

# **PRACE NAUKOWE**

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

# **RESEARCH PAPERS**

of Wrocław University of Economics

Nr 437

**Finanse na rzecz  
zrównoważonego rozwoju.  
Gospodarka – etyka – środowisko**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2016

Redakcja wydawnicza: Jadwiga Marcinek  
Redakcja techniczna i korekta: Barbara Łopusiewicz  
Łamanie: Magorzata Czupryńska  
Projekt okładki: Beata Dębska

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania  
znajdują się na stronach:  
[www.pracnaukowe.ue.wroc.pl](http://www.pracnaukowe.ue.wroc.pl)  
[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons  
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska  
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2016

**ISSN 1899-3192**  
**e-ISSN 2392-0041**

**ISBN 978-83-7695-592-6**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:  
Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław  
tel./fax 71 36 80 602; e-mail: [econbook@ue.wroc.pl](mailto:econbook@ue.wroc.pl)  
[www.ksiegarnia.ue.wroc.pl](http://www.ksiegarnia.ue.wroc.pl)

Druk i oprawa: TOTEM

## Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	9
<b>Jacek Adamek:</b> Ubóstwo w perspektywie islamu – wybrane zagadnienia / Poverty in the perspective of Islam – selected problems.....	11
<b>Agnieszka Alińska:</b> Shadow banking jako element zrównoważonego rozwoju systemu finansowego / Shadow banking as an element of sustainable development financial system.....	22
<b>Kamil Borowski:</b> Finansowanie ochrony środowiska w Polsce przez Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej / Financing of environmental protection in Poland by the National Fund for Environmental Protection and Water Management.....	32
<b>Grażyna Borys:</b> Opłata eksploatacyjna jako kategoria finansowa / Service charge as a financial category.....	42
<b>Krystyna Brzozowska:</b> Multilateralne instytucje finansowe w Europie wobec wymagań zrównoważonego rozwoju / Multilateral financial institutions in Europe towards sustainable development requirements.....	51
<b>Dorota Burzyńska:</b> Inicjatywy klastrowe elementem zielonej gospodarki / Cluster initiatives as an element of green economy.....	63
<b>Michał Buszko, Dorota Krupa:</b> Fundusze sekurytyzacyjne a zrównoważony rozwój rynku finansowego w Polsce / Securitisation funds and sustainable development of financial market in Poland.....	75
<b>Michał Buszko, Dorota Krupa, Damian Walczak:</b> Rynek finansowy wobec starzejącego się społeczeństwa / Financial market towards an ageing society.....	87
<b>Zuzanna Czekaj:</b> Opłata za emisję spalin jako źródło finansowania ochrony środowiska / Fee for issue of exhaust as a source of financing of environmental protection.....	96
<b>Ewa Dziawgo:</b> Zastosowanie opcji forward start w ocenie strategicznych przedsięwzięć proekologicznych / Applying forward start options in the assessment of strategic pro-ecological projects.....	106
<b>Leszek Dziawgo:</b> Ekologiczne fundusze inwestycyjne banków szwajcarskich / Ecological investment funds of Swiss banks.....	115
<b>Leszek Dziawgo, Danuta Dziawgo:</b> Bankowość alternatywna. Społeczna ewolucja biznesu finansowego – wybrane aspekty ekologiczne / Alternative banking. Social evolution of financial business – selected ecological aspects.....	124

