, były wprowadzone zmiany w przepisach prawnych (czynniki prawne). Dopiero od 2004 r. zaistniały w Polsce przepisy umożliwiające przeprowadzenie transakcji sekurytyzacyjnych⁴⁰. Nowelizacja ustawy Prawo bankowe z 2004 r. i ustawa o funduszach inwestycyjnych z tego samego roku stworzyły podwaliny dla pierwszych transakcji sekurytyzacji wierzytelności bankowych. Dla rozwoju funduszy sekurytyzacyjnych zasadnicze znaczenie miała ustawa o funduszach inwestycyjnych, w której po raz pierwszy została zdefiniowana ta forma funduszu inwestycyjnego. Po wprowadzeniu nowych przepisów okazało się, że istnieje popyt na rynku na tego typu usługi finansowe, zwłaszcza ze strony banków, które zostały uprzywilejowane na podstawie przepisów dotyczących kosztów uzyskania przychodów. Korzyści podatkowe wiążące się ze sprzedażą wierzytelności bankowych do funduszy sekurytyzacyjnych zachęciły banki do współpracy z nimi. Podmioty zainteresowane utworzeniem funduszy sekurytyzacyjnych zaczęły składać wnioski o wydanie zgody na utworzenie takich funduszy do Komisji Papierów Wartościowych i Giełd⁴¹. Upatrywano szybkiego rozwoju tego segmentu rynku kapitałowego⁴².

39 Pierwsza transakcja z wykorzystaniem struktur sekurytyzacyjnych została przeprowadzona na rynku polskim w 1999 r. Inicjatorem była spółka URTICA Zaopatrzenie Farmaceutyczne S. A. Przedmiotem transakcji były wierzytelności od zakładów opieki zdrowotnej. W ramach transakcji wyemitowano weksle inwestycyjne na kwotę 50 mln zł. P. Jabłoński, *Po raz pierwszy*, „Rzeczpospolita”, 22.07.2000; J. Nowakowski, A. Santarek, *Sekurytyzacja na świecie i w Polsce*, „Studia i Prace SGH” 2000, nr 17, s. 26.

40 Do 2004 r. istniało wiele barier na rynku, które według podmiotów zajmujących się sekurytyzacją uniemożliwiały jej rozwój na poziomie odpowiadającym poziomowi krajów rozwiniętych. Szerzej: S. Gudkova, *Sekurytyzacja należności kredytowych...*, s. 113–115; K. Lipka, *Sekurytyzacja a podatki*, [w:] *Perspektywy rozwoju sekurytyzacji w Polsce*, Materiały z konferencji zorganizowanej przez WIB i MSBiF, Warszawa 1998, s. 71–75; A. Siemiątkowski, *Sekurytyzacja a przenoszenie wierzytelności i prawne aspekty tworzenia SPV*, [w:] *Perspektywy rozwoju sekurytyzacji w Polsce*, Materiały z konferencji zorganizowanej przez WIB i MSBiF, Warszawa 1999, s. 76–81; A. Pędzich, *Problemy przelewu wierzytelności banku z umowy kredytowej*, [w:] *Perspektywy rozwoju sekurytyzacji w Polsce*, Materiały z konferencji zorganizowanej przez WIB i MSBiF, Warszawa 1999, s. 82–86; M. Korzak, *Sekurytyzacja – regulacje w polskim systemie prawnym*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004, nr 3, s. 116.

41 Obecnie zgodę na utworzenie funduszy sekurytyzacyjnych wydaje KNF.

42 W początkowym okresie obowiązywania przepisów o funduszach sekurytyzacyjnych szybki rozwój tego segmentu prognozowały głównie firmy windykacyjne. Zob.: W. Andrzejewski, *Złe długi na sprzedaż*, „Rzeczpospolita”, 2.09.2005.

W Polsce od początku działalności funduszy sekurytyzacyjnych istniał odmienny niż w innych krajach trend związany z powstawaniem funduszy sekurytyzacyjnych. Odmienność ta polegała na zainicjowaniu procesu tworzenia funduszy sekurytyzacyjnych przez liczące się firmy windykacyjne⁴³. Na świecie natomiast, z inicjatywą tworzenia takich funduszy wychodziły banki i konsorcja inwestycyjne, które dopiero po przygotowaniu odpowiednich platform i nabyciu portfeli wierzytelności szukały serwisera, mogącego te wierzytelności obsługiwać⁴⁴.

Kolejna nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych z 2008 r.⁴⁵ wprowadziła kilka rozwiązań dla transakcji sekurytyzacyjnych, na które od dawna czekał rynek. Między innymi ułatwiła przekazywanie zleceń zarządzania sekurytyzowanymi wierzytelnościami znajdującymi się w portfelu inwestycyjnym funduszy sekurytyzacyjnych podmiotom zewnętrznym, w drodze umów. Dodatkowo wprowadzono zasadę „licencjonowania” tych podmiotów. Z nowych rozwiązań skorzystały fundusze sekurytyzacyjne, które działały wówczas na rynku. Przepisy te nie spowodowały jednak pojawienia się dużej liczby nowych funduszy sekurytyzacyjnych, jak to miało miejsce po 2004 r. Przesądziły o tym trudne warunki panujące w tym czasie na rynku finansowym – kryzys z rynku amerykańskiego zaczął się rozprzestrzeniać⁴⁶, inwestorzy podchodzili z niechęcią do papierów wartościowych emitowanych w procesach sekurytyzacyjnych.

Czynnikami mikroekonomicznymi, które wpłynęły na rozwój funduszy sekurytyzacyjnych były głównie działania prowadzone przez konkurencję, czyli przede wszystkim inne fundusze inwestycyjne⁴⁷, a w szczególności przygotowywane pod konkretnego inwestora fundusze inwestycyjne zamknięte⁴⁸. Od momentu wejścia w życie ustawy o fun-

43 Banki na początku ostrożnie podchodziły do współpracy z firmami windykacyjnymi, które postrzegały jako podmioty działające na granicy prawa. Zob.: R. Janiak, *Długami handlowanie*, „Bank” 2005, nr 9, s. 57.

44 M. Matusiak, *Kosztowna windykacja*, „Gazeta Bankowa” 2006, nr 41 (937); J. Mazurek, *Sekurytyzacja w Polsce*, „CEO – Magazyn Top Menedżerów” 2007, nr 2.

45 Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy – Prawo bankowe oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz. U., nr 231, poz. 1546.

46 Szerzej: E. Szablowska, *Sekurytyzacja a rozprzestrzenianie się kryzysu kredytów subprime*, [w:] J. Czech-Rogosz i in. (red.), *Koniunktura gospodarcza. Od bańki internetowej do kryzysu subprime*, Warszawa 2009, s. 143–150.

47 Również ze strony zagranicznych funduszy inwestycyjnych, które pojawiły się na rynku polskim po wejściu Polski do Unii Europejskiej.

48 Na koniec 2010 r. funkcjonowało na rynku ponad 100 funduszy dedykowanych, stworzonych pod konkretnych inwestorów. *Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce*, Analizy Online, Opracowanie dla Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, Warszawa 2010, s. 7, http://www.izfa.pl/files_user/pdf/Rynek%20FIZ%20w%20Polsce.pdf (10.01.2011).

duszach inwestycyjnych z 2004 r. pojawiła się duża szansa dla funduszy inwestycyjnych zamkniętych⁴⁹. Poza funduszami sekurytyzacyjnymi, prężnie rozwijały się fundusze inwestycyjne zamknięte z segmentów: akcji, surowcowe, mieszane⁵⁰, nieruchomości, ochrona kapitału⁵¹. Duża liczba i różnorodność form funduszy zamkniętych w tym czasie stwarzały zagrożenie dla rozwoju funduszy sekurytyzacyjnych. Mimo tak dużej konkurencji fundusze sekurytyzacyjne obroniły się. W całym okresie funkcjonowania tylko dwa fundusze (z 24 funduszy sekurytyzacyjnych) zakończyły swoją działalność. Pozostałe nadal funkcjonują.

W momencie wystąpienia kryzysu na rynku kapitałowym alternatywą dla funduszy inwestycyjnych stały się rynki inwestycji alternatywnych. Uczestnicy rynków zgłaszali wówczas zapotrzebowanie na takie produkty finansowe, których wartość byłaby niezależna od wydarzeń na rynkach giełdowy oraz trendów ekonomicznych. Inwestorzy, zamiast wpłacać swoje aktywa do funduszy inwestycyjnych, inwestowali m.in. w inwestycje emocjonalne (sztuka⁵², wino⁵³, samochody klasyczne⁵⁴, ludzie⁵⁵), ryn-

49 Funkcjonowały one również przed wejściem w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 2004 r., ale ich liczba i wartość aktywów netto, którymi dysponowały byta nieznaczna. *Rynek funduszy inwestycyjnych zamkniętych w Polsce*, Analizy Online, Opracowanie dla Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, Warszawa 2010, s. 3, http://www.izfa.pl/files_user/pdf/Rynek%20FIZ%20w%20Polsce.pdf (10.01.2011).

50 We wspomnianym okresie (do końca 2010 r.) powstały aż 134 fundusze tego rodzaju. Dominowały wśród nich fundusze aktywów niepublicznych.

51 Dodatkowo fundusze, które mogą inwestować globalnie, czerpią korzyści wynikające z koniunktury na światowych rynkach finansowych. Polscy inwestorzy dopiero zaczynają dostosowywać swoje preferencje inwestycyjne do uwarunkowań i możliwości rynku kapitałowego. Inwestycjom w Polsce sprzyjać też może brak presji do pozbywania się złotego (w sytuacji, gdy nasza waluta będzie się umacniać w stosunku do euro i dolara amerykańskiego).

52 *Inwestycje w sztukę*, http://www.inwestycjealternatywne.pl/inwestycje_alternatywne/ctgr_6,0,0,627_inwestycje_w_sztuke.html (5.05.2011).

53 Średnia roczna stopa zwrotu z wina waha się w przedziale od 9,5 do 21%. *Inwestycje w wino*, http://www.inwestycjealternatywne.pl/inwestycje_alternatywne/ctgr_315,0,0,627_inwestycje_w_wino.html (5.05.2011).

54 Inwestycje w tzw. *classic cars*, poza gwarancją przyrostu kapitału, dostarczają inwestorowi prestiżowy przedmiot użytkowy. Zakup samochodu klasycznego uważany jest za bezpieczną inwestycję ze względu na fakt, że jest niezależna od wahań giełdowych, wybuchów konfliktów zbrojnych czy ceny baryłki ropy. *Samochody klasyczne*, http://www.inwestycjealternatywne.pl/inwestycje_alternatywne/ctgr_628,0,0,627_samochody_klasyczne.html (5.05.2011).

55 Obejmują m.in. kontrakty managerskie, mecenat nad wschodzącymi gwiazdami sztuki, areny, sportu lub filmu. Mogą dotyczyć również wsparcia finansowego ludzi najbardziej utalentowanych w swoich specjalizacjach. *Inwestycje w ludzi*, http://www.inwestycjealternatywne.pl/inwestycje_alternatywne/ctgr_7,0,0,627_inwestycje_w_ludzi.html (5.05.2011).

ki monet kolekcjonerskich, rynki infrastruktury, konta zarządzane CTA (*Commodity Trading Advisors*) i inne⁵⁶. Konkurencja ze strony tych rynków również pośrednio wpłynęła na rozwój funduszy sekurytyzacyjnych i na możliwości pozyskania przez te fundusze dodatkowych aktywów.

Z czynników makroekonomicznych, mających wpływ na rozwój funduszy sekurytyzacyjnych, najistotniejsza była koniunktura polskiego sektora bankowego oraz sytuacja na światowych rynkach finansowych, a zwłaszcza kryzys na rynku amerykańskim. W momencie pojawienia się informacji o sekurytyzacji jako głównej przyczynie kryzysu na amerykańskim rynku kredytów *subprime*⁵⁷ zaczęto podchodzić z dystansem do nowych transakcji sekurytyzacyjnych na rynku polskim⁵⁸. Obawiano się, że polscy inwestorzy mogą podzielić losy inwestorów z rynku amerykańskiego. Z czasem jednak obawy te zostały rozwiązane⁵⁹, a fundusze sekurytyzacyjne odzyskały zaufanie.

W związku z tym, że banki są głównymi podmiotami współpracującymi z funduszami sekurytyzacyjnymi, sytuacja w polskim sektorze bankowym również miała wpływ na rozwój tych funduszy. Na początku działalności funduszy sekurytyzacyjnych banki ostrożnie podchodziły

56 Szerzej: M. Mikita, W. Pełka, *Rynki inwestycji alternatywnych*, Warszawa 2009.

57 Ekonomisci twierdzą, że najstarszy bank inwestycyjny Lehman Brothers upadł głównie ze względu na wysoki poziom dźwigni finansowej, a także ze względu na znaczne zaangażowanie w CDS (*credit default swap*). Swapy CDS to umowy ubezpieczeniowe dla posiadaczy wierzytelności od przedsiębiorstw, które dają gwarancję spłaty kredytu w sytuacji upadłości danego przedsiębiorstwa. Professor Nassim Nicholas Taleb, wybitny znawca rynków finansowych, porównał działalność banków inwestycyjnych na rynku CDS-ów do wykupienia polisy na życie przez pasażerów Titanica. S. Baker, *Taleb's Universa Bets on Black Swan Deflation, Hyperinflation*, http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=email_en&refer=home&sid=aDVgqxiT9RSg (9.10.2010); L. Pawłowicz, *Rynek kredytów hipotecznych w Polsce w warunkach globalnego kryzysu*, „Finansowanie Nieruchomości” 2009, nr 6, s. 6; *OECD Economic Globalisation Indicators*, OECD report, 2010, s. 18.

58 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*, Warszawa 2009; N. Jeziolowicz, *Sekurytyzacja wróci do łask?*, „Bank” 2008, nr 12, s. 30–32.

59 Podmioty rynku kapitałowego zainteresowane sekurytyzacją pracowały cały czas nad poprawą wizerunku transakcji sekurytyzacyjnych. Banki inwestycyjne, zwłaszcza te działające na rynku amerykańskim, wypracowały własne rozwiązania, mające na celu poprawę przejrzystości transakcji sekurytyzacyjnych. Szerzej: P. Jenkins, *Securitisation reinvented to cut costs*, „Financial Times”, 5.07.2009; „Smart” securitization, „Financial Times”, 5.05.2009.

do tego typu podmiotów⁶⁰. Po pierwszych poprawnie przeprowadzonych transakcjach sprzedaży wierzytelności bankowych do funduszy sekurytyzacyjnych zaczęły zgłaszać się kolejne banki chcące pozyskać dodatkowe finansowanie⁶¹ lub „wyczyścić” swój bilans ze złych kredytów. Ponieważ banki działające w Polsce cechowała przez ostatnie lata nadpłynność finansowa⁶², głównym powodem ich angażowania się w transakcje sekurytyzacyjne była możliwość poprawy struktury bilansu.

5.3.2. Perspektywy rozwoju funduszy sekurytyzacyjnych w Polsce

Biorąc pod uwagę czynniki, które w początkowej fazie rozwoju miały wpływ na funkcjonowanie funduszy sekurytyzacyjnych oraz wyniki osiągnięte przez te fundusze w minionych latach, należy rozważyć perspektywy ich dalszego rozwoju.

Wśród czynników prawnych istotnym elementem są kolejne zmiany w przepisach dotyczących funduszy sekurytyzacyjnych. Ostatnie duże zmiany w ustawie o funduszach inwestycyjnych zostały wprowadzone ustawą z czerwca 2010 r.⁶³ Również dostosowanie polskich przepisów do wymogów dyrektywy MiFID⁶⁴ może wpłynąć na działalność funduszy se-

60 J. Krawczyński, Ł. Rey, *Praktyk pomoże*, „Bank” 2006, nr 6, s. 40.

61 Ze względu na fakt, 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.

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

63 Ustawa z dnia 25 czerwca 2010 r. o zmianie ustawy – Prawo bankowe, ustawy o działalności ubezpieczeniowej, ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz. U., nr 126, poz. 853.

