



Bogusław Półtorak

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wydział Nauk Ekonomicznych
Katedra Finansów
boguslaw.poltorak@ue.wroclaw.pl

UWARUNKOWANIA POLITYKI INWESTYCYJNEJ FUNDUSZY SEKURYZACYJNYCH STANDARYZOWANYCH I NIESTANDARYZOWANYCH

Streszczenie: W artykule przedstawiono warunki określające politykę inwestycyjną sekuryzacyjnych funduszy inwestycyjnych, ze szczególnym uwzględnieniem sekuryzacji wierzytelności bankowych. Wprowadzenie i działalność funduszy sekuryzacyjnych w Polsce z założenia miały wpłynąć na zwiększenie możliwości pozyskiwania kapitału długoterminowego. Celem podstawowym było stworzenie warunków dla nowego źródła finansowania rozwoju akcji kredytowej w bankach oraz rozwój wtórnego rynku wierzytelności. W świetle przeprowadzonych badań można stwierdzić, że w polskich warunkach rozwinęła się sprzedaż bankowych aktywów nieregularnych, ale zakres wtórnego rynku kredytowego pozostaje ograniczony.

Słowa kluczowe: bank, sekuryzacja, fundusze sekuryzacyjne, wtórny rynek kredytowy, wierzytelności.

JEL Classification: G11, G21, G23.

Wprowadzenie

Fundusze sekuryzacyjne można uznać za formę innowacji finansowej, która stała się trwałym elementem polskiego rynku finansowego, i to pomimo ograniczonego zasięgu działania. Celem artykułu jest ustalenie czynników i uwarunkowań polityki inwestycyjnej funduszy sekuryzacyjnych ze szczególnym uwzględnieniem czynników regulacyjno-ekonomicznych, które przyczyniły się do aplikacji funduszy sekuryzacyjnych jako wehikułów służących restruk-

turyzacji portfeli kredytowych banków. Okres badania uwzględnia przeciętny trzyletni okres działalności większości funduszy sekurytyzacyjnych spośród ponad 30 działających w tym okresie. Jedynie dwa fundusze prowadziły działalność w okresie ponad pięcioletnim. Czynniki regulacyjno-ekonomiczne, w tym jakość portfela kredytowego, objęto danymi za lata 2013-2015.

Działalność sekurytyzacyjnych funduszy inwestycyjnych pozostaje przede wszystkim w ścisłym związku ze stopniem rozwoju wtórnego rynku kredytowego w Polsce. Wprowadzenie do polskiego systemu finansowego w 2005 r. pojęć „standaryzowanego i niestandaryzowanego funduszu sekurytyzacyjnego” stało się impulsem dla rozwoju obrotu nieregularnymi wierzytelnościami bankowymi. Preferencje podatkowe dla aktywów bankowych poddawanych cesji do funduszy sekurytyzacyjnych spowodowały równoczesny brak zainteresowania uczestników rynku rozwijaniem transakcji sekurytyzacyjnych z wykorzystaniem innych form podmiotów celowych (ang. *special purpose vehicle*), w tym w formie spółek kapitałowych.

W ujęciu ekonomicznym decydującym czynnikiem zwiększającym znacznie funduszy sekurytyzacyjnych było zaostrzenie zasad adekwatności kapitałowej dla banków komercyjnych z tytułu działalności aktywnej. Zbieg pozytywnych czynników rynkowych oraz regulacyjnych przyczynił się do skuteczności takiej formy innowacji finansowej. W badaniu uwzględniono również aspekt rentowności funduszy sekurytyzacyjnych poprzez badanie prostych stóp zwrotu dla wybranych okresów amortyzacji przejmowanych portfeli kredytowych.

1. Przesłanki regulacyjne polityki inwestycyjnej funduszy sekurytyzacyjnych

Dostępność podaży wierzytelności o odpowiednich parametrach finansowych pozwala na wykorzystanie na rynku finansowym sekurytyzacji aktywów finansowych, która polega na emisji papierów wartościowych zabezpieczonych wierzytelnościami, które dodatkowo mogą być poddawane dalszym przekształceniom, np. w formie sekurytyzacji syntetycznej. Rozwój innowacji finansowych i sekurytyzacji doprowadził do zwiększenia zainteresowania uczestników rynków finansowych instrumentami transferu ryzyka kredytowego. Co charakterystyczne, ich znaczenie dla funkcjonowania polskiego rynku finansowego stało się szczególnie widoczne po kryzysie w 2007 r. [Pyka, 2014, s. 259-260].