<b>Joanna Fila:</b> Zielone mikrofinanse jako element zrównoważonego rozwoju / The green microfinance as an element of the sustainable development.....	132
<b>Magdalena Frasyniuk-Pietrzyk, Magdalena Walczak-Gańko:</b> Świadomość potrzeby planowania emerytalnego / Awareness of the necessity of retirement planning.....	143
<b>Juliusz Giżyński:</b> Europejska Rada Budżetowa jako organ uzupełniający narodowe rady fiskalne w krajach strefy euro / The European Fiscal Board as a body complementing national fiscal councils in the euro area countries.	156
<b>Agata Ibron:</b> Systemy wsparcia odnawialnych źródeł energii w Polsce / The support systems for renewable energy sources in Poland.....	167
<b>Bogna Janik:</b> Dochód–ryzyko w inwestycjach społecznie odpowiedzialnych na podstawie portfeli pasywnych spółek z krajów Europy Środkowo-Wschodniej / Income-risk in value-based investing in Central and Eastern European countries (CEECs) – based on the companies reflected in socially responsible indices .....	177
<b>Klaudia Jarno:</b> Zaangażowanie Międzynarodowego Banku Odbudowy i Rozwoju w <i>carbon finance</i> w świetle tworzonych przez niego funduszy węglowych i mechanizmów finansowych / Involvement of the International Bank for Reconstruction and Development in carbon finance in the light of its carbon funds and financial mechanisms.....	187
<b>Dariusz Klimek:</b> Fundusz Muncypalny jako instrument finansowania zrównoważonego rozwoju lokalnego / Municipal Fund as the instrument the sustainable local development financing .....	199
<b>Magdalena Kogut-Jaworska:</b> Pomoc <i>de minimis</i> i jej szczególna rola w systemie pomocy publicznej w Polsce / <i>De minimis</i> aid and its particular role in the system of state aid in Poland .....	208
<b>Jan Koleśnik:</b> Współczesny bank centralny jako organizacja społecznie odpowiedzialna / Contemporary central bank as a socially responsible organization .....	222
<b>Dorota Korenik:</b> Spór o odpowiedzialność zewnętrzną współczesnego banku / The dispute on external responsibility of a contemporary bank.....	230
<b>Jolanta Korkosz-Gębska:</b> Rola innowacji ekologicznych w budowaniu przewagi konkurencyjnej województwa świętokrzyskiego / The impact of environmental innovations in a formation of the competitive advantage of the Świętokrzyskie Voivodeship.....	244
<b>Katarzyna Kowalska:</b> Kontrowersje wokół CSR w handlu detalicznym branży FMCG / Controversy over CSR in FMCG retail trade industry.....	252
<b>Danuta Król:</b> Istota zarządzania długiem samorządowym w procesie zrównoważonego rozwoju lokalnego / Essence of local government debt management .....	261
<b>Dorota Krupa:</b> Wspieranie inwestowania długoterminowego z wykorzystaniem funduszy inwestycyjnych na poziomie UE / Supporting long-term investments with the use of investment funds at the EU level .....	270

<b>Iwona Lubimow-Burzyńska:</b> Znaczenie edukacji dla wzrostu gospodarczego – przegląd badań / Importance of education for economic growth – a review of research .....	280
<b>Piotr P. Malecki:</b> Europejski model sprawozdawczości statystycznej w zakresie wydatków na ochronę środowiska i jego zastosowanie w Polsce / European statistical reporting model for environmental protection expenditure and its use in Poland .....	288
<b>Katarzyna Mamcarz:</b> Dźwignia ceny złota / Gold price leverage.....	299
<b>Teresa Mikulska, Grażyna Michalczuk:</b> Komunikacja w obszarze działań przy wykorzystaniu modelu LBG / Communication within the area of socially responsible activities using the LBG model .....	309
<b>Katarzyna Olejniczak:</b> Innowacyjne podejście do CSR – ujęcie Vissera / Innovative approach to the CSR – Visser approach .....	320
<b>Jarosław Pawłowski:</b> Ecorating hoteli odpowiedzią na wymagania konsumentów / Eco-rating of hotels as a response to customers' requirements ..	328
<b>Dariusz Piotrowski:</b> Potencjał wykorzystania sukuk w zakresie zarządzania długiem Skarbu Państwa / The potential for using sukuk in the scope of managing state treasury debt .....	338
<b>Piotr Podsiadło:</b> Finansowanie pomocy publicznej na ochronę środowiska w Unii Europejskiej – zagadnienia interpretacyjne / Granting of state aid for environmental protection in the European Union – the interpretation problems .....	348
<b>Tomasz Potocki:</b> Poziom wiedzy finansowej wśród mieszkańców terenów peryferyjnych, zagrożonych ubóstwem / The level of financial literacy among population of rural regions threatened by poverty.....	360
<b>Wiesława Przybylska-Kapuścińska, Magdalena Szyszko:</b> Zrównoważona polityka pieniężna? Ewolucja celów banku centralnego wobec współczesnych wyzwań / Balanced monetary policy? Modern challenges as the central bank's goals .....	373
<b>Dominik Sadlakowski:</b> Państwowe fundusze majątkowe jako element międzynarodowej strategii gospodarczej na przykładzie Chin / Sovereign Wealth Funds as part of international economic strategy on the example of China.....	383
<b>Beata Sadowska:</b> Strategia Państwowego Gospodarstwa Leśnego Lasy Państwowe a zrównoważony rozwój / Strategy of National Forests Holding vs. sustainable development .....	393
<b>Małgorzata Solarz:</b> Altruizm a odporność finansowa gospodarstw domowych / Altruism vs. financial resilience of households.....	402
<b>Michał Soliwoda:</b> Zmiany klimatu jako wyzwanie dla zarządzania ryzykiem w polskim rolnictwie / Climate change as a challenge for risk management in Polish agriculture.....	411