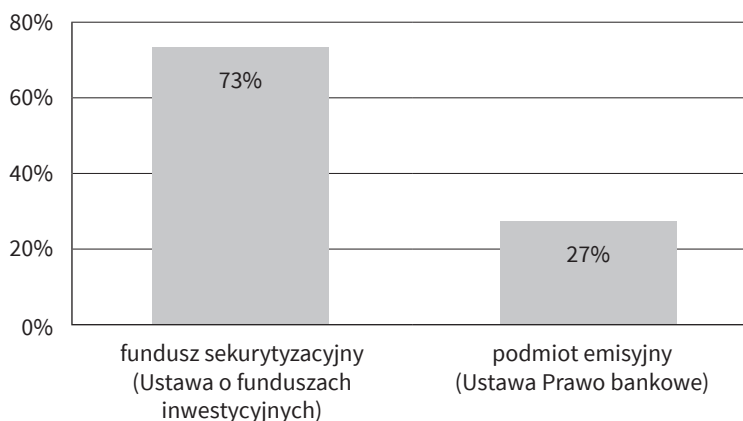
64 Dyrektywa MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive* – dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych) to Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz. U., L 145 z 30.04.2004, s. 1). Aktami wykonawczymi do Dyrektywy MiFID są: Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (Dz. U., L 241 z 2.9.2006, s. 26), Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzające środki wykonawcze

kurytyzacyjnych w przyszłości⁶⁵. W związku z dużym ryzykiem, którym obarczona jest inwestycja w certyfikaty inwestycyjne funduszy sekurytyzacyjnych, zasadna jest ocena wiedzy i doświadczenia klienta w tym zakresie. W badanym okresie wszystkie wyemitowane przez fundusze sekurytyzacyjne certyfikaty inwestycyjne były sprzedawane w ofertach niepublicznych. Nie oznacza to, że fundusze sekurytyzacyjne nie mogą zrealizować oferty publicznej. Do tej pory fundusze nie widziały takiej potrzeby, głównie ze względu na ograniczenie ustawowe dotyczące osób fizycznych, chcących objąć certyfikaty inwestycyjne funduszu sekurytyzacyjnego⁶⁶.

Postulowane przez Związek Banków Polskich⁶⁷ zmiany w ustawie z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych⁶⁸ również mogą przyczynić się do rozwoju sekurytyzacji na naszym rynku, a zwłaszcza sekurytyzacji „zdrowych” aktywów bankowych w formule subpartycypacji⁶⁹. Postulowane zmiany mogą jednak wpłynąć negatywnie na rozwój funduszy sekurytyzacyjnych, które obecnie – ze względu na uprzywilejowaną pozycję w transakcjach sekurytyzacyjnych – cieszą się większym zainteresowaniem niż SPV w formie spółki kapitałowej (wykres 27.).

do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby teże dyrektywy (Dz. U., L 241 z 2.09.2006, s. 1). Głównym celem dyrektyw MiFID jest zwiększenie konkurencji na rynku usług inwestycyjnych oraz ochrona klientów. Przepisy MiFID mają zastosowanie w odniesieniu do wszystkich podmiotów świadczących usługi związane z lokowaniem środków finansowych lub zajmujących się doradztwem w zakresie inwestycji. Do najważniejszych obszarów uregulowań MiFID należą: rozszerzenie zasady jednolitego paszportu, badanie odpowiedniości i adekwatności produktu finansowego dla danego klienta, wprowadzenie kategoryzacji klientów, wprowadzenie jednolitych, jasnych i korzystnych dla klienta zasad obsługi zleceń, obowiązek „najlepszego wykonania”; http://www.mifid.com.pl/docs/Dyrektywa_2004-39-WE_PL.pdf (7.02.2010).

- 65 Dostosowanie przepisów w zakresie funduszy inwestycyjnych nastąpiło we wrześniu 2008 r. poprzez wspomnianą wcześniej nowelizację ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz rozporządzenie z 3 kwietnia 2009 r. w sprawie postępowania podmiotów prowadzących działalność w zakresie pośrednictwa w zbywaniu i odkupywaniu jednostek uczestnictwa oraz tytułów uczestnictwa, Dz. U., nr 62, poz. 507.
- 66 Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 146, poz. 1546, z późn. zm., art. 187, ust. 6.
- 67 *Rekomendacje dotyczące niezbędnych działań dla poprawy sytuacji w obszarze budownictwa mieszkaniowego*, Związek Banków Polskich Komitet ds. Finansowania Nieruchomości, styczeń 2010, s. 16–17.
- 68 Dz. U., nr 21, poz. 86, z późn. zm.
- 69 Wierzytelności nie wchodzi do majątku funduszu, ale pozostają w majątku inicjatora. D. Liskowska, *Fundusze sekurytyzacyjne...*, s. 23–24.

Wykres 27. Zainteresowanie banków w Polsce różnymi formami organizacyjnymi SPV

Źródło: *Sekurytyzacja w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym*, Warszawa 2007, s. 50.

Wśród czynników makroekonomicznych, jednym z najistotniejszych dla rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych, w tym segmentu funduszy sekurytyzacyjnych, jest tempo wzrostu PKB. Według prognoz PwC, do 2050 r. PKB Polski będzie rosło średnio w tempie około 2,5 proc. rocznie. Takie prognozy pozwalają sądzić, że sytuacja na rynku kapitałowym także ulegnie poprawie. Rynek kapitałowy stymulując lokowanie środków finansowych, ułatwia przepływ środków do funduszy sekurytyzacyjnych.

Dla rozwoju funduszy sekurytyzacyjnych ważne będą również postawy banków, które do tej pory były głównymi podmiotami odsprzedającymi wierzytelności do funduszy sekurytyzacyjnych⁷⁰. Z danych NBP wynika, że jakość portfeli kredytowych w ostatnich latach (2012–2014) utrzymuje się na podobnym poziomie (tabela 57.).

Rozpatrując dotychczasową współpracę banków z funduszami sekurytyzacyjnymi, należy sądzić, że w sytuacji pogorszenia się jakości portfeli kredytowych banków nastąpi wzrost wartości sprzedanych portfeli wierzytelności do funduszy sekurytyzacyjnych⁷¹. Dotychczas bowiem banki były bardziej skłonne do sprzedaży kredytów o niskiej jakości.

70 Dla banków sekurytyzacja wierzytelności bankowych jest sposobem na konkurencję w sektorze bankowym. I. A. Raczkowska, *Sekurytyzacja wierzytelności bankowych*, Warszawa 2001, s. 22.

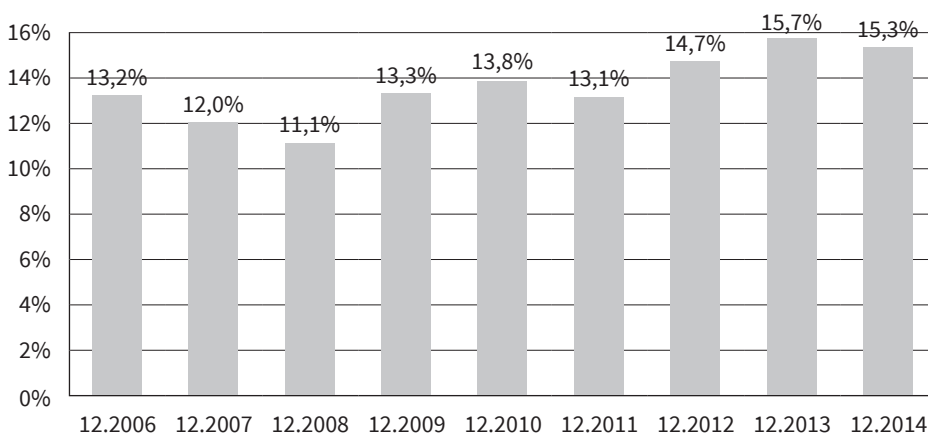
71 Ponad 1/3 ankietowanych banków działających w Europie Środkowo-Wschodniej sprzedaje część swoich wierzytelności firmom windykacyjnym, a kolejne 21% rozważa taką współpracę w przyszłości. Z. Reda, *Więcej osób...*

Tabela 57. Kredyty zagrożone i ich udział w kredytach ogółem w latach 2012–2014

	2012	2013	09/ 2014	2014	mld zł	%	2012	2013	09/ 2014	2014
Kredyty zagrożone	72,2	72,0	73,3	72,7	0,7	1,0	7,7	7,4	7,1	7,0
sektor finansowy	0,1	0,2	0,4	0,3	0,1	26,9	0,3	0,5	0,9	0,5
sektor niefinansowy	71,7	71,5	72,6	72,1	0,6	0,8	8,9	8,5	8,2	8,1
sektor budżetowy	0,4	0,3	0,3	0,3	0,1	20,3	0,4	0,3	0,3	0,4
Gospodarstwa domowe	39,6	39,2	40,3	38,4	-0,8	-2,0	7,4	7,1	6,9	6,5
- kredyty konsumpcyjne	21,3	18,5	18,1	16,7	-1,7	-9,4	17,2	14,6	13,8	12,7
- kredyty mieszkaniowe	9,0	10,5	11,1	11,0	0,5	4,4	2,8	3,1	3,2	3,1
- kredyty pozostałe	9,2	10,2	11,1	10,7	0,5	4,9	10,5	11,0	10,9	10,5
Przedsiębiorstwa	32,1	32,3	32,2	33,6	1,3	4,1	11,8	11,6	10,6	11,2
MSP	21,5	21,3	21,5	22,3	1,0	4,9	13,1	13,0	12,3	12,7
Duże przedsiębiorstwa	10,6	11,0	10,7	11,3	0,3	2,6	9,8	9,6	8,4	9,0
Kredyty opóźnione w spłacie										
Konsumpcyjne										
do 30 dni	9,4	8,6	8,4	8,0	-0,6	-7,0	7,5	6,5	6,1	5,8
> 30 dni	23,7	21,3	20,6	19,0	-2,3	-10,9	18,9	16,1	15,0	13,8
Mieszkaniowe										
do 30 dni	13,3	13,0	13,4	13,5	0,5	3,9	4,1	3,9	3,8	3,8
>30 dni	10,7	11,5	11,5	11,2	-0,3	-2,6	3,3	3,4	3,3	3,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Raport o sytuacji banków w 2014 r.*, Warszawa 2014, s. 57.

Do niedawna najczęstszą przyczyną angażowania się banków w transakcje sekurytyzacyjne była potrzeba zmniejszenia obciążeń kapitałowych. W dalszej kolejności do czynników wpływających na decyzje banków o sprzedaży części aktywów zalicza się: pozyskanie kapitału, dywersyfikację ryzyka kredytowego, redukcję ryzyka zaangażowania oraz zwiększenie płynności. Do końca 2008 r. współczynnik wypłacalności miał tendencję malejącą. Ostatnie lata przyniosły poprawę tego współczynnika (wykres 28.). Korzystna sytuacja kapitałowa może wpłynąć negatywnie na rozwój sekurytyzacji, gdyż banki - mając wystarczające kapitały - nie będą widziały potrzeby angażowania się w transakcje sekurytyzacyjne, aby pozyskać dodatkowe finansowanie.

Wykres 28. Współczynnik wypłacalności w sektorze bankowym w latach 2006–2014⁷²

Źródło: opracowane na podstawie *Podsumowanie roku 2010 oraz wyzwania i szanse bankowości w Polsce w 2011 r.*, Warszawa 2011, s. 13 oraz danych KNF⁷³.

W ciągu zaledwie kilku lat współpracy z funduszami sekurytyzacyjnymi banki nabyły wystarczająco dużo doświadczeń, by traktować sprzedaż aktywów jako pewnego rodzaju produkt bankowy. Zdobyte doświadczenie, umiejętności i stworzenie odpowiedniego zaplecza do sprawnego przeprowadzania transakcji sprzedaży (zespoły osób odpowiedzialnych za przygotowanie przetargów, weryfikację oferentów, organizację *dealing roomów*, przetwarzanie informacji itp.) może być w przyszłości oferowane jako produkt innym podmiotom chcącym skorzystać z usług funduszy sekurytyzacyjnych. Dzięki dotychczas pozyskanej wiedzy, procesy wyceny wierzytelności są przeprowadzane sprawniej, a ceny transakcyjne uzyskiwane automatycznie są bardziej adekwatne w stosunku do pierwotnych wycen⁷⁴.

W działalność funduszy sekurytyzacyjnych bardzo wyraźnie wpisały się także firmy windykacyjne⁷⁵, których inicjatywy doprowadziły do utworzenia pierwszych funduszy sekurytyzacyjnych⁷⁶. Dlatego nie bez

72 Dane wg miesięcznego standardu COREP publikowane były przez KNF do maja 2014 r.

73 http://www.knf.gov.pl/opracowania/sektor_bankowy/dane_o_rynku/Dane_miesieczne.html (8.05.2011).

74 M. Matusiak, *Kosztowna windykacja...*

75 Niemal wszystkie największe polskie firmy windykacyjne skupujące długi od banków mają obecnie swoje własne fundusze sekurytyzacyjne (należą do grup kapitałowych). Szerzej: P. Rosik, *Ani rusz bez funduszu sekurytyzacyjnego*, „Parkiet”, 31.01.2011.

76 M. Matusiak, *Sekurytyzacja ante portas*, „Bank” 2006, nr 6, s. 36–37.

znaczenia dla rynku funduszy sekurytyzacyjnych pozostaną działania podejmowane przez te firmy.

Dzięki swoim dotychczasowym doświadczeniom firmy windykacyjne są istotną częścią składową ocen ryzyka zarówno przed udzieleniem kredytu, jak i w trakcie. Znają one modele zachowań dłużników⁷⁷ i są w stanie w sposób niezwykle dynamiczny i elastyczny przeciwstawiać się ich działaniom. Dzięki zdobytej wiedzy umożliwiającej odpowiedź na pytanie o powody niepłacenia długów i motywy ich późniejszego uregulowania. Możliwe jest takie projektowanie usługi, które zapewni najwyższą skuteczność działań windykacyjnych. Z tej wiedzy i doświadczenia mogą korzystać i korzystają fundusze sekurytyzacyjne, którym zależy na odzyskaniu wierzytelności, bo wartość odzyskanych wierzytelności wpływa na stopę zwrotu certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez te fundusze, a m.in. od stopy zwrotu zależy, czy fundusz pozyska nowych inwestorów.

Obecnie zdania są podzielone co do przyszłości funduszy sekurytyzacyjnych. Jedni wskazują duży potencjał, jakim dysponują fundusze sekurytyzacyjne⁷⁸. Zauważają, że wartość pozyskanych przez fundusze sekurytyzacyjne aktywów zależy m.in. od koniunktury na rynku, a dokładniej od wartości niespłaconych wierzytelności. W momencie, kiedy na rynku pojawia się kryzys, coraz więcej podmiotów ma problemy z terminowym regulowaniem swoich zobowiązań, co prowadzi do przekazywania coraz większej liczby spraw do firm windykacyjnych⁷⁹, a także do pozbycia się części wierzytelności przeterminowanych poprzez ich sprzedaż do funduszy sekurytyzacyjnych. To może świadczyć o odmiennych cyklach koniunkturalnych na rynku windykacji i rynku funduszy sekurytyzacyjnych.

Porównując średnie stopy zwrotu dla funduszy sekurytyzacyjnych przebadanych w rozdziale 5.2. ze stopami zwrotu indeksu WIG oraz indeksu WIG-BANKI widać pewną analogię. Mimo osłabienia koniunktury na rynku, co odzwierciedlają stopy zwrotu indeksu WIG i indeksu WIG-BANKI, średnie stopy zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych utrzy-

77 Część firm dysponuje własnym zespołem ludzi, zajmującym się analizą zachowań dłużników, ich modelowaniem, a także dopasowywaniem wzorów postępowania w poszczególnych przypadkach. Zob. *Matżeństwo z rozsądku czy romans*, EGB, <http://www.egb.pl/relacje-inwestorskie/biuro-prasowe/media-o-egb-investments/?id=233&page=5> (5.02.2011).