Wcześniej w warunkach polskich nie doszło do tak intensywnego rozwoju wtórnego rynku kredytowego, jak np. w Stanach Zjednoczonych, ale wykształcił się mechanizm sekurytyzacji, wykorzystujący formę funduszu inwestycyjnego.

Po wprowadzeniu do polskich regulacji pojęcia „zamkniętego funduszu sekurytyzacyjnego” podmioty te stały się głównymi nabywcami bankowych wierzytelności nieregularnych (przeterminowanych). Fundusze sekurytyzacyjne mogły być tworzone w formach standaryzowanego lub niestandaryzowanego funduszu sekurytyzacyjnego.

Od 2005 r. fundusze sekurytyzacyjne powstają przede wszystkim w formie funduszu inwestycyjnego zamkniętego niestandaryzowanego [Perez, 2012, s. 208-209]. Niestandaryzowane sekurytyzacyjne fundusze zamknięte są przewidziane dla uczestników będących osobami prawnymi lub innymi jednostkami organizacyjnymi nieposiadającymi osobowości prawnej. Dopuszcza się możliwość uczestnictwa osób fizycznych w tego rodzaju funduszu pod warunkiem, że statut funduszu przewiduje taką możliwość, a cena emisyjna pojedynczego certyfikatu nie jest niższa niż równowartość w złotych 40 tys. euro [Ustawa o funduszach inwestycyjnych..., 2014]. Forma funduszu sekurytyzacyjnego standaryzowanego nie była w praktyce wybierana przez inicjatorów transakcji ze względu na:

- konieczność tworzenia subfunduszy,
- brak możliwości kolejnych emisji certyfikatów związanych z danym subfunduszem,
- konieczność wskazania inicjatora,
- konieczność wskazania podstawowych warunków umów zawartych w trakcie sekurytyzacji,
- ograniczenia w zakresie polityki inwestycyjnej (szerzej w części 2).

Celem podstawowym funduszu sekurytyzacyjnego, bez względu na formę, jest zgromadzenie środków finansowych na nabycie wierzytelności lub praw do świadczeń z wierzytelności poprzez emisję certyfikatów inwestycyjnych. Inwestycje dokonywane przez fundusze sekurytyzacyjne dotyczyły przede wszystkim wtórnego rynku kredytów bankowych. Inicjatorami transakcji były głównie banki uniwersalne, które podejmowały je ze względów na preferencje podatkowe w zakresie sposobu rozliczania kosztów uzyskania przychodów dla przekazywanych do funduszy sekurytyzacyjnych wierzytelności przeterminowanych oraz prowadzone restrukturyzacje portfela kredytowego w celu obniżenia wymogów kapitałowych.

Czynnikiem sprzyjającym rozwojowi funduszy inwestujących w wierzytelności był relatywnie dobrze rozwinięty rynek usług windykacyjnych. Firmy windykacyjne oprócz usług administrowania aktywami były jednocześnie nabywcami certyfikatów inwestycyjnych, co wskazuje na wykorzystanie w strukturze finansowania efektu neutralności podatkowej funduszu sekurytyzacyjnego [www 1]. Korzyści z takiej formy sekurytyzacji dla banków jako inicjatorów transakcji przewyższały dodatkowe koszty tworzenia podmiotów celowych.

W praktyce inne podmioty niż banki nie realizowały sekurytyzacji poprzez fundusze sekurytyzacyjne, chociaż taka możliwość istnieje dla jednostek samorządu terytorialnego, związków jednostek samorządu terytorialnego lub różnego rodzaju podmiotów prowadzących działalność gospodarczą.

Zbywanie aktywów finansowych przez inicjatora na rzecz funduszu sekurytyzacyjnego może dotyczyć danej puli wierzytelności lub przekazywania funduszowi sekurytyzacyjnemu wszystkich świadczeń otrzymanych przez nie z określonej puli wierzytelności. W regulacjach prawnych zostały określone szczegółowe warunki, jakie powinien spełniać podmiot zarządzający aktywami, jeżeli nie jest nim towarzystwo funduszy inwestycyjnych tworzących fundusz sekurytyzacyjny. Na odpowiednio umotywowany wniosek, po przedstawieniu zasad dochodzenia spłaty zadłużenia przez dłużników końcowych, nadzór finansowy udzielał zgody na zarządzanie aktywami przede wszystkim firmom windykacyjnym.