<b>Joanna Stawska:</b> Zadłużenie sektora <i>general government</i> a wzrost gospodarczy w kontekście zrównoważonych finansów publicznych / General government sector debt and economic growth in the context of sustainable public finances .....	426
<b>Dawid Szutowski, Piotr Ratajczak:</b> Emisja komunikatów o działaniach w zakresie społecznej odpowiedzialności a wartość dla akcjonariuszy / The relation between corporate social responsibility activities' announcements and shareholder value.....	436
<b>Paulina Szyja:</b> Kształtowanie gospodarki niskoemisyjnej na poziomie samorządu terytorialnego / Transition to a low carbon economy at the level of local government .....	447
<b>Magdalena Ślebocka:</b> Rola i znaczenie PPP w finansowaniu przedsięwzięć rewitalizacyjnych / Role and importance of PPP in revitalization projects financing .....	464
<b>Jerzy Węclawski:</b> Determinanty kształtowania bankowości relacyjnej w odniesieniu do średnich przedsiębiorstw w Polsce / Determinants of relationship banking creation in relation to medium-sized enterprises in Poland ..	473
<b>Stanisław Wieteska:</b> Pozostałości pestycydów w płodach rolnych w Polsce w świetle założeń zrównoważonego rozwoju rolnictwa / Pesticide residues in agricultural crops in Poland in the light of the principles of sustainable development of agriculture .....	482
<b>Aneta Wszelaki:</b> Znaczenie prawnych zabezpieczeń kredytów w tworzeniu rezerw celowych w bankach / Importance of legal collateral credits in the creation of specific provisions in banks.....	494
<b>Justyna Zabawa:</b> Rozwój i finansowanie odnawialnych źródeł energii. Przypadek gospodarki Niemiec / Development and financing of renewable energy sources. The case of German economy .....	503
<b>Agnieszka Żołądkiewicz:</b> Ocena poziomu zrównoważonego rozwoju gmin miejskich województwa warmińsko-mazurskiego / Assessment of level of sustainable development of municipalities of the Warmińsko-Mazurskie Voivodeship .....	513

## Wstęp

Zadaniem nauki jest poszukiwanie racjonalnych rozwiązań dla cywilizacyjnych wyzwań współczesnego świata. Jednym z takich kluczowych wyzwań jest także rozwój zrównoważony. Idea zrównoważonego rozwoju jest niezwykle obiecująca, ale z całą pewnością wymaga ogromnego zaangażowania ekonomistów. Nauki ekonomiczne, a w tym dyscyplina nauki „finanse”, podejmują to wyzwanie. Wiele badań, spotkań, konferencji i publikacji służy naukowej analizie oraz praktycznej implementacji zasad zrównoważonego rozwoju we współczesnej gospodarce w zakresie finansów i rachunkowości.

Proces naukowego opracowywania problemu trwa, a społeczna ewolucja biznesu dostarcza ambitnych tematów badawczych. Po latach pracy możemy wskazać zarówno na konkretne sukcesy, jak też i na wiele wątpliwości w zakresie koncepcji zrównoważonych finansów. Materialnym dowodem naukowego wkładu w poszerzanie wiedzy są publikacje. Znaczna część aktualnego dorobku naukowego dyscypliny „finanse” dotycząca zrównoważonego rozwoju jest już od lat regularnie prezentowana w Pracach Naukowych Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Kontynuujemy ten cykl opracowań.