78 O potencjale funduszy sekurytyzacyjnych mówił m.in. prezes Polskiego Związku Windykacji Krzysztof Matela. D. Kopeć, *Gospodarka zwalnia, windykacja rośnie*, http://www.outsourcing.com.pl/12360,gospodarka_zwalnia_windykacja_rosnie.html (10.02.2011). Por. M. Magdziarz, *Hit roku 2011?*, „Bank” 20011, nr 1, s. 36-38.

79 P. Badowski, *Dobry czas dla windykacji*, „Bank” 2010, nr 11, s. 78-79; M. Matusiak, *Nie wystarczy wpasować się w kryzys*, „Bank” 2009, nr 2, s. 59-60.

mywały się jeszcze prawie przez rok na wysokim poziomie. Gorsze wyniki w późniejszym okresie mogły być spowodowane trudnymi warunkami windykacji⁸⁰ przejętych wierzytelności, niższą wartością odzyskanych należności. Windykacja w warunkach kryzysu jest utrudniona⁸¹.

Duży potencjał upatrywany jest nadal w sekurytyzacji wierzytelności hipotecznych⁸². Na rynkach rozwiniętych ten rodzaj aktywów dominuje wśród transakcji sekurytyzacyjnych. W Polsce dużo się na ten temat mówi, jednak nie przynosi to efektów. Dopóki sekurytyzacja wierzytelności hipotecznych nie stanie się powszechna na polskim rynku, nasze transakcje sekurytyzacyjne będą znacznie odbiegać od ich zachodnich i amerykańskich odpowiedników⁸³.

Część podmiotów potwierdza swoje zainteresowanie funduszami sekurytyzacyjnymi⁸⁴ i w perspektywie kilku najbliższych lat planuje skorzystać z ich usług⁸⁵. Zainteresowanie ze strony potencjalnych klientów

80 Tzw. efekt domina – występuje wówczas, gdy główni dłużnicy opóźniają spłatę swoich zobowiązań. Gdy nabywca towarów ma trudności w utrzymaniu płynności finansowej, swoje kłopoty finansowe przerzuca na inne firmy, z którymi utrzymuje więzi handlowe. M. Masny, *Co ze złymi długami?*, „Bank” 2009, nr 2, s. 48; M. Matusiak, *Długi na (kryzysowej) wadze*, s. 68.

81 D. Kopeć, *Gospodarka zwalnia, windykacja rośnie*, http://www.outsourcing.com.pl/12360,gospodarka_zwalnia_windykacja_rosnie.html (10.02.2011).

82 Od pierwszych transakcji sekurytyzacyjnych na polskim rynku debatowano nad wprowadzeniem zmian w celu ułatwienia sekurytyzacji wierzytelności hipotecznych. R. Janiak, *Długami handlowanie*, s. 58; A. Raczeko, *Potrzebna szersza współpraca*, „Parkiet”, 3.02.2011.

83 M. Matusiak, *Sekurytyzacja zmienia rynek*, „Bank” 2007, nr 4, s. 10.

84 Rozważano m.in. możliwości wykorzystania funduszy sekurytyzacyjnych do długoterminowego finansowania nieruchomości przeznaczonych na wynajem poprzez sekurytyzację przyszłych przychodów z czynszów, czyli poprzez emisję papierów wartościowych zabezpieczanych wpływami z tych czynszów i refinansujących kredyty na budownictwo czynszowe. Szerzej: B. Meluch, *Sekurytyzacja przyszłych należności czynszowych – warunki prawno-organizacyjne*, „Finansowanie Nieruchomości” 2006, nr 7, s. 70–74; W. Grzybowski i in., *Warunki rozwoju budownictwa czynszowego w Polsce – rola sektora bankowego*, „Finansowanie Nieruchomości” 2007, nr 2 (10); B. Meluch, *Warunki finansowania budownictwa w Polsce – wybrane elementy*, „Finansowanie Nieruchomości” 2009, nr 9, s. 6–13. Unikalne na polskim rynku funduszy sekurytyzacyjnych rozwiązanie wypracowała firma Electus, zajmująca się serwisowaniem funduszu Electus NS FIZ. Działalność funduszu koncentruje się na restrukturyzacji zadłużenia publicznych zakładów opieki zdrowotnej w Polsce. Szerzej: *Electus S.A. podpisał umowę z IDEA TFI na obsługę funduszu sekurytyzacyjnego i zawiera kolejne umowy z ZOZ-ami*, [http://media.electus.pl/pr/164933/electus-s-a-podpisal-umowe-z-idea-tfi-na-obsługę-funduszu-sekurytyzacyjnego-i-zawiera-kolejne-umowy-z-zoz-ami](http://media.electus.pl/pr/164933/electus-s-a-podpisal-umowe-z-idea-tfi-na-obslugę-funduszu-sekurytyzacyjnego-i-zawiera-kolejne-umowy-z-zoz-ami) (25.01.2011).

85 Wśród banków Getin, w Noble Bank myśli się o sekurytyzacji portfela kredytów samochodowych. „Przegląd Miesięczny. DI BRE Bank S.A.”, wrzesień 2010, s. 16.

zachęca do tworzenia nowych funduszy sekurytyzacyjnych. Podmiotami, które są zainteresowane utworzeniem w najbliższym czasie takich funduszy są przede wszystkim firmy windykacyjne i spółki z nimi powiązane⁸⁶.

Nie wszystkie podmioty występujące na rynku kapitałowym są zwolennikami sekurytyzacji i funduszy sekurytyzacyjnych. Część z nich upatruje optymalnego rozwiązania w powrocie do prostej bankowości, gdzie banki nie korzystają ze skomplikowanych, mało przejrzystych instrumentów finansowych, opierając się na tradycyjnych produktach⁸⁷. Zdaniem części ekonomistów, rynek kapitałowy, po spektakularnym upadku amerykańskiego banku⁸⁸, mocno się zmieni. W obecnych warunkach inwestorzy wykazują mniejsze zainteresowanie kupowaniem długów.

86 Zainteresowana jest m.in. notowana na New Connect firma GPPI kontrolowana przez spółkę Mewa. Firma GPPI jest w trakcie zakładania funduszu. P. Rosik, *Ani rusz bez funduszu...*

87 P. Jenkins et al., *A formula to fix*, "Financial Times", 7.07.2009.

88 Szerzej: A. Szelągowska, *Upadłość Lehman Brothers Holding Inc. jako punkt zwrotny we współczesnej bankowości inwestycyjnej*, [w:] A. Szelągowska (red.), *Współczesna bankowość inwestycyjna*, Warszawa 2009, s. 397–413.

Zakończenie

Rynek wierzycelności z roku na rok zyskuje na znaczeniu. Pojawiają się na nim nowe podmioty i usługi, a sam rynek staje się przedmiotem zainteresowania szerokiego grona osób. Wierzycelności, którymi się obraca na tym rynku to wierzycelności masowe, a także gospodarcze, krótko- i długoterminowe, regularne i przedawnione. Z punktu widzenia charakteru wierzycelności, największą grupę stanowią wierzycelności kredytowe, będące tradycyjną formą pozyskania finansowania. W książce położono nacisk na ten rodzaj wierzycelności.

Nieodłącznym elementem rynku wierzycelności jest ryzyko braku spłaty zobowiązań. Nieregulowanie zobowiązań może być spowodowane kłopotami finansowymi dłużnika, może również wynikać z jego złej woli. Jest wiele negatywnych efektów tego zjawiska, zarówno w skali mikroekonomicznej („pułapka zadłużenia”, zatory płatnicze itp.), jak i w skali makroekonomicznej (np. spowolnienie wzrostu gospodarczego). Zjawisko nieregulowania zobowiązań nasila się w trakcie kryzysów, co można było obserwować podczas ostatniego kryzysu *subprime*. Aby zminimalizować ryzyko braku spłaty zobowiązań, nowelizuje się obowiązujące przepisy, a także wprowadza nowe regulacje. Jednak wszystkie te działania nie są w stanie wyeliminować zjawiska nieregulowania zobowiązań.

Wzrastająca świadomość podmiotów, dotycząca zarządzania wierzycelnościami, czyli zapobiegania powstawaniu wierzycelności preterminowanych oraz minimalizacji strat wynikających z kredytowania kontrahentów, daje pozytywne efekty. Coraz więcej podmiotów korzysta z outsourcingu usług windykacyjnych, powierzając wyspecjalizowanym firmom odzyskanie należności. Firmy windykacyjne z roku na rok zwiększają swoje obroty, a chcąc zdobyć jak największy udział w rynku, prześcigają się w oferowaniu nowych produktów i ulepszaniu już istniejących. Oferują działania prewencyjne, tj. wywiad gospodarczy, pieczęć prewencyjną, ubezpieczenie należności. W ramach monitoringu płatności świadczą takie usługi jak: badanie poprawności wystawionych faktur,

weryfikacja przepływu faktur, kontakt z kontrahentem w celu przypomnienia mu o zbliżających się terminach zapłaty. W przypadku należności, które nie zostały spłacone w ustalonym z klientem terminie, przechodzi się do kolejnego etapu, jakim jest windykacja polubowna (wstępna, przedsądowa), sądowo-egzekucyjna (postępowanie sądowe, postępowanie egzekucyjne) bądź umieszczenie danych dłużnika w biurach informacji kredytowej i gospodarczej. Obecnie zmienia się podejście do dłużnika. Firmy windykacyjne zaczynają negocjować z dłużnikiem i coraz częściej godzą się na warunki proponowane przez drugą stronę.

Większość firm windykacyjnych, działających na rynku polskim, pracuje nad zmianą swojego wizerunku. Aby przekonać klientów do siebie ujednolicają standardy postępowania wobec dłużników, wprowadzają normy ISO, opracowują i wdrażają zasady dobrych praktyk windykacyjnych. Działania te dają wymierne efekty w postaci wzrostu liczby zleceń. W polskim rynku wierzytelności największy udział ma obecnie firma KRUK.

Na poszczególnych etapach rozwoju rynku wierzytelności zaczęło przybywać podmiotów wyspecjalizowanych w obrocie wierzytelnościami (w tym m.in. handel wierzytelnościami na giełdach wierzytelności i faktoring). Do podmiotów tych zalicza się, poza firmami windykacyjnymi, firmy faktoringowe, firmy forfaitingowe, fundusze sekurytyzacyjne, pośredników w obrocie wierzytelnościami. Zaczynają oni wkraczać na nowe obszary rynku wierzytelności. W ciągu ostatnich kilku lat nastąpił wzrost znaczenia zakupów portfeli wierzytelności kosztem obsługi windykacyjnej w ramach inkasa wierzytelności. Przyczynił się do tego m.in. rozwój sekurytyzacji i wzrost jej znaczenia na rynku polskim.

Pojawianie się innowacyjnych usług finansowych jest obecnie standardem. Na rynku polskim zazwyczaj usługi te dostępne są znacznie później niż w krajach rozwiniętych. Podobnie też było z sekurytyzacją, która pojawiła się pod koniec lat dziewięćdziesiątych, trzydzieści lat po debiucie na rynku amerykańskim. Takie opóźnienie z jednej strony może być postrzegane negatywnie, biorąc pod uwagę stracony czas. Pozytywnym aspektem tak późnego wprowadzenia instrumentu sekurytyzacji na rynek polski może być fakt, że podmioty działające w Polsce mogą obecnie skorzystać z dotychczas wypracowanych rozwiązań krajów rozwiniętych.

Porównując pierwsze transakcje sekurytyzacyjne rynku polskiego z obecnie przeprowadzanymi, widać duże zmiany. W tym ponad dziesięcioletnim okresie wypracowano wiele rozwiązań, które ułatwiły przeprowadzanie transakcji sekurytyzacyjnych na rynku polskim. Początkowe transakcje dotyczyły głównie wierzytelności niebankowych, obecnie natomiast większość transakcji sekurytyzacyjnych obejmuje portfele wierzytelności bankowych. Jest to związane przede wszystkim z przywi-

lejami podatkowymi dla tych podmiotów. Zmianie uległa również forma SPV. Pierwsze transakcje przeprowadzane były z udziałem SPV w formie spółki prawa handlowego. Od 2004 r. pojawiła się możliwość zastąpienia spółki prawa handlowego funduszem inwestycyjnym zamkniętym – funduszem sekurytyzacyjnym. Od tego czasu powstało ponad 60 funduszy sekurytyzacyjnych, a podmioty (zwłaszcza banki) coraz chętniej angażują się w transakcje sekurytyzacyjne z udziałem tych funduszy.

W związku z tym, że sekurytyzacja jest procesem złożonym, na temat którego tylko niewielka grupa osób posiada gruntowną wiedzę, w książce podjęto próbę przybliżenia istoty sekurytyzacji i scharakteryzowano mechanizm działania. Informacje zawarte w rozdziale 2. potwierdzają stwierdzenie, że obecnie wykorzystywane konstrukcje sekurytyzacyjne są skomplikowane, wymagają specjalistycznej wiedzy jej uczestników, a także wymagają czasu na przygotowanie transakcji. Wybór struktury sekurytyzacji zależy od celu, jaki poszczególni uczestnicy transakcji chcą osiągnąć. Ważnym etapem każdej transakcji sekurytyzacyjnej jest wybór przedmiotu sekurytyzacji. Istotną rolę w całym procesie odgrywa także spółka specjalnego przeznaczenia (SPV), która powoływana jest na potrzeby transakcji sekurytyzacyjnych. Większym transakcjom nadawana jest dodatkowo ocena ratingowa, wskazująca poziom ryzyka związanego z daną transakcją. W sytuacji wysokiego ryzyka stosowane są dodatkowe zabezpieczenia w celu obniżenia poziomu tego ryzyka i zwiększenia atrakcyjności papierów wartościowych, emitowanych w ramach transakcji.

Jak wynika z dostępnych informacji, transakcje sekurytyzacyjne przeprowadzane na rynku polskim różnią się znacznie od transakcji na rynkach zagranicznych. Zaprezentowane dane dla Europy wskazują, że najczęściej sekurytyzacji poddawane są wierzytelności hipoteczne¹. W Polsce natomiast brakuje odpowiednich bodźców do wykorzystania w transakcjach sekurytyzacyjnych wierzytelności zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach². 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 SPV. Wynika to z uprzywilejowania funduszy w obowiązujących przepisach.

Z analizy korzyści i kosztów sekurytyzacji wynika, że transakcje sekurytyzacyjne przynoszą wiele korzyści swoim uczestnikom. W przypadku inicjatora do głównych korzyści zaliczamy: finansowanie pozabilansowe

1 Podobna sytuacja jest w Stanach Zjednoczonych.

2 W Polsce emisje listów zastawnych zabezpieczone są hipotecznie, jednak ich udział w rynku jest nieznacznym.

(*off-balance-sheet financing*), niższy koszt pozyskanego kapitału, łatwość zarządzania ryzykiem, wybór grupy inwestorów. Inwestorom nabywającym sekurytyzacyjne papiery wartościowe sekurytyzacja umożliwia skuteczne zarządzanie zmiennością stopy procentowej, stwarza możliwości przygotowania emisji według indywidualnych wymagań, zapewnia bezpieczeństwo i wyższą rentowność w stosunku do lokat bankowych lub obligacji skarbowych. Wśród korzyści osiąganych przez spółkę celową wyróżniamy m.in. możliwość uzyskania wysokiej marży zysku, korelacji spłat należności z obsługą papierów wartościowych, możliwość dokonywania fuzji i przejęć, organizowania trustów i holdingów. Dla organizatorów procesu sekurytyzacja stanowi źródło dodatkowego dochodu (dywersyfikacja źródeł dochodów), umożliwia rozszerzenie bazy inwestorów (pozyskanie dodatkowych klientów) oraz poprawę wizerunku i pozycji. Do innych korzyści z procesów sekurytyzacyjnych można zaliczyć zwiększenie dostępności kredytów oraz możliwość specjalizacji.