Ponadto ustawowe zasady określające funkcjonowanie funduszy sekurytyzacyjnych w praktyce determinują rodzaj aktywów poddawanych sekurytyzacji oraz podmiotów będących uczestnikami transakcji, co ogranicza rodzajowo zasięg wtórnego rynku wierzytelności w Polsce. Polityka inwestycyjna funduszy sprowadza się przez to do optymalizacji kosztowej zakupów wierzytelności nieregularnych oraz lokowania wolnych środków finansowych w bezpieczne instrumenty rynku pieniężnego. Z drugiej strony w zakresie nieregularnych wierzytelności bankowych można stwierdzić brak istotnych przeszkód w rozwoju tego segmentu rynku związanych z samym funkcjonowaniem funduszy sekurytyzacyjnych. Można wręcz stwierdzić istnienie szczególnej preferencji podatkowej dla tego rodzaju transakcji prowadzonych przez banki z funduszami sekurytyzacyjnymi. Ograniczenia, jakie mogą się pojawiać w trakcie transakcji tego rodzaju, wiążą się z przenoszeniem zabezpieczeń wierzytelności, których zasady wynikają z odrębnych regulacji.

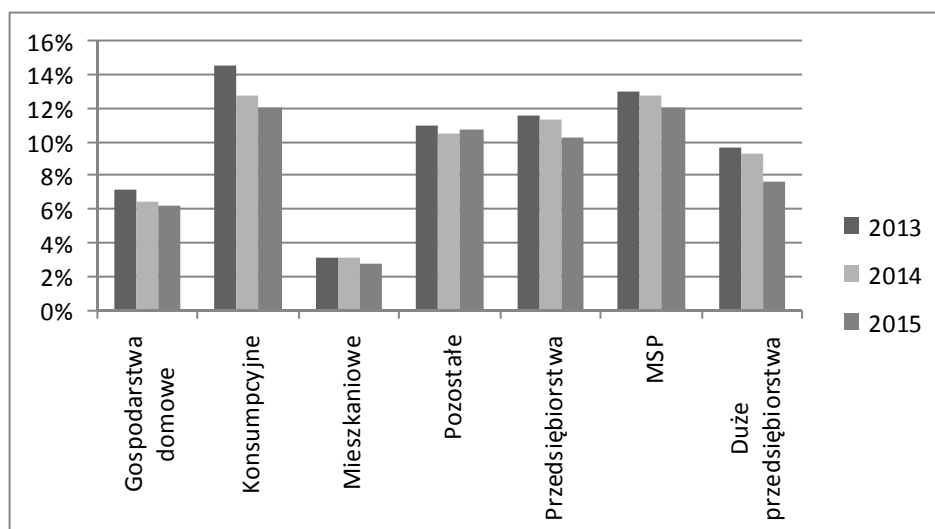
2. Przedmiot i przesłanki ekonomiczne inwestycji funduszy sekurytyzacyjnych

Wierzytelności poddawane sekurytyzacji powinny spełniać określone warunki finansowe. W literaturze podkreśla się, że wierzytelności poddawane sekurytyzacji powinny być co do zasady regularne i określone pod względem parametrów finansowych [Münch, Glogowski, 1994, s. 273]. W warunkach rynku polskiego, ze względu na dominację tradycyjnego modelu pośrednictwa depozytowo-kredytowego, nie wykształcił się wtórny rynek regularnych kredytów bankowych. Banki uniwersalne korzystały przede wszystkim z relatywnie taniego

i stabilnego źródła finansowania w formie osadu depozytowego lub finansowania wewnątrzgrupowego w ramach swoich grup kapitałowych. Dopiero stopniowe zaostżanie wymogów kapitałowych oraz nastawienie proefektywnościowe w zarządzaniu portfelami kredytowymi skłoniło zarządy banków do podejmowania decyzji o sprzedaży aktywów nieregularnych do funduszy sekurytyzacyjnych jako najsilniej obciążających bilanse banków.