W niniejszym tomie zebraliśmy wyselekcjonowane artykuły autorów z wielu uznanych ośrodków naukowych w Polsce. Ich tematyka skoncentrowana jest na zagadnieniach finansów i zrównoważonego rozwoju. Przedstawiono w nich doskonale rozważania teoretyczne oraz konkretne przykłady z praktyki gospodarczej. Każdy artykuł stanowi inspirujący materiał naukowy.

Szczególne podziękowania należą się nie tylko Autorom, ale także Recenzentom, którzy podjęli trud oceny nadesłanych materiałów. Jako redaktorzy tomu wraz z Autorami i Recenzentami mamy nadzieję, że poprzez publikację naszego wspólnego dzieła wnosimy istotny wkład w naukowe opracowanie problematyki finansowania zrównoważonego rozwoju.

*Leszek Dziawgo, Leszek Patrzalek*

**Michał Buszko, Dorota Krupa**

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu  
e-mails: mibus@econ.umk.pl; dorota.krupa@umk.pl

---

## **FUNDUSZE SEKURYZACYJNE A ZRÓWNOWAŻONY ROZWÓJ RYNKU FINANSOWEGO W POLSCE**

---

## **SECURITISATION FUNDS AND SUSTAINABLE DEVELOPMENT OF FINANCIAL MARKET IN POLAND**

---

DOI: 10.15611/pn.2016.437.07

JEL Classification: G21, G23

**Streszczenie:** Niniejsza praca porusza problematykę sekurytyzacji oraz uwarunkowań działalności funduszy sekurytyzacyjnych w kontekście ich wpływu na zrównoważony rozwój rynku finansowego w Polsce. Na potrzeby pracy zdefiniowano proces sekurytyzacji, opisano istotę funkcjonowania funduszy sekurytyzacyjnych jako szczególnego przypadku funduszy inwestycyjnych, a także przedstawiono obszary zastosowania funduszy do wsparcia zrównoważonego rozwoju rynku finansowego. Praca zawiera także wyniki badania ankietowego przeprowadzonego przez autorów wśród towarzystw funduszy inwestycyjnych w zakresie wykorzystania przez nie na polskim rynku techniki sekurytyzacji. Wyniki badań wskazują, iż pomimo licznych możliwości zastosowania sekurytyzacji, w Polsce technika ta stosowana jest jedynie w wąskim zakresie, przede wszystkim jako metoda transferu niepracujących wierztelności banków.

**Słowa kluczowe:** sekurytyzacja, fundusze sekurytyzacyjne, zrównoważony rozwój.

**Summary:** The paper focuses on problems of securitisation and conditions of functioning of securitisation investment funds in the scope of their influence onto sustainable growth of financial market in Poland. To complete the paper, the authors characterized the definition of securitisation, described functioning of securitisation investment funds in Poland and indicated directions and areas of their using in support of sustainable development. The paper contains the results of investigation with research questionnaire conducted by the authors on the group of investment fund companies in scope of their engagement in the development of securitisation. The results indicate that despite a broad range of possibilities of using securitisation, such a technique is predominantly used to manage non-performing bank loans.