Poza licznymi korzyściami, sekurytyzacja wiąże się również z kosztami, które czasami przewyższają korzyści i powodują, że transakcja staje się nieatrakcyjna dla potencjalnego uczestnika. Po stronie inicjatora do kosztów tych zalicza się przede wszystkim koszty zabezpieczenia (wewnętrznego i zewnętrznego), koszty zaangażowania w transakcje dodatkowych podmiotów (w przypadku złożonych struktur), negatywną selekcję aktywów, utratę korzyści związanych z sekurytyzowanymi aktywami. Dla banków-inicjatorów transakcje sekurytyzacyjne wiążą się z pokusą manipulacji bilansem oraz wynikami i wskaźnikami finansowymi, kreowaniem fałszywego obrazu banku, a także tzw. hazardem moralnym. Inwestorzy nabywający papiery wartościowe emitowane w procesie sekurytyzacji, zwłaszcza w transzach podporządkowanych, ponoszą ryzyko związane z terminem płatności odsetek i rat kapitałowych, który może znacznie odbiegać od ustalonego na wstępie harmonogramu. Mogą również nieświadomie przejąć większe ryzyko związane z aktywami zabezpieczającymi nabywane papiery wartościowe.

Dla większości podmiotów wstępne szacunki dotyczące sekurytyzacji wskazują przewagę korzyści nad kosztami, co skłania te podmioty do zaangażowania się w transakcje sekurytyzacyjne. Na rynku polskim szczególnie widoczna jest współpraca w zakresie sekurytyzacji banków z firmami windykacyjnymi. Firmy windykacyjne najczęściej pełnią w procesie sekurytyzacji rolę serwisera. Polega ona na zarządzaniu sekurytyzowanymi wierzytelnościami na podstawie umowy o obsługę wierzytelności zawartej z funduszem sekurytyzacyjnym.

W rozdziale 3. przedstawiono rolę funduszy sekurytyzacyjnych w procesie sekurytyzacji oraz miejsce tych funduszy na rynku funduszy inwestycyjnych. Z zaprezentowanych danych wynika, że aktywa zgroma-

dzone w funduszach sekurytyzacyjnych funkcjonujących w Polsce mają niewielki udział w rynku funduszy inwestycyjnych³. Wzrastał on aż do 2010 r., kiedy wartość aktywów funduszy sekurytyzacyjnych obniżyła się. Przy wzroście aktywów ogółem dla całego rynku funduszy inwestycyjnych spowodowało to obniżenie się udziału funduszy sekurytyzacyjnych w rynku. Do spadku wartości aktywów funduszy sekurytyzacyjnych przyczyniły się m.in. nowe fundusze (głównie fundusze inwestycyjne zamknięte), powoływane na rynku polskim. Są one alternatywą dla inwestycji w fundusze sekurytyzacyjne. Poza rynkiem wewnętrznym, fundusze sekurytyzacyjne muszą konkurować z produktami innowacyjnymi, stworzonymi na innych rynkach (rynki inwestycji alternatywnych).

Obecnie funkcjonują 64 fundusze sekurytyzacyjne (w tym fundusze powiązane). Najstarsze z nich działają od 2005 r. Sytuacja na rynku funduszy sekurytyzacyjnych w Polsce jest bardzo zróżnicowana, co potwierdzają zaprezentowane dane.

Z zaprezentowanego przeglądu dotychczasowych badań nad efektywnością funduszy inwestycyjnych wynika, że fundusze sekurytyzacyjne nie były dotychczas przedmiotem badań. Pomiar i ocena tych funduszy są utrudnione ze względu na ich niepubliczny charakter i ograniczony dostęp do danych charakteryzujących ich działalność. W związku z brakiem współpracy ze strony funduszy sekurytyzacyjnych, dane do badania pozyskane zostały z publikacji ustawowych oraz publikacji i baz danych podmiotów związanych z rynkiem funduszy inwestycyjnych i rynkiem sekurytyzacyjnym. Analiza dotyczyła całego okresu funkcjonowania funduszy sekurytyzacyjnych. Jest to jedyne całościowe badanie rynku funduszy sekurytyzacyjnych.

Przeprowadzone badanie i otrzymane wyniki, ze względu na duże zróżnicowanie w badanych latach, nie dały podstawy do odrzucenia hipotezy o efektywności funduszy sekurytyzacyjnych działających na rynku polskim. Uzyskane wyniki cechowały się zbyt dużą różnorodnością, co nie pozwala uogólnić ich na cały rynek funduszy sekurytyzacyjnych. Rozważając wyniki tych funduszy, trzeba brać pod uwagę to, że dotyczą one początkowego okresu funkcjonowania funduszy sekurytyzacyjnych na rynku polskim.

Stopy zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych różniły się znacznie między sobą oraz wykazywały dużą zmienność w poszczególnych latach. Duża rozpiętość i zmienność stóp zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych była związana z występowaniem wysokiego ryzyka inwestycyjnego. Stopy zwrotu części badanych funduszy na zmiany warunków reagowały od-

3 Również udział tych funduszy sekurytyzacyjnych w europejskim rynku funduszy sekurytyzacyjnych jest nieznaczący.

wrotnie niż rynek. Porównanie wartości indeksu WIG-BANKI i indeksu funduszy sekurytyzacyjnych wskazało odwrotną zależność między dwoma rynkami reprezentowanymi przez te indeksy. W sytuacji pogarszających się wyników w sektorze bankowym, wyniki funduszy sekurytyzacyjnych poprawiały się, i odwrotnie.

Poza prostymi miarami efektywności, w badaniu wykorzystano również miary oceny efektywności funduszy inwestycyjnych, skorygowane o ryzyko inwestycyjne. Na podstawie tych miar otrzymano również zróżnicowane wyniki. Największe rozbieżności wystąpiły w roku 2008. Należy jednak wziąć pod uwagę sytuację panującą w tym czasie na rynku – kryzys *subprime*, wycofywanie środków z funduszy inwestycyjnych itp.

Zbadano również wpływ wzorca odniesienia na ocenę efektywności funduszy sekurytyzacyjnych. W przypadku tych funduszy wybór wzorca odniesienia jest utrudniony ze względu na różny charakter wierzytelności w ich portfelach. Same fundusze nie podają informacji o przyjętych benchmarkach. Na rynku polskim nie istnieją obecnie indeksy, które byłyby konstruowane dla rynku funduszy sekurytyzacyjnych. Autorka zaproponowała benchmark w postaci stóp zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych ważonych wartością aktywów netto tych funduszy. Na podstawie otrzymanych wyników stwierdzono, że wzorzec odniesienia wpływa na ocenę funduszy. Wyniki różniły się bowiem od wyników otrzymanych przy użyciu wzorca odniesienia w postaci indeksu WIG-BANKI.

Wśród badanych funduszy najlepsze wyniki w całym analizowanym okresie osiągnęły dwa z nich: Prokura i Ultimo. Należą one do najdłuższej działających funduszy sekurytyzacyjnych na rynku polskim. Jedynie w roku 2009 osiągnęły wyniki gorsze od wyników wzorca odniesienia. W badanym okresie najgorsze wyniki osiągnął fundusz VPF II.

Uzupełnieniem miar oceny efektywności funduszy sekurytyzacyjnych była analiza wskaźnikowa, której poddano sytuację funduszy sekurytyzacyjnych w całym okresie ich funkcjonowania. Wyniki tej analizy również cechowała duża różnorodność. Dla większości funduszy wspólna była tendencja wzrostowa udziału kosztów w średniej wartości aktywów funduszy. Istotne z punktu widzenia funduszy inwestycyjnych koszty dotyczące wynagrodzenia dla Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych w badanym okresie miały tendencję wzrostową. Rentowność aktywów netto (ROA) w badanym okresie charakteryzowała się dużą rozpiętością.

Analiza prawnych i ekonomicznych czynników, które miały wpływ na rozwój funduszy sekurytyzacyjnych oraz czynników, które mogą mieć wpływ na dalszy rozwój tego segmentu rynku kapitałowego, wskazuje jego duży potencjał. Nie ma podstaw do stwierdzenia, że fundusze te w perspektywie kilkuletniej mogłyby zakończyć swoją działalność. Zarządzający funduszami, a także inwestorzy powinni być zainteresowani

kontynuacją ich działalności. Poza pozytywnymi elementami, które mogą wpłynąć na dalszy rozwój funduszy sekurytyzacyjnych, należy również uwzględnić te, które stwarzają zagrożenie dla funduszy sekurytyzacyjnych, ograniczając ich rozwój.

Kolejne lata powinny wskazać kierunki dalszego rozwoju funduszy sekurytyzacyjnych – czy będzie to kontynuacja współpracy banków i firm windykacyjnych, czy do transakcji dołączą nowe podmioty. Z przedstawionych danych wynika, że udział wierzytelności bankowych w aktywach funduszy inwestycyjnych systematycznie wzrasta. W politykach inwestycyjnych większość funduszy sekurytyzacyjnych akcentuje swoje zainteresowanie tego typu wierzytelnościami. Z deklaracji banków również wynika, że są one zainteresowane dalszą odsprzedażą swoich wierzytelności. Jeżeli obecne prognozy się potwierdzą, to pozycja funduszy sekurytyzacyjnych na rynku polskim umocni się na przestrzeni kilku lat.

Bibliografia

- 10 lat Pioniera Zrównoważonego, 10 lat rynku funduszy inwestycyjnych, http://www.pioneer.com.pl/pioneer/arts.ip_20_2002.
- 10 years of the Italian securitisation law, Freshfields Bruckhaus Deringer LLP, grudzień 2009.
- AFME-ESF Securitisation Data Report: Q4 2010, AFME/ESF and SIFMA, <http://www.afme.eu/document.aspx?id=4864>.
- Aktywa funduszy inwestycyjnych. Grudzień 2009, Wspólny raport Analiz Online oraz Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, 8.01.2010.
- Alexander C., *Market Risk Analysis: Practical Financial Econometrics*, John Wiley & Sons, Chichester West Sussex 2008.
- An investor's guide to Asset Backed Securities. Investing for attractive yield and high credit quality, The Bond Market Association, New York 2004.
- Analiza sytuacji gospodarczej w krajach Europy Środkowej i Wschodniej, NBP Instytut Ekonomiczny, styczeń 2011.
- Arnott R. D., Hsu J. C., West J. M., *Fundamental Index: A Better Way to Invest*, John Wiley & Sons, New Jersey 2008.
- At a Glance: Securitisation in Poland: Some Legal Issues, April 2009, Mayer Brown LLP, Frankfurt, 10.03.2010.
- Bacon C. R., *Practical Portfolio Performance Measurement and Attribution*, John Wiley & Sons, New Jersey 2008.
- Badowski P., *Dobry czas dla windykacji*, „Bank” 2010, nr 11.
- Baker S., *Taleb's Universa Bets on Black Swan Deflation, Hyperinflation*, www.bloomberg.com/apps/news?pid=email_en&refer=home&sid=aDVgqxIT9RSg.
- Banaszczak-Soroka U., *Zintegrowany rynek kapitałowy miejscem alokacji oszczędności inwestorów indywidualnych*, [w:] G. Woźniak (red.), *Nierówności społeczne a wzrost gospodarczy w kontekście spójności społeczno-ekonomicznej*, Uniwersytet Rzeszowski, Katedra Teorii Ekonomii, Rzeszów 2008.
- Basel Committee on Banking Supervision, *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework – Comprehensive Version*, Bank for International Settlements, Basel 2006.
- Basel Committee on Banking Supervision, *Enhancements to the Basel II framework*, Bank for International Settlements, Basel 2009.
- Bąk P., *Charakterystyka podmiotów uczestniczących w procesie sekurytyzacji aktywów – ich funkcje i powiązania*, „Gospodarka Surowcami Mineralnymi” 2007, t. 23, z. 3.
- Bąk P., Magda R., Woźny T., *Ocena korzyści wynikających z zastosowania sekurytyzacji w spółce węglowej*, „Gospodarka Surowcami Mineralnymi” 2006, t. 22, z. 1.
- Bełdowski J., Ciżkowicz M., Sześciło D., *Efektywność polskiego sądownictwa w świetle badań międzynarodowych i krajowych*, Fundacja im. S. Batorego, Warszawa 2010.
- Berliner B., *A blueprint for mortgage regulation*, Asset Securitization Report Column, 25.05.2009.
- Białowolski P., *Portfel należności polskich przedsiębiorstw*, styczeń 2011. *Informacja sygnałna*, Konferencja Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce, KR D BIG S.A. Gdańsk-Wrocław 2011.
- Białowolski P., Dudek S., *Sytuacja na rynku consumer finance*, IV kwartał 2010, Warszawa, 11/2010.
- Borek M., *Techniki sekurytyzacyjne w zarządzaniu bilansem banku*, „Bank” 2001, nr 2.
- Brown S. J., Goetzmann W. N., Ibbotson R. G., Ross S. A., *Survivorship bias in performance studies*, “The Review of Financial Studies” 1992, Vol. 5, No. 4.

- Bruner R. F., Eades K., Harris R., Higgins R., *Best Practices in estimating the cost of capital: survey and synthesis*, "Financial Practice and Education" 1998, Vol. 8, No. 1.
- Bryła P., *Wierzytelność w praktyce gospodarczej*, Wyd. BART, Warszawa 1999.
- Brzeszczyński J., Gajdka J., *Beta estimation, forecasting and convergence*, [w:] W. Milo, G. Szafranski, P. Wdowiński (red.), *Financial markets – principles of modelling forecasting and decision making*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006.
- Brzeszczyński J., Gajdka J., *Tendencja zmian wartości współczynnika w warunkach polskiego rynku kapitałowego*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, cz. 2, Oficyna Wydawnicza Wyższej Szkoły im. P. Włodkowska w Płocku, Płock–Łódź 2006.
- Brzeszczyński J., Gajdka J., Schabek T., *Zmienność wartości współczynnika beta w czasie na polskim rynku kapitałowym*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2010, nr 117.
- Brzeszczyński J., Kelm R., *Ekonometryczne modele rynków finansowych. Modele kursów giełdowych i kursów walutowych*, WIG-Press, Warszawa 2002.
- Buczek S. B. (red.), *Asset Management – zarządzanie aktywami w Polsce*, Wyd. SGH, Warszawa 2006.
- Buczek S. B., *Efektywność informacyjna rynków akcji. Teoria a rzeczywistość*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005.
- Buczek S. B., *Stan bieżący i perspektywy rozwoju funduszy nieruchomości w Polsce*, „Finansowanie Nieruchomości” 2006, nr 6.
- Buczek S. B., Grygiel A., *Zagraniczne a polskie fundusze inwestycyjne. Pierwsze starcie*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2006.
- Budnik D., Cyman D., Juchniewicz E., Mroczkowski R., Stwoł M., Zaręba A., *Wierzytelności w firmie, zabezpieczenia, obrót, monitoring, windykacja sądowa, egzekucja*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2011.
- Bukietyńska A., Czekala M., *Współzależność koniunktury na GPW w Warszawie z innymi giełdami światowymi*, [w:] B. Kołosowska, P. Prewysz-Kwinto (red.), *Gospodarka i finanse w warunkach globalizacji*, Wyższa Szkoła Bankowa, Toruń 2008.
- Burza P., Wrześniewski P., *Słabości sekurytyzacji*, „Prawo i Gospodarka”, 30.09.2002.
- Buszko M., *Sekurytyzacja syntetyczna oraz syntetyczne produkty CDO*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Wyd. UMCS, Lublin 2009.
- Caouette J. B., Altman E. I., Narayanan P., *Managing Credit Risk: The Great Challenge for Global Financial Markets*, John Wiley & Sons, New Jersey 2008.
- Carhart M., *On Persistence in Mutual Fund Performance*, "Journal of Finance" 1997, Vol. 52, No. 1.
- Chincarini B., Kim D., *Quantitative Equity Portfolio Management*, McGraw-Hill Professional Publishing, New York 2006.
- Chorafas D. N., *Rating Management's Effectiveness: With Case Studies in Telecommunications*, Palgrave Macmillan, New York 2004.
- Chudzyńska N., *Fundusze sekurytyzacyjne bez świetlanej przyszłości*, „Parkiet” 2009, nr 74.
- Cichy J., *Funkcjonowanie i rozwój rynku windykacji w Polsce*, [w:] A. Bogus, M. Wypych (red.), *Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw w skali narodowej i europejskiej*, Difin, Warszawa 2007.
- Colquitt J., *Credit Risk Management: How to Avoid Lending Disasters and Maximize Earnings*, McGraw-Hill Professional Publishing, New York 2007.
- Customer Experience w Consumer Finance*, PWC, Warszawa 2010.
- Cooper W. W., Seiford L. M., Zhu J., *Handbook on Data Envelopment Analysis*, Kluwers Academic Publishers, Boston, Dordrecht, London 2004.
- Czachórski W. (red.), *Zobowiązania. Zarys wykładu*, PWN, Warszawa 1994.
- Czajor P., *Analiza decyzyjna w procesie zarządzania ryzykiem inwestycyjnym*, [w:] M. Walczak (red.), *Analiza finansowa w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem*, Difin, Warszawa 2007.