W ujęciu transakcji sekurytyzacyjnej przez wierzytelności poddawane sekurytyzacji określa się wierzytelności, które stanowią przedmiot lokat funduszu sekurytyzacyjnego, oraz wierzytelności wyodrębnione przez inicjatora sekurytyzacji. Sekurytyzacja może dotyczyć również transakcji zobowiązującej inicjatora do przekazywania świadczeń w związku z tymi wierzytelnościami poprzez zawarcie umowy o subpartycypację. Fundusze sekurytyzacyjne nie mogą przy tym nabywać aktywów w formie rzeczy ruchomych z wyjątkiem sytuacji, gdy ruchomości są nabywane wraz z wierzytelnościami, które są nimi zabezpieczone, lub poprzez realizację prawnych zabezpieczeń wierzytelności. Zgodnie z zasadami fundusz sekurytyzacyjny powinien zbyć rzeczy ruchome w ciągu jednego roku od daty nabycia, a jednocześnie pod względem udziału w wartości aktywów rzeczy ruchome nie mogą przekroczyć 25% aktywów funduszu [Ustawa o funduszach inwestycyjnych, 2004]. Przy zbywaniu ruchomości zarządzający funduszem sekurytyzacyjnym powinni uwzględniać należycie interes jego uczestników, co oznacza konieczność brania pod uwagę specyfiki obrotu różnymi rodzajami ruchomości, np. w formie przetargowej.

Podstawowym przedmiotem inwestycji funduszy sekurytyzacyjnych są więc pule wierzytelności, które charakteryzują regularne i dodatnie przepływy finansowe. Przez pulę wierzytelności określa się jednolitą pod względem rodzajowym grupę aktywów w formie wierzytelności, które były w posiadaniu inicjatora transakcji sekurytyzacyjnej. W warunkach polskiego systemu finansowego sekurytyzacja dotyczy przede wszystkim wierzytelności przeterminowanych (nieregularnych) wobec gospodarstw domowych i przedsiębiorców, które powstały w ramach czynności aktywnych banków uniwersalnych. Udział w portfelu kredytowym wierzytelności zagrożonych wobec gospodarstw domowych osiągnął na koniec 2015 r. 6,2%, co oznacza nieznaczną poprawę w stosunku do 6,5% na koniec 2014 r. i 7,1% w 2013 r. oraz w znacznej mierze było konsekwencją transakcji zbywania wierzytelności na rzecz funduszy sekurytyzacyjnych (rys. 1).



Rys. 1. Jakość portfela kredytowego w formie udziału w portfelu kredytów zagrożonych (%)

Źródło: Kotowicz (red.) [2016, s. 65].

Przeprowadzane transakcje zbywania wierzytelności, szczególnie w grupie kredytów mieszkaniowych, spowodowały m.in. to, że pomimo starzejącego się portfela kredytowego udział kredytów nieregularnych w portfelu nie wzrastał istotnie. Presja na zbywanie aktywów zagrożonych, szczególnie opóźnionych powyżej 30 dni, które obciążają długoterminowo fundusze własne, rosła przede wszystkim z uwagi na większe wymogi nadzoru finansowego i wyznaczenie dodatkowych buforów kapitałowych, które były uzupełniane przez zyski zatrzymane. Łączny współczynnik kapitałowy w sektorze bankowym w badanym okresie wzrósł z 15% na koniec 2014 r. do 16,3% na koniec 2015 r. [Kotowicz red., 2016, s. 4].

Polepszenie wyników finansowych i optymalizacja wymogów kapitałowych były czynnikami istotnie wzmagającymi proces sprzedaży aktywów do funduszy sekurytyzacyjnych, których aktywa były administrowane przez firmy windykacyjne. Przedmiotem inwestycji były w badanym okresie głównie wierzytelności wobec gospodarstw domowych, w tym w znacznej części długoterminowe kredyty hipoteczne oraz konsumpcyjne.