- Czapeczko D., *Zasadnicze zmiany na rynku wiarytelności*, „Gazeta Finansowa”, 16.06.2007.
- Czarecki J., *Kredyt bankowy i faktoring – źródła finansowania substytucyjne czy komplementarne?*, [w:] P. Karpuś, J. Węćławski (red.), *Rynek finansowy – nowe perspektywy*, „Annales UMCS” 2010, Section H, t. 44, z. 2.
- Czarecki J., *Umowa faktoringu w prawodawstwie polskim*, [w:] P. Karpuś, J. Węćławski (red.), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Wyd. UMCS, Lublin 2009.
- Czekaj J. (red.), *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Czekaj J., Woś M., Żarnowski J., *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Czempas J., Lokwenc P., *Optycalność inwestycji w fundusze inwestycyjne w roku 2000*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2001, nr 6–7.
- Davis S., Meyer Ch., *Future Wealth*, Harvard Business School Press, Boston, MA 2000.
- Dawidowicz D., *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, typy, metody pomiaru i ocena efektywności*, CeDeWu, Warszawa 2008.
- Dawidowicz D., *Metody wyceny jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych a zysk inwestora*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, t. 1, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Szczecin 2006.
- Dawidowicz D., *Możliwość wykorzystania indeksu funduszy inwestycyjnych jako wzorca odniesienia do wyników funduszy inwestycyjnych*, [w:] A. Bogus, M. Wypych (red.), *Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw w skali narodowej i europejskiej*, Difin, Warszawa 2007.
- Dawidowicz D., *Sekurytyzacja wiarytelności w Polsce – implikacje na przyszłość*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Czas na pieniądz. Zarządzanie finansami. Aktualne wyzwania teorii i praktyki*, t. 1, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2009, nr 16.
- Dawidowicz D., *Strategie zarządzania funduszami inwestycyjnymi a ich wyniki na przykładzie funduszy inwestycyjnych akcyjnych w 2005 roku*, „Folia Universitatis Agriculturae Stetinensis” 256, Oeconomica 2007, nr 48.
- Dawidowicz D., *Tracking Error funduszy inwestycyjnych akcji polskich w okresie dekonjunktury*, [w:] P. Karpuś, J. Węćławski (red.), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Wyd. UMCS, Lublin 2009.
- Dawidowicz D., *Wyniki funduszy inwestycyjnych akcji polskich – analiza porównawcza*, [w:] P. Karpuś, J. Węćławski (red.), *Rynek finansowy. Inspiracje z integracji europejskiej*, Wyd. UMCS, Lublin 2008.
- Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, John Wiley & Sons, Chichester West Sussex 2004.
- Dervis K., Mistral J., *Europe's Crisis, Europe's Future*, Brookings Institution Press, Washington 2014.
- Dębniwska 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.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2010.
- Dobosiewicz Z., *Fundusze inwestycyjne*, Twigger, Warszawa 2008.
- Does the World Need Securitization?*, Citigroup Global Markets, 12.12.2008.
- Dow Jones Indexes*, http://www.djaverages.com/Draft_Securitisation_Decree, The Brief, 16.09.2004.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2004/39/WE z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG, Dz. U. L 145 z 30.04.2004.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odno-

- szących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), Dz. U. L 302 z 17.11.2009.
- Dyrektiva Rady Europejskiej z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), 85/611/EWG, Dz. U. L 375 z 31.12.1985.
- Dziwiński P., *Forfeiting wierzytelności leasingowych*, Wyd. ATH, Bielsko Biała 2009.
- Edwards B., *Credit Management Handbook*, Ashgate Publishing Group, Burlington 2008.
- Electus S.A. podpisał umowę z IDEA TFI na obsługę funduszu sekurytyzacyjnego i zawiera kolejne umowy z ZOZ-ami, <http://media.electus.pl/pr/164933/electus-s-a-podpisał-umowe-z-idea-tfi-na-obsluge-funduszu-sekurytyzacyjnego-i-zawiera-kolejne-umowy-z-zoz-ami>.
- Elton E. J., Gruber M. J., *Nowoczesna teoria inwestowania*, WIG-Press, Warszawa 1998.
- Elton E. J., Gruber M. J., Blake Ch. R., *Survivorship bias and mutual fund performance*, "The Review of Financial Studies" 1996, Vol. 9, No. 4.
- EMEA Structured Finance Snapshot, Fitch Ratings, London, February 2010.
- EMEA Structured Finance Snapshot, Fitch Ratings, London, July 2010.
- Encyklopedia PWN, <http://encyklopedia.pwn.pl/haslo.php?id=3896625>.
- ESF Securitisation Data Report: Q4 2008, European Securitisation Forum, <http://www.european.securitisation.com/dynamic.aspx?id=194>.
- European Central Bank, "Monthly Bulletin" 2011, No. 1.
- European Statistics, European Fund and Asset Management Association, http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=75&Itemid=99.
- Fabozzi F. J., Choudhry M., *Handbook of European Structured Financial Products*, John Wiley & Sons, New Jersey 2004.
- Fabozzi F. J., Fuss R., Kaiser D. G., *Handbook of Commodity Investing*, John Wiley & Sons, New Jersey 2008.
- Fabozzi F. J., Kothari V., *Introduction to securitization*, John Wiley & Sons, New Jersey 2008.
- Faerber E. E., *All about Stocks: The Easy Way to Get Started*, 3rd Edition, McGraw-Hill Professional Publishing, New York 2007.
- Factoring. A co na to prawo?, „Gazeta Finansowa”, 10.08.2010.
- Fama E., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, "Journal of Finance" 1970, Vol. 25.
- Fama E., *The Behavior of Stock Market Prices*, "Journal of Business" 1965, Vol. 38.
- Ferri R. A., *All About Index Funds: A Guidebook to Investment Success*, McGraw-Hill Trade, New York 2007.
- Finansowanie rynku konsumenckiego: Raj utracony, „Nowoczesny Bank Spółdzielczy” 2010, nr 1.
- Fiszler J., *Nieco o podatku od czynności cywilnoprawnych*, „Gazeta Prawna”, 4.04.2005.
- Fiszler J., *Opodatkowanie obrotu wierzytelnościami – rozwiązanie wskazał WSA*, „Gazeta Prawna”, 17.07.2007.
- Formalne i praktyczne aspekty windykacji należności bankowych w Polsce, Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, Warszawa 2004.
- Francis J. C., *Inwestycje. Analiza i zarządzanie*, WIG-Press, Warszawa 2000.
- Frączkiewicz K., *Skup i sprzedaż wierzytelności przez banki*, Promotor, Warszawa 2008.
- Friend I., Brown F. E., Herman E. S., Vickers D., *A study of mutual funds*, Wharton School of Finance and Commerce, University of Pennsylvania, U. S. Government Printing Office, Washington 1964.
- Fuchita Y., Herring R. J., Litan R. E., *Prudent Lending Restored: Securitization After the Mortgage Meltdown*, Brookings Institution Press, Washington 2009.
- Fundusze inwestycyjne zamknięte, BPS TFI, <http://www.bpstfi.pl/index.php?p=news&kid=6&pkid=32>.
- Gabryelczyk K., *Alternatywne fundusze inwestycyjne*, [w:] A. Szelałowska (red.), *Współczesna bankowość inwestycyjna*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Gabryelczyk K., *Analiza aktywności funduszy inwestycyjnych na Giełdzie Papierów*

- Wartościowych w Warszawie w okresie od 1.01.1998 r. do 30.06.1999 r.*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2000.
- Gabryelczyk K., *Efekt przetrwania i wyniki inwestycyjne funduszy inwestycyjnych w Polsce*, [w:] W. Ronka-Chmielowiec, K. Jajuga (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu” 2005, t. 1.
- Gabryelczyk K., *Fundusze inwestycyjne*, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2008.
- Gabryelczyk K., *Tradycyjne fundusze inwestycyjne*, [w:] A. Szelągowska (red.), *Współczesna bankowość inwestycyjna*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Gabryelczyk K., *Wielkość polskich funduszy inwestycyjnych a napływ kapitału – analiza empiryczna*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2007, nr 455.
- 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. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.
- Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie finansowe, teoria i praktyka*, t. 1, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2000.
- Ganguin B., Bilardello J., *Standard and Poor's Fundamentals of Corporate Credit Analysis*, McGraw-Hill Professional Publishing, New York 2004.
- Gerber M., *How to Create and Manage a Mutual Fund or Exchange-Traded Fund: A Professional's Guide*, John Wiley & Sons, New Jersey 2008.
- Glogowski E., Munch M., *Nowe usługi finansowe*, PWN, Warszawa 1994.
- Goj J., *Narzędzia pomiaru i analizy ryzyka kredytowego*, „Bank” 2010, nr 9.
- Gostomski E., *Ocena oceny*, „Gazeta Bankowa” 2009, nr 1.
- Graham J. R., Harvey C. R., *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field*, „Journal of Financial Economics” 2001, Vol. 60, No. 1–2.
- Grinblatt M., Titman S., *Mutual fund performance: an analysis of quarterly portfolio holdings*, „The Journal of Business” 1989, Vol. 62, No. 3.
- Grobicki J., *Profesjonalna i skuteczna windykacja: Faktoring 2009*, „Bank” 2009, nr 2.
- Grzybowski S., *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, PWN, Warszawa 1974.
- Grzybowski W., Kozłowski E., Meluch B., *Warunki rozwoju budownictwa czynszowego w Polsce – rola sektora bankowego*, „Finansowanie Nieruchomości” 2007, nr 2.
- Gudkova S., *Sekurytyzacja należności kredytowych banków*, Wyd. Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2002.
- Gurgul H., *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- Haight G. T., Ross G., Morrell S. O., *How to Select Investment Managers and Evaluate Performance: A Guide for Pension Funds, Endowments, Foundations, and Trusts*, John Wiley & Sons, New Jersey 2008.
- Haugen R. A., *Teoria nowoczesnego inwestowania*, WIG-Press, Warszawa 1996.
- Hildebrand M., *Co warto wiedzieć, aby odzyskać dług, czyli... miękka windykacja*, „Bank” 2010, nr 11.
- Hiriyappa B., *Investment Management*, New Age International, New Delhi 2008.
- InfoDług. Ogólnopolski raport o zaległym zadłużeniu i klientach podwyższonego ryzyka*, BIG InfoMonitor, luty 2011.
- InfoDług. Ogólnopolski raport o zaległym zadłużeniu i klientach podwyższonego ryzyka*, BIG InfoMonitor, styczeń 2015.
- Interpretacja podatkowa Dyrektora Izby Skarbowej w Warszawie działającego w imieniu Ministra Finansów, sporządzona na wniosek banku z dnia 11 lutego 2010 r.*, Sygnatura: IPPP1-443-213/10-4/EK,

- inwestycyjny-fundusz-sekurytyzacyjny-zarządzanie-zwolnienia-podatkowe.html.
- Israelsen C. L., *A refinement to the Sharpe ratio and information ratio*, "Journal of Asset Management" 2005, Vol. 5, No. 6.
- Jajuga K. (red.), *Metody ekonometryczne i statystyczne w analizie rynku kapitałowego*, Wyd. Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2000.
- Jajuga K. (red.), *Zarządzanie ryzykiem*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2006.
- Jajuga K., Ronka-Chmielowiec W. (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu” 2003, nr 990.
- Janiak R., *Długami handlowanie*, „Bank” 2005, nr 9.
- Jaworski W. L., Zawadzka Z. (red.), *Bankowość. Podręcznik akademicki*, Poltext, Warszawa 2002.
- Jeleń A., *Zgoda inwestora na zawarcie przez generalnego wykonawcę umowy z podwykonawcą*, „Nieruchomości” 2010, nr 4.
- Jenkins P., *Securitisation Reinvented to Cut Costs*, "Financial Times", 5.07.2009.
- Jenkins P., Tett G., van Duy A., *A Formula to Fix*, "Financial Times", 7.07.2009.
- Jensen M. C., *The performance of mutual funds in the period 1945–1964*, "The Journal of Finance" 1968, Vol. 23, No. 2.
- Jewartowski T., Lizińska J., *Ograniczanie problemu niedoinwestowania poprzez wykorzystanie project finance i sekurytyzacji aktywów*, [w:] A. Bogus, M. Wypych (red.), *Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw w skali narodowej i europejskiej*, Difin, Warszawa 2007.
- Jeziolowicz N., *Sekurytyzacja wróci do łask?*, „Bank” 2008, nr 12.
- Jobst A. A., *Asset securitisation as a risk management and funding tool*, "Managerial Finance: Risk Management", ed. A. Krause, 2006, Vol. 32, No. 9.
- Jobst A. A., *The Basle Securitisation Framework Explained: The Regulatory Treatment of Asset Securitisation*, Center for Financial Studies, "Working Paper" 2004, No. 21.
- Jones Ch. J., Sharpe W. F., *Intelligent Portfolio: Practical Wisdom on Personal Investing from Financial Engines*, John Wiley & Sons, New Jersey 2008.
- Jóźwiak S., Wiśniewski P., *Europejski rynek sekurytyzacji*, „Bank” 2003, nr 5.
- Kalasińska M., *Konstruowanie portfela wierzytelności hipotecznych w procesie sekurytyzacji*, „Finansowanie Nieruchomości” 2006, nr 4/5.
- Kalasińska M., *Sekurytyzacja aktywów bankowych*, Związek Banków Polskich, Warszawa 2007.
- Karkowska R., *Kredytowe instrumenty pochodne – wyzwanie dla polskiego systemu finansowego*, „Studia i Materiały Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego” 2005, nr 1.
- Ketkar S., Ratha D. (red.), *Innovative Financing for Development*, World Bank Publications, Washington 2008.
- Kicia M., *Heurystyczny model DCF w ocenie ryzyka inwestycyjnego na rynku akcji*, [w:] B. Filipiak, M. Dylewski (red.), *Ryzyko w finansach i bankowości*, Polskie Stowarzyszenie Finansów i Bankowości, Difin, Warszawa 2010.
- Kicia M., *Strategia inwestycyjna oparta na modelu CAPM*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Strategie i instrumenty alokacji kapitału finansowego*, Wyd. UMCS, Lublin 2004.
- Kicia M., *Wykorzystanie informacji fundamentalnych w decyzjach inwestycyjnych*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy. Szanse i zagrożenia rozwoju*, t. 1: *Instrumenty i strategie rynku finansowego*, Wyd. UMCS, Lublin 2005.
- Kisielewska M., *Charakterystyka wybranych metod pomiaru efektywności bazujących na krzywych efektywności*, [w:] W. Ronka-Chmielowiec, K. Jajuga (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu” 2005, t. 1.
- Kochaniak K., *Efektywność finansowa banków giełdowych*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2010.

- Kon S. J., Jen F. C., *The investment performance of mutual funds: an empirical investigation of timing, selectivity and market efficiency*, "The Journal of Business" 1979, Vol. 52, No. 2.
- Kopeć D., *Gospodarka zwalnia, windykacja rośnie*, http://www.outsourcing.com.pl/12360,gospodarka_zwalnia_windykacja_rosnie.html.
- Korzak M., *Sekurytyzacja – regulacje w polskim systemie prawnym*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004, nr 3.
- Kosiński A., *Sekurytyzacja aktywów na świecie i w Polsce*, Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa 1997.
- Kothari V., *Securitization. The Financial Instrument of the Future*, John Wiley & Sons, New Jersey 2006.
- Kotowicz A., *Sytuacja banków w okresie styczeń – wrzesień 2010 r.*, UKNF, Warszawa 2010.
- Kowalski R., *Opodatkowanie. Obrót wierzytelnościami. Windykacja 2007*, Unimex, Wrocław 2007.
- Krajowy Rejestr Długów, *Kompleksowy Raport o Długach*, 9.03.2011, <http://www2.krd.pl/Centrum-prasowe/Raporty-KRD/Kompleksowy-Raport-o-Dlugach-luty-2011.aspx>.
- Krajowy Rejestr Długów, *Kompleksowy Raport o Długach nr 7*, 5.03.2010, http://www.krd.pl/Infoservice/Info_download_files/Kompleksowy_Raport_o_Dlugach_03_2010.pdf.
- Krawczyński J., Rey Ł., *Praktyk pomoże*, „Bank” 2006, nr 6.
- Kreczmańska-Gigol K., *Faktoring w świetle prawa cywilnego, podatkowego i bilansowego*, Difin, Warszawa 2006.
- Kreczmańska-Gigol K., *Faktoring w teorii i praktyce*, Wyd. Helion, Gliwice 2007.
- Kruk K., *Ewolucja rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce*, [w:] J. Czarecki, W. Misterka (red.), *Rynek finansowy. Instytucje i instrumenty*, Wyd. UMCS, Lublin 2008.
- Krupa D., *Zamknięte fundusze inwestycyjne*, CeDeWu, Warszawa 2008.
- Kruschwitz L., *Finansowanie i inwestycje*, CeDeWu, Warszawa 2007.
- Krysiak Z., Meluch B., *Wymogi dla transakcji sekurytyzacyjnych – oczekiwane podejście Unii Europejskiej i bariery prawne w Polsce*, „Finansowanie Nieruchomości” 2006, nr 6.
- Kucharski A., *Badanie efektywności wybranych funduszy inwestycyjnych w przededniu kryzysu*, [w:] P. Karpuś, J. Węćławski (red.), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Wyd. UMCS, Lublin 2009.
- Kucharski A., *Dynamika efektywności polskich funduszy otwartych inwestujących w akcje*, [w:] P. Karpuś, J. Węćławski (red.), *Rynek finansowy – nowe perspektywy*, „Annales UMCS” 2010, Sectio H, t. 44, z. 2.
- Kuropatwiński J., *Umowne rozporządzenie wierzytelnościami przyszłą*, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa „Dom Organizatora”, Toruń–Bydgoszcz 2007.
- Lachman C. L., *Exchange risk: a capital asset pricing model framework*, "Journal of Financial and Strategic Decisions" 1996, Vol. 9, No. 1.
- Lange O., *Ekonomia polityczna*, PWN, Warszawa 1978.
- Liskowska D., *Fundusze sekurytyzacyjne jako forma refinansowania wierzytelności*, [w:] K. Gabryelczyk (red.), *Nowe usługi finansowe*, CeDeWu, Warszawa 2006.
- Longchamps de Berier R., *Uzasadnienie projektu kodeksu zobowiązań*, t. 1, Wydawnictwo Urzędowe Komisji Kodyfikacyjnej, Warszawa 1936.
- Lucas D. J., Goodman L. S., Fabozzi F. J., *Collateralized Debt Obligation: Structures and Analysis*, 2nd Edition, John Wiley & Sons, New Jersey 2006.
- Lumpkin S., *Trends and Developments in Securitization*, "Financial Market Trends" 1999, Vol. 74.
- Lutz W., *Raje podatkowe nie tylko dla bogaczy*, Fijorr Publishing, Warszawa 2010.
- Magdziarz M., *Hit roku 2011?*, „Bank” 2011, nr 1.
- Majewski S., *Skłonność do ryzyka a efektywne zarządzanie portfelem na przykładzie otwartych funduszy inwestycyjnych akcji*, [w:] P. Karpuś, J. Węćławski (red.), *Przekształcenia rynku finansowego w Polsce*, t. 1: *Instytucje finansowe i mechanizmy ich funkcjonowania*, Wyd. UMCS, Lublin 2005.
- Malkiel B. G., *Efficient Market Hypothesis*, [w:] J. Eatwell, M. Milgate, P. Newman (eds.), *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Macmillan, London 1992.

- Malkiel B. G., *Returns from investing in equity mutual funds 1971 to 1991*, "The Journal of Finance" 1995, Vol. 40, No. 2.
- Małek M., *Pomiędzy teorią a praktyką*, „Bank” 2010, nr 11.
- Mamaysky H., Spiegel M., Zhang H., *Improved forecasting of mutual fund alphas and betas*, Yate International Center for Finance, "Working Paper Series" 2004, No. 4–23.
- Marcinkowska M., *Kręte ścieżki Bazylei... czyli standardy kapitałowe banków: wczoraj, dziś i jutro*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy – nowe perspektywy*, „Annales UMCS” 2010, Section H, t. 44, z. 2.
- Marcinkowska M., *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2007.
- Markowitz H. M., *Portfolio selection: efficient diversification of investments*, John Wiley & Sons, New York 1959.
- Masny M., *Co ze złymi długami?*, „Bank” 2009, nr 2.
- Matusiak M., *Długi na (kryzysowej) wadze*, „Bank” 2009, nr 2.
- Matusiak M., *Kosztowna windykacja*, „Gazeta Bankowa” 2006, nr 41 (937).
- Matusiak M., *Nie wystarczy wpasować się w kryzys*, „Bank” 2009, nr 2.
- Matusiak M., *Profesjonalna i skuteczna windykacja: Długi na(kryzysowej) wadze*, „Bank” 2009, nr 2.
- Matusiak M., *Sekurytyzacja ante portas*, „Bank” 2006, nr 6.
- Matusiak M., *Sekurytyzacja zmieni rynek*, „Bank” 2007, nr 4.
- Mazurek J., *Sekurytyzacja w Polsce*, „CEO – Magazyn Top Menedżerów” 2007, nr 2.
- Mazurek J., *Uzdrowienie przez sekurytyzację*, „CFO – Magazyn Finansistów”, 21.02.2007.
- Meluch B., *Sekurytyzacja przyszłych należności czynszowych – warunki prawno-organizacyjne*, „Finansowanie Nieruchomości” 2006, nr 7.
- Meluch B., *Warunki finansowania budownictwa w Polsce – wybrane elementy*, „Finansowanie Nieruchomości” 2009, nr 9.
- Mensah S., *The Essentials of an Efficient Market and Implications for Investors, Firms and Regulators*; UNECA Workshop on African Capital Markets Development, Johannesburg, 27–29 October 2003.
- Miakisz K., Czyżycki T., *Klasyczne i alternatywne miary ryzyka*, [w:] W. Kulpa (red.), *Matematyczne aspekty ekonomii. Ryzyko – reasekuracja – równowaga*, Wyd. Uniwersytetu Kardynała Stefana Wyszyńskiego, Warszawa 2008.
- Michalak J., *Analiza efektywności ekonomicznej gospodarowania*, [w:] M. Walczak (red.), *Analiza finansowa w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem*, Difin, Warszawa 2007.
- Michalski G., *Factoring i jego wpływ na wzrost wartości przedsiębiorstwa faktoranta*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy. Inspiracje z integracji europejskiej*, Wyd. UMCS, Lublin 2008.
- Mikita M., Petka W., *Rynki inwestycji alternatywnych*, Poltext, Warszawa 2009.
- Mikulec A., *Zastosowanie wskaźników rentowności portfela inwestycji do oceny działalności funduszy inwestycyjnych akcji*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004, nr 7.
- Minasowicz A., *Efektywność i zarządzanie finansami w budownictwie*, Biblioteka Menedżerów Budowlanych, Poltext, Warszawa 2009.
- Miziołek T., *Dwa oblicza rynku funduszy*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 1999, nr 1.
- Miziołek T., *Ocena efektywności inwestowania w fundusze powiernicze*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 1997, nr 11.
- 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 2008 roku*, Raport IZFiA, 15.02.2009.
- Miziołek T., *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce w 2009 roku*, Raport IZFiA, 16.02.2010.
- Miziołek T., *Rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce w 2010 roku*, Raport IZFiA, 17.02.2011.
- Mojak J., *Obrót wierzycielnościami*, Wyd. Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2004.
- Morrison A. D., Wilhelm W. J., *Investment Banking: Institutions, Politics and Law*, Oxford University Press, New York 2008.
- Mortgage Securities Product Overview*, Freddie Mac Brochure, Virginia, January 2008.
- MSCI Emerging Markets Index Definition*, MSCI, <http://www.msci.com/products/indices/tools/#EM>.

- Muralidhar A. S., *Risk-Adjusted Performance: The Correlation Correction*, "Financial Analysts Journal", September/October 2000, No. 56.
- Muralidhar A. S., *Why maximising information ratios is incorrect*, "Derivatives Use, Trading & Regulation" 2005, Vol. 11, No. 3.
- Navarro F., Cuatrecasas J. M., *Spanish Securitization. A pioneer spirit. Liberal regulation pays off*, "International Financial Law Review", March 2007.
- Nawrot W., *Exchange-Traded Funds (ETF). Nowe produkty na rynku funduszy inwestycyjnych*, CeDeWu, Warszawa 2007.
- Niedziółka P., *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2009.
- Nowa Dyrektywa o kredycie konsumenckim, jej wpływ na funkcjonowanie systemu wymiany informacji gospodarczej i funkcjonowanie baz danych o kredytobiorcach, Biuro Informacji Kredytowej, Warszawa, 24.01.2008.
- Nowak E., *Matematyka i statystyka finansowa*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1997.
- Nowakowski J., Niedziółka P., Mieloszyk J., *Portfel inwestycyjny banku. Konstrukcja i zarządzanie portfelem papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 2002.
- Odpowiedź podsekretarza stanu Arkadiusza Huzarka na interpelację nr 7017 w sprawie ustawy Prawo bankowe, Warszawa 28.03.2007, <http://www.gover.pl/k5/polsowie/szczegolyInterpelacji/posel/szadny-waldemar/interpelacja/interpelacja-w-sprawie-ustawy-prawo-bankowe>.
- OECD Economic Globalisation Indicators, OECD report, 2010.
- Ohanowicz A., *Zobowiązania. Zarys według kodeksu cywilnego. Część ogólna*, PWN, Warszawa-Poznań 1965.
- Osińska M., *Wpływ otwartych funduszy emerytalnych na rynek akcji w Polsce. Analiza zdarzeń*, [w:] H. Mamcarz (red.), *Rynki finansowe*, Wyd. UMCS, Lublin 2006.
- Ostaszewski J., Cicerko J., Kreczmańska-Gogol K., Russel P., *Finanse spółki akcyjnej*, wyd. 3, Difin, Warszawa 2009.
- Ostrowska E., Merchel A., *Fundusze inwestycyjne na rynku finansowym – stopy zwrotu i benchmarki*, [w:] W. Tarczyński (red.), *Rynek kapitałowy. Skuteczne inwestowanie*, cz. 1, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2002.
- Palica Z., *Wpływ opłat manipulacyjnych na wyniki funduszy inwestycyjnych w latach 1998–2005*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2007, nr 455.
- Papla D., *Czy polskie fundusze inwestycyjne osiągną ponadprzeciętne dochody?*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu” 2001, nr 890.
- Partnoy F., *How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers*, [w:] Y. Fuchita, R. E. Litan (eds.), *Financial gatekeepers. Can they protect investors?*, Brookings Institution Press and the Nomura Institute of Capital Markets Research, Tokyo, Washington 2006.
- Patterson J. G., Keppler K., Mapson R., *Benchmarking Basics: Looking for a Better Way*, "Course Technology Crisp" 1995, No. 9.
- Pawłowicz L., *Rynek kredytów hipotecznych w Polsce w warunkach globalnego kryzysu*, "Finansowanie Nieruchomości" 2009, nr 6.
- Perspektywy rozwoju sekurytyzacji w Polsce*, Materiały z konferencji zorganizowanej przez WIB i MSBiF, Warszawa 1999.
- Pięć lat Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami*, IZFiA, Warszawa 2009.
- Pochmara W., Zapata A., *Prawa uczestnika funduszu inwestycyjnego i sposób ich realizacji*, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa 2004.
- Podsumowanie roku 2010 oraz wyzwania i szanse bankowości w Polsce w 2011 r.*, NBP, Warszawa 2011.
- Pomykańska B., Pomykański P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Poselski projekt ustawy o sekurytyzacji – Druk nr 2080 z dnia 23 lipca 2003 r., [http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/%28\\$vAllByUnid%29/BB669F9BA47FB828C1256DBF002C3035/\\$file/2080.pdf](http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/%28$vAllByUnid%29/BB669F9BA47FB828C1256DBF002C3035/$file/2080.pdf).
- Potoczek P., *Sekurytyzacja*, [w:] K. Gabryelczyk (red.), *Inwestycje finansowe*, CeDeWu, Warszawa 2007.

- Półtorak B., *Sekurytyzacja kredytu hipotecznego na podstawie działalności banków hipotecznych*, CeDeWu, Warszawa 2007.
- Projekt Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady dotyczącej zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmieniającej dyrektywy 2004/39/WE i 2009/.../WE z dnia 30.04.2009, {SEC(2009)576} i {SEC(2009)577}.
- Projekt Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady zmieniającego rozporządzenie (WE) nr 1060/2009 w sprawie agencji ratingowych, {COM(2010) 289 wersja ostateczna} {SEC(2010) 678}.
- Przegląd miesięczny*, DI BRE Banku S.A., wrzesień 2010.
- Przewodnik po profesjonalnej windykacji wierzytelności masowych*, Konferencja Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce, Gdańsk 2008.
- Pyka I. (red.), *Przestanki i formy sekurytyzacji aktywów podmiotów gospodarczych*, Wyd. Akademii Ekonomicznej im. K. Adamieckiego, Katowice 2003.
- Pyka I. (red.), *Rynek finansowy*, Wyd. Akademii Ekonomicznej im. K. Adamieckiego, Katowice 2010.
- Pyka I., *Rynek transakcji sekurytyzacyjnych w bankach – analiza porównawcza*, [w:] M. Marcinkowska, S. Wieteska (red.), *Harmonizacja bankowości i ubezpieczeń w skali narodowej i europejskiej*, Difin, Warszawa 2007.
- Pyka I., Cichorska J., *Działalność banków na rynku papierów wartościowych w Polsce*, Wyd. Akademii Ekonomicznej im. K. Adamieckiego, Katowice 2005.
- Rachev S. T., Stoyanov S. V., Fabozzi F. J., *Advanced Stochastic Models, Risk Assessment, and Portfolio Optimization: The Ideal Risk, Uncertainty, and Performance Measures*, John Wiley & Sons, New Jersey 2008.
- Raczko A., *Potrzebna szersza współpraca*, „Parkiet”, 3.02.2011.
- Raczkowska A., *Sekurytyzacja wierzytelności bankowych*, Wyd. Konieczny i Kruszewski, Warszawa 2001.
- Radwański Z., *Prawo zobowiązań*, PWN, Warszawa 1986.
- Ranieri L. S., *The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential*, [w:] M. Kendall, M. J. Fishman (eds.), *A primer on securitization*, The MIT Press, Massachusetts Institute of Technology, Massachusetts 1996.
- Raport o sytuacji banków w 2008 roku*, UKNF, Warszawa 2009.
- Raport o sytuacji banków w 2009 roku*, UKNF, Warszawa 2010.
- Raport o sytuacji banków w 2010 roku*, UKNF, Warszawa 2011.
- Raport o sytuacji banków w 2014 roku*, UKNF, Warszawa 2015.
- Raport z prac Grupy ds. sekurytyzacji wierzytelności bankowych*, UKNF, Warszawa 2013.
- Rasiewicz J., Skuza D., *Postępowanie sądowe*, [w:] D. Skuza, R. Waszkiewicz, J. Siński, T. Konopka, J. Rasiewicz (red.), *Jak odzyskiwać długi – rewindykacja*, Grupa Wydawnicza INFOR, Warszawa 2003.
- Reda Z., *Więcej osób ma problem ze spłatą kredytu*, „Rzeczpospolita”, 27.04.2011.
- Rekomendacje dotyczące niezbędnych działań dla poprawy sytuacji w obszarze budownictwa mieszkaniowego*, Związek Banków Polskich, Komitet ds. Finansowania Nieruchomości, styczeń 2010.
- Reksa Ł., *Sekurytyzacja wierzytelności na rynkach międzynarodowych*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 2.
- Reksa Ł., *Szufłady sekurytyzacji*, „Gazeta Bankowa” 2004, nr 1 (793).
- Reilly E. K., Brown K. C., *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, cz. I, Polskie Wyd. Ekonomiczne, Warszawa 2001.
- Report finds trends in alternative financing*, “Global Trade Review News”, 15.06.2010.
- Roberts H., *Statistical versus Clinical Prediction of the Stock Market*, Center for Research in Security Prices, University of Chicago, Chicago 1967.
- Rogowski W., *Zarządzanie ryzykiem – kompetencja współczesnego menedżera*, „Europejski Doradca Samorządowy” 2009, Vol 11, No. 4.
- Rokicka I., *Komentarz specjalny – KRUK S.A. Zyskowe długi*, Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A., 15.04.2011.
- Rosik P., *Ani rusz bez funduszu sekurytyzacyjnego*, „Parkiet”, 31.01.2011.
- Roter A., *Diagnoza zadłużenia Polaków i jego konsekwencji w badaniach koniunktury*,