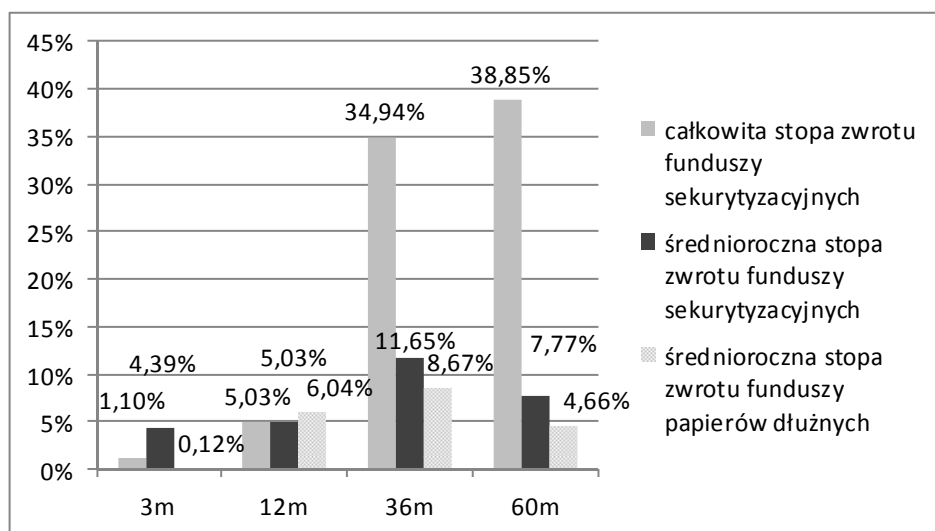
3. Wyniki inwestycyjne niestandardyzowanych funduszy sekurytyzacyjnych

Fundusze sekurytyzacyjne są zarządzane przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych posiadające stosowną licencję Komisji Nadzoru Finansowego (KNF). Za zezwoleniem KNF towarzystwa mogą przekazywać zarządzanie sekurytyzowanymi wierzytelnościami i pulą wierzytelności innym podmiotom. Zezwolenie jest udzielane na wniosek podmiotu, który ma zarządzać aktywami w zastępstwie za towarzystwo. W praktyce rynkowej podmiotem zarządzającym pulami wierzytelności, administratorem i jednocześnie nabywcą (lub oferującym) certyfikatów inwestycyjnych była firma windykacyjna. Taka konstrukcja mechanizmu finansowania gwarantowała płynność transakcji, ale powodowała dodatkowe koszty finansowe, w tym przede wszystkim koszty zabezpieczeń transakcji pozyskania kapitału przez spółki windykacyjne. Dodatkowo regulacyjne limitowanie emisji obligacji stanowiło barierę w refinansowaniu wierzytelności regularnych, ze względu na mniejszy dostęp do kapitałodawców oczekujących bardziej bezpiecznych instrumentów finansowych. Wszystkie te zjawiska powodowały, że inwestorzy zaangażowani w proces sekurytyzacji oczekiwali relatywnie wysokiej stopy zwrotu, co determinowało politykę inwestycyjną funduszu.

Fundusze sekurytyzacyjne lokują aktywa w określone co do tożsamości wierzytelności, w ograniczonym zakresie w papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne lub prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności na podstawie zawieranych umów z inicjatorem transakcji. Szczegółowy zakres polityki inwestycyjnej powinien być określony w statucie funduszu inwestycyjnego oraz w prospekcie emisyjnym lub w informacji o warunkach emisji. Do przychodów funduszu zaliczają się też świadczenia otrzymywane od inicjatora lub uprawnionego z wierzytelności, które są przekazywane na podstawie umowy subpartycypacji [Mituś, 2014, s. 289]. Analizując aktywność polskich funduszy sekurytyzacyjnych, należy stwierdzić, że podstawowym sposobem lokowania jest zakup i odzyskiwanie wierzytelności. Z uwagi na specyfikę rynku wierzytelności zakup puli aktywów odbywa się w trybie przetargowym lub negocjacyjnym, co może wpływać negatywnie na rentowność funduszu.

Doświadczenie i wyspecjalizowane zasoby firm windykacyjnych w dochodzeniu spłaty wierzytelności mają podstawowy wpływ na efektywność funduszu sekurytyzacyjnego. Wykorzystanie wtórnego scoringu kredytowego, procedur windykacji miękkiej i twardej w innej procedurze, niż robią to banki, pozwala osiągnąć relatywnie wysokie stopy zwrotu poprzez wyższy wskaźnik odzyski-

wanych należności. Średnioroczne stopy zwrotu dla wszystkich niestandardyzowanych funduszy sekurytyzacyjnych działających według stanu na koniec marca 2017 r. zawierały się w przedziale 4,39%-7,77%, co było wynikiem wyższym niż w przypadku działających w tym samym czasie funduszy inwestycyjnych papierów dłużnych (rys. 2).



Rys. 2. Wyniki inwestycyjne funduszy sekurytyzacyjnych dla okresów działalności od 3 do 60 miesięcy działalności według stanu na 31.03.2017 r. (%)

Źródło: dla wszystkich 35 funduszy sekurytyzacyjnych działających na polskim rynku na podstawie danych: [www 2].