- Centrum Informacji Społecznej, Warszawa 2010.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z 24 grudnia 2007 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych, Dz. U. nr 249, poz. 1859.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z 16 grudnia 2008 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków, Dz. U. nr 235, poz. 1589, z późn. zm.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1060/2009 z dnia 16 września 2009 r. w sprawie agencji ratingowych, Dz. U. L 302 z 17.11.2009.
- Rutkowska-Ziarko A., *Budowa portfela efektywnego złożonego z jednostek uczestnictwa funduszy powierniczych*, Wyd. ART, Olsztyn 1999.
- Rynek zarządzania wierzytelnościami w Polsce oraz perspektywy jego rozwoju do 2014 roku*, IBnGR, Warszawa 2010.
- Rytwińska M., *Przelew wierzytelności na zabezpieczenie*, Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Warszawa 2007.
- S-Collect wśród funduszy inwestycyjnych*, <http://biznes.interia.pl/wiadomosci-dnia/news/s-collect-wsrod-funduszy-inwestycyjnych,627494>.
- Samuelson P., *Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly*, "Industrial Management Review" 1965, No. 6.
- Sarnowski K., *Wykorzystanie indeksów Jenseña, Treynora i Sharpe'a do klasyfikowania funduszy inwestycyjnych*, [w:] W. Tarczyński (red.), *Rynek kapitałowy. Skuteczne inwestowanie*, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2002.
- Securitisatio in Luxembourg*, RSM Henri Griesius & Associates, March 2010.
- Securitization markets in Italy*, <http://www.vinodkothari.com/secitaly.htm>.
- Sekuła P., *Empiryczny test linii rynku kapitałowego*, [w:] H. Mamcarz (red.), *Rynki finansowe*, Wyd. UMCS, Lublin 2006.
- Securytyzacja w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym*, Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, Warszawa 2007.
- Securytyzacja wierzytelności*, [w:] *Internetowa encyklopedia prawa*, <http://www.skarbiec.biz/haslo/309/>.
- Sharpe W. F., *Mutual fund performance*, "The Journal of Business" 1966, Vol. 39, No. 1, Issue 2.
- Sharpe W. F., Alexander G. J., Bailey J. V., *Investments*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs 1995.
- Shiller R. J., *Subprime Solution: How today's global financial crisis happened, and what to do about it*, Princeton University Press, New Jersey 2012.
- Siemińska E., *Ryzyko inwestowania i finansowania na rynku nieruchomości w kontekście etyki i społecznej odpowiedzialności*, Wyd. Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2013.
- Sikora D., Kulczycki A., *Efektywność oddziału banku detalicznego jako czynnik przewagi konkurencyjnej*, CeDeWu, Warszawa 2008.
- Sikora T., *Analiza wyników funduszy inwestycyjnych w Polsce z wykorzystaniem wnioskowania bayesowskiego*, NBP, „Materiały i Studia” 2010, nr 248.
- Siwek K., *Tańsze źródło pozyskania kapitału*, „Parkiet”, 18.02.2004.
- Siwek K., *Wysyp funduszy sekurytyzacyjnych*, „Parkiet”, 31.05.2005.
- Skubiszewski M., *Fundusze nieruchomości na świecie*, „Finansowanie Nieruchomości” 2006, nr 6.
- “Smart” securitization, “Financial Times”, 5.05.2009.
- Smolarek B., *Sekurytyzacyjna umowa subpartycypacyjna*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2009, nr 8.
- Sobolewski P., Tymoczko D. (red.), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 r.*, Raport NBP, Warszawa 2010.
- Sprawozdanie finansowe Allianz Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2009, nr 1133; 2010, nr 1822.
- Sprawozdanie finansowe Allianz-Euler Hermes Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2008, nr 1754.
- Sprawozdanie finansowe Best I Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2007, nr 1200; 2008, nr 1883; 2009, nr 2133; 2010, nr 1579.

- Sprawozdanie finansowe Best II Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2009, nr 1170; 2010, nr 1130.
- Sprawozdanie finansowe Bison Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2007, nr 1549; 2008, nr 1884; 2009, nr 2133; 2010, nr 1585.
- Sprawozdanie finansowe Corpus Iuris Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2009, nr 2428; 2010, nr 2119.
- Sprawozdanie finansowe Debito Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2010, nr 1585.
- Sprawozdanie finansowe EGB Podstawowy Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2008, nr 0176; 2009, nr 0087 i 1641; 2010, nr 1385.
- Sprawozdanie finansowe Electus Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2009, nr 2397; 2010, nr 1864.
- Sprawozdanie finansowe Fincrea 1 Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny*, „Monitor Polski B” 2010, nr 0872 i 1959.
- Sprawozdanie finansowe GE Debt Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny*, „Monitor Polski B” 2007, nr 1744; 2008, nr 1706.
- Sprawozdanie finansowe GPM Vindexus Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2008, nr 0866; 2009, nr 2398; 2010, nr 1864.
- Sprawozdanie finansowe Intrum Justitia Debt Fund 1 Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny*, „Monitor Polski B” 2007, nr 1225; 2008, nr 1083; 2009, nr 1186.
- Sprawozdanie finansowe P.R.E.S.C.O. Investments I Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2009, nr 2135.
- Sprawozdanie finansowe Plejada Wierzytelności 1 Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny*, „Monitor Polski B” 2010, nr 713.
- Sprawozdanie finansowe ProCollect Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2008, nr 1885.
- Sprawozdanie finansowe Prokulus Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2008, nr 1883; 2009, nr 2135; 2010, nr 1578.
- Sprawozdanie finansowe Prokura Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2006, nr 0864; 2007, nr 1548; 2008, nr 1883; 2009, nr 2135; 2010, nr 1578.
- Sprawozdanie finansowe S-Collect Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny*, „Monitor Polski B” 2006, nr 0839; 2008, nr 1882; 2009, nr 2134; 2010, nr 1581.
- Sprawozdanie finansowe Sekura Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2008, nr 1883.
- Sprawozdanie finansowe Ultimo Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny*, „Monitor Polski B” 2007, nr 2135.
- Sprawozdanie finansowe Ultimo Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2008, nr 1655; 2009, nr 2133; 2010, nr 1581.
- Sprawozdanie finansowe VPF I Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2008, nr 1882; 2009, nr 2131; 2010, nr 1582.
- Sprawozdanie finansowe VPF II Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B”, 2010 nr 1582.
- Sprawozdanie finansowe VPF III Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty*, „Monitor Polski B” 2009, nr 2132; 2010, nr 1582.
- Stan i prognoza koniunktury gospodarczej*, „Kwartalne prognozy makroekonomiczne”, IBnGR 2011, nr 69.
- Stankiewicz M., *Ocena efektywności portfela na przykładzie wybranych funduszy inwestycyjnych*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Prace z problematyki rynku kapitałowego i ekonomiki jakości*, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2005.

- Stańko S., *Okiem praktyka*, „Bank” 2007, nr 4.
- Starkowski M. T., *Zarządzanie ryzykiem i skuteczna windykacja: Zarządzanie wierzytelnościami nie znaczy tylko je ściągać*, „Bank” 2009, nr 9.
- Starobrat M., *Efektywność silna Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1999–2004*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004, nr 8.
- Stech G., *Sekurytyzacja – szanse dla polskich finansów*, „CFO – Magazyn Finansistów”, 21.09.2006.
- Stola E., *Efektywność banków komercyjnych a ograniczenia działalności kredytowej*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy – nowe perspektywy*, „Annales UMCS” 2010, Sectio H, t. 44, z. 2.
- Stone Ch. A., Zissu A., *The securitization Market Handbook. Structure and Dynamics of Mortgage – and Asset-Backed Securities*, 2nd Edition, John Wiley & Sons, New Jersey 2012.
- Styn I., *Korzyści z sekurytyzacji pozabilansowej*, „Rynek Terminowy” 2001, nr 4.
- System Bankowy Rejestr*, Informator Związku Banków Polskich, Warszawa 2010.
- Szablowska E., *Niestandardyzowane fundusze sekurytyzacyjne*, [w:] M. Dylewski (red.), *Ryzyko w finansach i bankowości w warunkach kryzysu gospodarczego*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu” 2010, nr 29.
- Szablowska E., *Podejście nadzorczo-regulacyjne krajów europejskich do technik sekurytyzacyjnych*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Zarządzania i Finansów we Wrocławiu. Finanse i Rachunkowość. Seminarium doktorantów”, red. D. Korenik, 2009, nr 29.
- Szablowska E., *Polski rynek wierzytelności*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy – nowe perspektywy*, „Annales UMCS” 2010, Sectio H, t. 44, z. 2.
- Szablowska E., *Sekurytyzacja a rozprzestrzenianie się kryzysu kredytów subprime*, [w:] J. Czech-Rogosz, J. Pietrucha, R. Żelazny (red.), *Koniunktura gospodarcza. Od banki internetowej do kryzysu subprime*, C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Szablowska E., *Sekurytyzacja przyszłościową formą finansowania przedsiębiorstw*, [w:] B. Filipiak, B. Mikołajczyk (red.), *Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych*, Difin, Warszawa 2009.
- Szablowska E., Marcinkowska M., *Rola agencji ratingowych w procesie sekurytyzacji*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Wyd. UMCS, Lublin 2009.
- Szczepankowski P. J., *Nowoczesne instrumenty zarządzania aktywami: faktoring, sekurytyzacja aktywów i leasing*, Wyd. Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania, Warszawa 1998.
- Szelągowska A., *Upadłość Lehman Brothers Holding Inc. jako punkt zwrotny we współczesnej bankowości inwestycyjnej*, [w:] A. Szelągowska (red.), *Współczesna bankowość inwestycyjna*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Szopa A., *Między ryzykiem a stopą zwrotu. Nowe instrumenty finansowe*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Wyd. UMCS, Lublin 2009.
- Śladowski P., Panfil M., *Skuteczne i sprawne dochodzenie należności na drodze prawnej*, www.e-prawnik.pl/biznes/windykacja-nalezności/przebieg-postepowania/artykuly/skuteczne-i-sprawne-dochodzenie-nalezności-na-drodze-prawnej.html.
- Śmiech S., *Dynamiczna ocena efektywności portfeli wybranych funduszy inwestycyjnych*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2010, nr 117.
- Świeca J., *Windykacja. Aspekty cywilnoprawne i karnoprawne*, C. H. Beck, Warszawa 2010.
- Świerk J., *Rola benchmarkingu w doskonaleniu przedsiębiorstwa*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy – nowe perspektywy*, „Annales UMCS” 2010, Sectio H, t. 44, z. 2.
- Tarasewicz H., *Dłużnikom coraz trudniej*, „Bank” 2010, nr 7.
- Thlon M., *Proces sekurytyzacji aktywów w kontekście kryzysu na rynku kredytów subprime*, „e-Finanse” 2009, nr 2.
- Treynor J. L., *How to rate management of investment funds*, “Harvard Business Review” 1965, Vol. 43.

- Trzaskalik T., *Metody wielokryterialne na polskim rynku finansowym*, Polskie Wyd. Ekonomiczne, Warszawa 2006.
- Uchwała nr 76/2010 KNF z dnia 10 marca 2010 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka. Załącznik nr 18 – Obliczanie kwot ekspozycji ważonych ryzykiem w przypadku sekurytyzacji aktywów, Dz. Urz. KNF, 2010, nr 2, poz. 11 (ostatnie zmiany wprowadzone uchwałą nr 307/2012 KNF z dnia 20 listopada 2012 r.).
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Dz. U., nr 16, poz. 93, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego, Dz. U., nr 43, poz. 296, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 16 września 1982 r. Prawo spółdzielcze, Dz. U., nr 30, poz. 210, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych, Dz. U., nr 80, poz. 350, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, Dz. U., nr 21, poz. 86, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz. U., nr 121, poz. 591, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 22 grudnia 1995 r. o wydawaniu „Monitora Sądowego i Gospodarczego”, Dz. U., nr 139, poz. 1569, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o komornikach sądowych i egzekucji, Dz. U., nr 133, poz. 882, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, Dz. U., nr 140, poz. 939, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 1 kwietnia 2004 r. o zmianie ustawy – Prawo bankowe oraz o zmianie innych ustaw, Dz. U., nr 91, poz. 870, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U., nr 146, poz. 1546, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz. U., nr 183, poz. 1538, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz. U., nr 184, poz. 1539, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy – Prawo bankowe oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz. U., nr 231, poz. 1546, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 9 kwietnia 2010 r. o udostępnianiu informacji gospodarczych i wymianie danych gospodarczych, Dz. U., nr 81, poz. 530, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 25 czerwca 2010 r. o zmianie ustawy – Prawo bankowe, ustawy o działalności ubezpieczeniowej, ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz. U., nr 126, poz. 853.
- Ustawa z dnia 16 września 2011 r. o redukcji niektórych obowiązków obywateli i przedsiębiorców, Dz. U., nr 232, poz. 1378.
- Wajda P., *Ryzyko rynku kapitałowego jako istotne wyzwanie dla prawodawcy*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2010, nr 3.
- Waszkiewicz A., *Sekurytyzacja w Polsce – trudna droga do sukcesu*, „Biuletyn POU – Zarządzanie Zmianami” 2008, nr 2 (14).
- Weiss K. D., *Building an Import/Export Business*, 4th Edition, John Wiley & Sons, New Jersey 2008.
- Wieczorkiewicz R., *Coface nie spodziewa się zmniejszenia udziału trudnych należności*, www.portalspozywczy.pl/finanse/wiadomosci/coface-nie-spodziewa-sie-zmniejszenia-udzialu-trudnych-naleznosci,30325.html.
- Wieczorkiewicz R., *Lepiej zapobiegać niż leczyć*, „Rynek Spożywczy” 2009, nr 11.
- Więctaw E., *Dłużników szybko przybywa na rynku*, „Parkiet”, 23.07.2010.
- Wnuk-Pel T., Gajewski R., *Nowoczesne metody analizy dokonania przedsiębiorstwa*, [w:] M. Walczak (red.), *Analiza finansowa w zarządzaniu współczesnym przedsiębiorstwem*, Difin, Warszawa 2007.
- Wolter A., Ignatowicz J., Stefaniuk K., *Prawo cywilne. Zarys części ogólnej*, LexisNexis, Warszawa 2001.
- Woś M., *Prognozowanie stóp zwrotu funduszy inwestycyjnych*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2002, nr 5.
- Wrzeński M., *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2008.

- Wypych M., *Analiza finansowa funduszu inwestycyjnego – aspekty efektywnościowe*, [w:] P. Karpuś, J. Węćławski (red.), *Rynek finansowy. Inspiracje z integracji europejskiej*, Wyd. UMCS, Lublin 2008.
- Wypych M., *Finanse i instrumenty finansowe*, wyd. 4, Społeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania, Łódź 2001.
- Wypych M., *Instytucje sektora finansowego w warunkach spowolnienia gospodarczego – aspekty efektywnościowe*, [w:] P. Karpuś, J. Węćławski (red.), *Rynek finansowy – nowe perspektywy*, „Annales UMCS” 2010, Sectio H, t. 44, z. 2.
- Wypych M., *Relacje między funduszem inwestycyjnym a towarzystwem funduszy inwestycyjnych – aspekty finansowe i efektywnościowe*, [w:] A. Bogus, M. Wypych (red.), *Harmonizacja rynków finansowych i finansów przedsiębiorstw w skali narodowej i europejskiej*, Difin, Warszawa 2007.
- Wypych M., *Wpływ kapitału zagranicznego na rozwój rynku funduszy inwestycyjnych*, [w:] P. Karpuś, J. Węćławski (red.), *Rynek finansowy. Szanse i zagrożenia rozwoju. Instrumenty i strategie rynku finansowego*, t. 1, Wyd. UMCS, Lublin 2005.
- Zawadzka D., *Rynkowe indeksy ryzyka wzajemnych rozliczeń pieniężnych przedsiębiorstw*, [w:] P. Karpuś, J. Węćławski (red.), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Wyd. UMCS, Lublin 2009.
- Ziarko-Siwek U., *Efektywność informacyjna rynku finansowego w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2005.
- Ziarko-Siwek U., *Instytucje factoringowe*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Pośrednictwo finansowe w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Ziarko-Siwek U., *Reakcje rynkowych stóp procentowych w świetle efektywności informacyjnej rynku finansowego*, [w:] J. Czekaj (red.), *Nauki finansowe wobec współczesnych problemów gospodarki polskiej*, t. 4: *Rynki finansowe*, Wyd. Akademii Ekonomicznej, Kraków 2004.
- Zieliński T., *Ryzyko na rynku finansowym*, [w:] I. Pyka (red.), *Rynek finansowy*, Wyd. Akademii Ekonomicznej im. K. Adamieckiego, Katowice 2010.
- Zoll F., *Zobowiązania w zarysie*, Gebethner i Wolff, Warszawa 1948.
- Zombirt J., *By sekurytyzacja była możliwa*, cz. 1, „Bank” 2002, nr 5.
- Zombirt J., *Czy stosować sekurytyzację jako alternatywne źródło finansowania*, „Rynek Terminowy” 2001, nr 4 (14).
- Zombirt J., *Nowa Umowa Kapitałowa. Ewolucja czy rewolucja*, CeDeWu, Warszawa 2007.
- Zombirt J., *Perspektywy rozwoju sekurytyzacji wiarygodności bankowych w Polsce w najbliższych kilku latach*, [w:] *Biznes i ryzyko na rynku consumer finance w Polsce*, Raport IBnGR sporządzony dla Konferencji Przedsiębiorstw Finansowych w Polsce, CeDeWu, Warszawa 2006.
- Zombirt J., *Sekurytyzacja w świetle bankowych regulacji europejskich*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2002.
- Zygmunt J., *Efektywność ekonomiczna przedsiębiorstwa w aspekcie zachodzących w nim procesów inwestycyjnych*, [w:] W. Pluta (red.), *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu” 2006, nr 1109.
- Żarnowski J., *Możliwości wykorzystania wskaźnika PE w pasywnych strategiach indeksowych na rynku akcji polskich*, [w:] D. Zarzeczki (red.), *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, t. 1, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Szczecin 2006.

Strony internetowe:

www.bankier.pl
 www.bip.ms.gov.pl
 www.bloomberg.com
 www.coface.pl
 www.egb.pl
 www.factoring.pl

www.fanniema.com/
 www.fitchratings.com
 www.forbes.pl
 www.ft.com
 www.ginniema.com/
 www.gpw.pl

www.inwestycjealternatywne.pl
www.izfa.pl/
www.knf.gov.pl/
www.kpf.pl
www.krd.pl
www.mg.gov.pl/
www.nbp.pl/

www.notowania.pb.pl/
www.parkiet.com
www.prnews.pl
www.skok.pl
www.biznes.pwn.pl
www.tfibest.com.pl/

Spis schematów

Schemat 1.	Rodzaje wierzytelności	15
Schemat 2.	Przykładowy proces zarządzania wierzytelnościami	26
Schemat 3.	Proces zakupu wierzytelności	45
Schemat 4.	Usługi świadczone w ramach funkcji finansowej i zabezpieczającej faktoringu	47
Schemat 5.	Transakcja sekurytyzacyjna	73
Schemat 6.	Konstrukcja sekurytyzacji tradycyjnej	88
Schemat 7.	Struktura sekurytyzacji syntetycznej	91
Schemat 8.	Schemat struktury <i>pass-through</i>	101
Schemat 9.	Schemat struktury <i>pay-through</i>	102
Schemat 10.	Proces przyznania oceny ratingowej	106
Schemat 11.	Podejście agencji ratingowej do transakcji sekurytyzacyjnej	107
Schemat 12.	Rodzaje funduszy inwestycyjnych według kryterium konstrukcji funduszu	127
Schemat 13.	Organizacja funduszu sekurytyzacyjnego	132
Schemat 14.	Rodzaje certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez zamknięte fundusze inwestycyjne	135
Schemat 15.	Rodzaje sekurytyzacyjnych funduszy inwestycyjnych	138
Schemat 16.	Rodzaje funduszy inwestycyjnych zamkniętych ze względu na sposób funkcjonowania	143
Schemat 17.	Oczekiwana stopa zwrotu a ryzyko na rynku kapitałowym	182
Schemat 18.	Ryzyko specyficzne i systematyczne portfela	183
Schemat 19.	Rodzaje indeksów konstruowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych	188
Schemat 20.	Graficzna prezentacja wskaźnika Sharpe'a	203
Schemat 21.	Graficzna prezentacja wskaźnika Treynora	205
Schemat 22.	Graficzna prezentacja wskaźnika alfa Jensena	206
Schemat 23.	Graficzna prezentacja wskaźnika alfa Sharpe'a	208
Schemat 24.	Graficzna prezentacja wskaźnika M^2	209

Spis wykresów

Wykres 1. Liczba dłużników wpisanych do Krajowego Rejestru Długów w latach 2003–2010	40
Wykres 2. Struktura rynku wierzytelności w Polsce (luty 2010)	55
Wykres 3. Wielkość rynku usług windykacyjnych w Polsce w latach 2006–2014 (w mld zł)	56
Wykres 4. Struktura segmentowa polskiego rynku zarządzania wierzytelnościami w latach 2006 i 2009	57
Wykres 5. Struktura segmentowa rynków inkasa i zakupu wierzytelności w Polsce w 2009 r.	58
Wykres 6. Struktura rynku zarządzania wierzytelnościami w 2013 r. wg wartości nominalnej spraw (w mln zł)	59
Wykres 7. Motywy zadłużania się Polaków (w %)	60
Wykres 8. Obsługa zadłużenia gospodarstw domowych w Polsce (w %)	61
Wykres 9. Struktura zadłużenia gospodarstw domowych w Polsce wg wartości zobowiązań (w %)	61
Wykres 10. Odsetek należności nieuregulowanych w portfelach polskich przedsiębiorstw (w %)	62
Wykres 11. Udział w portfelu należności zagrożonych i przeterminowanych (w %)	62
Wykres 12. Struktura należności przeterminowanych na rynku polskim (marzec 2011)	63
Wykres 13. Przeshkody rozwoju rynku wtórnego obrotu wierzytelnościami (wg liczby banków wskazujących daną przeszkodę)	65
Wykres 14. Struktura europejskich emisji sekurytyzacyjnych w 2007 r.	78
Wykres 15. Struktura europejskich emisji sekurytyzacyjnych w 2013 r.	79
Wykres 16. Bariery stosowania sekurytyzacji przez banki w Polsce w 2007 r.	120

Wykres 17. Aktywa instytucji finansowych w Polsce w latach 2001–2014 (w mld zł)	125
Wykres 18. Udział funduszy sekurytyzacyjnych w rynku funduszy inwestycyjnych zamkniętych w latach 2005–2014	147
Wykres 19. Struktura europejskiego rynku funduszy sekurytyzacyjnych (liczba funduszy sekurytyzacyjnych w I półroczu 2014 r.)	163
Wykres 20. Wartość aktywów netto europejskich funduszy sekurytyzacyjnych w mln euro (I poł. 2014 r.)	164
Wykres 21. Poziom indeksu WIG-BANKI w latach 2005–2010	230
Wykres 22. Udział poszczególnych branż w kapitalizacji giełdowej	231
Wykres 23. Kwartalne stopy zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych osiągających najlepsze wyniki	241
Wykres 24. Kwartalne stopy zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych osiągających najgorsze wyniki	241
Wykres 25. Kwartalne stopy zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych osiągających średnie wyniki	242
Wykres 26. Stopy zwrotu indeksu WIG-BANKI i indeksu funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2006–2010	256
Wykres 27. Zainteresowanie banków w Polsce różnymi formami organizacyjnymi SPV	276
Wykres 28. Współczynnik wypłacalności w sektorze bankowym w latach 2006–2014	278

Spis tabel

Tabela 1. Różnice w funkcjonowaniu firm obsługujących rynek wierzycelności masowych oraz firm działających na rynku wierzycelności gospodarczych	21
Tabela 2. Zdarzenia u kontrahenta a informacja z monitoringu	33
Tabela 3. Zakres informacji dostarczanych w ramach monitoringu niepełnego i pełnego	34
Tabela 4. Czas trwania (w miesiącach) spraw gospodarczych w sądach rejonowych	42
Tabela 5. Różnice między faktoringiem a forfaitingiem	53
Tabela 6. Sposoby organizowania transz papierów wartościowych w sekurytyzacji	89
Tabela 7. Skale ocen ratingowych	104
Tabela 8. Różnice między funduszami inwestycyjnymi zamkniętymi i otwartymi	130
Tabela 9. Wartość aktywów netto (w tys. zł) oraz udział (w %) poszczególnych rodzajów funduszy inwestycyjnych w rynku funduszy inwestycyjnych w latach 2005–2014	146
Tabela 10. Liczba funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2015 (stan na koniec okresu)	158
Tabela 11. Fundusze sekurytyzacyjne w Polsce i ich aktywa netto (w zł) na dzień 31 października 2014 r.	160
Tabela 12. Aktywa netto poszczególnych funduszy inwestycyjnych (w mln zł) i ich udział w rynku (w %)	163
Tabela 13. Wyniki funduszy sekurytyzacyjnych	164
Tabela 14. Rodzaje ryzyka inwestycyjnego dotyczące funduszu inwestycyjnego i jego uczestników	180
Tabela 15. Wzorce odniesienia dla rynków funduszy inwestycyjnych	191
Tabela 16. Informacje dotyczące uzyskania licencji, rejestracji i rozpoczęcia działalności przez fundusze sekurytyzacyjne działające w Polsce	222

Tabela 17. Częstotliwość wyceny ustalona przez fundusze sekurytyzacyjne	224
Tabela 18. Deklarowana polityka inwestycyjna funduszy sekurytyzacyjnych	225
Tabela 19. Wartość wierzytelności funduszy sekurytyzacyjnych wg wyceny na dzień bilansowy w latach 2005–2012 (w tys. zł)	229
Tabela 20. Skład indeksu WIG-BANKI na dzień 12 listopada 2014 r.	232
Tabela 21. Liczba funduszy sekurytyzacyjnych na rynku polskim a liczba funduszy uczestniczących w badaniu 2006–2010 (stan na 31 grudnia)	233
Tabela 22. Wartości miar odniesienia dla funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2006–2010	236
Tabela 23. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu Kredyt Inkaso I NS FIZ w latach 2007–2010	236
Tabela 24. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu BEST I NS FIZ w latach 2006–2010	236
Tabela 25. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu BEST II NS FIZ w latach 2008–2010	237
Tabela 26. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu Bison NS FIZ w latach 2007–2010	237
Tabela 27. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu Debito NS FIZ w latach 2008–2010	237
Tabela 28. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu Electus NS FIZ w latach 2008–2010	237
Tabela 29. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu GPM Vindexus NS FIZ w latach 2008–2010	237
Tabela 30. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu Intrum Justitia Debt Fund 1 FIZ NFS w latach 2006–2010	238
Tabela 31. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu Plejada Wierzytelności 1 FIZ NFS w roku 2008	238
Tabela 32. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu Prokulus NS FIZ w latach 2007–2010	238
Tabela 33. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu Prokura NS FIZ w latach 2006–2010	238
Tabela 34. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu S-Collect FIZ NFS w latach 2006–2007	239
Tabela 35. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu Ultimo NS FIZ w latach 2007–2010	239
Tabela 36. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu VPF I NS FIZ w latach 2007–2010	239

Tabela 37. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu VPF II NS FIZ w latach 2009–2010	239
Tabela 38. Podstawowe wskaźniki, miary ryzyka i miary efektywności funduszu VPF III NS FIZ w latach 2008–2010	239
Tabela 39. Stopy zwrotu funduszy sekurytyzacyjnych od początku działalności do dnia ostatniej wyceny	242
Tabela 40. Miary statystyczne wyników i podstawowych wskaźników funduszy sekurytyzacyjnych oraz ich wzorca odniesienia w badanym okresie	244
Tabela 41. Miary statystyczne wskaźników efektywności funduszy sekurytyzacyjnych oraz ich wzorca odniesienia w badanym okresie	244
Tabela 42. Miary efektywności funduszy sekurytyzacyjnych a benchmark (lata 2006–2010)	245
Tabela 43. Liczba efektywnych funduszy sekurytyzacyjnych w zależności od przyjętej miary efektywności	248
Tabela 44. Ranking funduszy sekurytyzacyjnych w 2008 r. na podstawie stopy zwrotu i miar efektywności skorygowanych o ryzyko	249
Tabela 45. Wartość aktywów netto (WAN) funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2006–2010 (w tys. zł) i ich udział w sumie aktywów netto wszystkich badanych funduszy sekurytyzacyjnych (w %)	251
Tabela 46. Miary efektywności funduszy sekurytyzacyjnych a benchmark funduszy sekurytyzacyjnych (lata 2006–2010)	252
Tabela 47. Przychody z lokat (brutto) funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2012 (w tys. zł)	257
Tabela 48. Przychody z lokat (netto) funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2012 (w tys. zł)	258
Tabela 49. Koszty funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2012 (w tys. zł)	259
Tabela 50. Koszty wynagrodzenia dla TFI ponoszone przez fundusze sekurytyzacyjne w latach 2005–2012 (w tys. zł)	260
Tabela 51. Niezrealizowany zysk (strata) z wyceny lokat funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2012 (w tys. zł)	261
Tabela 52. Zrealizowany zysk ze zbycia lokat funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2012 (w tys. zł)	262
Tabela 53. Wynik z operacji funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2012 (w tys. zł)	263
Tabela 54. Wskaźnik ROA funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2012 (w tys. zł)	264

Tabela 55. Udział kosztów ogółem w średniej wartości aktywów funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2012 (w %)	265
Tabela 56. Udział wynagrodzenia dla TFI w średniej wartości aktywów funduszy sekurytyzacyjnych w latach 2005–2012 (w %)	266
Tabela 57. Kredyty zagrożone i ich udział w kredytach ogółem w latach 2012–2014	277