Istotą działalności niestandardyzowanych funduszy sekurytyzacyjnych jest uzyskiwanie relatywnie stabilnych przepływów finansowych z wierzytelności przeterminowanych. Jak wynika z badania przeprowadzonego na grupie 35 funduszy sekurytyzacyjnych, wzrost rentowności następuje już po trzech miesiącach działalności. Ze względu na zaangażowanie firm windykacyjnych uzyskiwane stopy zwrotu były relatywnie wysokie, pomimo dodatkowych kosztów procedur windykacyjnych. Z punktu widzenia inicjatora, który osiąga korzyści z racjonalizowania opodatkowania przychodów kredytowych, realizacji przychodu ze sprzedaży i w zakresie adekwatności kapitałowej, sprzedaż aktywów przeterminowanych pozwala również na podwyższenie własnej rentowności w ujęciu krótkoterminowym. Dla utrzymania rentowności w działalności inicjatora w długim terminie istotne będzie odtwarzanie portfela kredytowego o porównywalnej lub niższej szkodowości.

Podsumowanie

Fundusze sekurytyzacyjne stały się innowacyjnym i istotnym uczestnikiem wtórnego rynku kredytów przeterminowanych w Polsce. Ze względu na regulacyjne wyznaczniki polityki inwestycyjnej, dominująca okazała się forma funduszy niestandardyzowanych. Niestandardyzowane fundusze sekurytyzacyjne z uwagi na niepubliczny charakter oraz mniej restrykcyjne limity inwestycyjne stały się podstawowym wehikułem dla transakcji sekurytyzacyjnych. Można stwierdzić, że pod względem skuteczności działania fundusze sekurytyzacyjne osiągnęły wysoki poziom sprawności w ramach określonych warunków rynkowo-regulacyjnych.

Z drugiej strony fundusze sekurytyzacyjne przynosiły stabilny dochód swoim uczestnikom, co pozwala stwierdzić, że także pod względem oceny rentowności taka forma innowacji finansowej została skutecznie wdrożona na polskim rynku finansowym. Uwarunkowania polityki inwestycyjnej spowodowały, że fundusze sekurytyzacyjne pozostawały podstawową formą realizacji obrotu wierzytelnościami przeterminowanymi, z której korzystał sektor bankowy. W ramach polityki inwestycyjnej funduszy sekurytyzacyjnych nie są natomiast realizowane transakcje obrotu wierzytelnościami regularnymi, głównie ze względu na brak zainteresowania inicjatorów, którzy dysponują innymi źródłami tańszego kapitału niż refinansowanie aktywów.

Literatura

- Kotowicz A., red. (2016), *Raport o sytuacji banków w 2015 r.*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa.
- Mituś A. (2014), *Sekurytyzacja i jej uregulowanie w przepisach prawa krajowego – zarys problematyki* [w:] T. Kocowski, K. Marak (red.), *Zmiany prawodawstwa gospodarczego w okresie transformacji ustrojowej w Polsce*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 362, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław, s. 286-299.
- Münch M., Głogowski E. (1994), *Nowe usługi finansowe*, PWN, Warszawa.
- Perez K. (2012), *Fundusze inwestycyjne: Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Pyka I. (2014), *Produktowe innowacje banków komercyjnych. Analiza przyczynowo-skutkowa*, „Studia Ekonomiczne / Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, nr 173, s. 253-267.
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi. Dz.U. z 2014 r. poz. 157 z późn. zm., <http://isap.sejm.gov.pl/> (dostęp: 27.10.2016).

[www 1] Rosik P., *Ani rusz bez funduszu sekurytyzacyjnego*, <http://www.parkiet.com/artykul/1014115.html> (dostęp: 27.10.2016).

[www 2] <http://www.analizy.pl> (dostęp: 31.03.2017).

INVESTMENT POLICY OF SECURITIZATION FUNDS, STANDARDIZED AND NON-STANDARDIZED

Summary: The article presents the investment policy of securitization funds in Poland, standardized and non-standardized. The primary determinant of investment policy are investment limits specified in the Act on Investment Funds. Securitization funds are the only special purpose vehicles in the securitization process in Poland. Especially popular are non-standardized securitization closed-end funds. The funds of this type have achieved in the last three years the rate of return in the range of 6.04%-9.12%.

Keywords: bank, securitization, financial assets, secondary credit market, securitization funds.