**Keywords:** securitisation, securitisation investment funds, sustainable development.



## 1. Wstęp

Sekurytyzacja stanowi jedną z bardziej złożonych, ale i powszechnie wykorzystywanych technik finansowych. Choć szerzej znana jest już od lat 70. XX w., jej najszybszy rozwój przypadł na pierwszą dekadę XXI w., w tym zwłaszcza na lata 2005-2008. Bardzo zróżnicowany zakres aktywów stosowanych w jej ramach, wysoka różnorodność instrumentów będących jej efektem, a także coraz bardziej skomplikowane i mniej przejrzyste formy jej przeprowadzania przyczyniły się do tego, iż sekurytyzację zaczęto uważać za przyczynę światowego kryzysu *subprime* oraz problemów banków w wielu krajach wysokorozwiniętych. Uzależnienie gospodarki światowej od kondycji finansowej banków, przyjęcie rekomendacji *Basel III*, pojawienie się nowych wyzwań na rynkach finansowych, a także konieczność zapewnienia finansowania działalności gospodarczej w warunkach stagnacji i niepewności spowodowały ponowne zainteresowanie sekurytyzacją jako alternatywnym sposobem pozyskania kapitału oraz zarządzania ryzykiem. Tym razem położony został nacisk na bezpieczeństwo, transparentność i zrównoważony rozwój. Obecne uwarunkowania funkcjonowania gospodarek krajów Unii Europejskiej, uzależnionych przede wszystkim od finansowania bankowego, a także walka z bezrobociem i długiem publicznym połączona z dążeniem do zrównoważonego wzrostu gospodarczego wymusiły działania legislacyjne zmierzające do ograniczenia ryzyka systemowego, wzmocnienia banków i zrównoważenia ich rozwoju. Jednym z kluczowych wyzwań stało się także wparcie trwałego, zdywersyfikowanego finansowania gospodarek przy wykorzystaniu długoterminowych instrumentów rynku kapitałowego, w tym właśnie pochodnych sekurytyzacji.

W Polsce sekurytyzacja przez wiele lat odgrywała stosunkowo niewielką rolę. Chociaż nadal technika ta nie jest wykorzystywana systematycznie, to obecne uwarunkowania działalności zarówno przedsiębiorstw, jak i banków wskazują na możliwość jej szerokiego zastosowania, w tym zwłaszcza dla zapewnienia zrównoważonego rozwoju tak rynku finansowego, jak i całej gospodarki. W szczególności sekurytyzacja w Polsce może zostać upowszechniona ze względu na: konieczność zwiększenia długoterminowego finansowania banków i przedsiębiorstw, presję na poszukiwanie obniżki kosztów kapitału, wprowadzenie podatku od aktywów instytucji finansowych (banków), dojrzewanie portfeli kredytów hipotecznych udzielanych w latach 2005-2008, a także z powodu dynamicznie wzrastającego polskiego rynku wierzytelności. Z pewnością jednym z przejawów możliwości szerokiego zastosowania sekurytyzacji na rynku finansowym jest jej realizacja z udziałem funduszy sekurytyzacyjnych, tworzonych specjalnie na jej potrzeby przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych – zwykle we współpracy z firmami windykacyjnymi. Fundusze sekurytyzacyjne są nowym, prawnie oraz kapitałowo bezpiecznym rozwiązaniem na polskim rynku finansowym. Stanowią one obecnie właściwie jedyny sposób rozwoju rozważanej techniki finansowej pozwalający wspierać zrównoważony rozwój rynku finansowego w Polsce zarówno od strony emitentów, jak i inwestorów.

## 2. Cel i metodyka badania

Celem niniejszej pracy jest wskazanie obszarów i możliwości wykorzystania sekurytyzacji do wsparcia zrównoważonego rozwoju rynku finansowego, a także charakterystyka głównych cech oraz uwarunkowań działalności sekurytyzacyjnych funduszy inwestycyjnych w tym aspekcie. Niniejsza praca powstała na podstawie studiów literatury przedmiotu oraz badania przeprowadzonego w czerwcu 2015 r. za pomocą kwestionariusza ankiety rozesłanego do wszystkich TFI w Polsce, zatytułowanego: „Fundusze sekurytyzacyjne w Polsce. Funkcjonowanie i rozwój”. W badaniu udział wzięło 14 towarzystw, z czego 8 zarządzało funduszami sekurytyzacyjnymi w łącznej liczbie 38. Według wiedzy autorów podobne badanie nie było do tej pory prowadzone w Polsce. Na potrzeby niniejszej pracy przyjęto hipotezę, iż fundusze sekurytyzacyjne znajdują w Polsce szerokie zastosowanie w procesie wsparcia zrównoważonego rozwoju rynku finansowego.

## 3. Sekurytyzacja jako technika finansowa

Sekurytyzacja<sup>1</sup> jest złożoną techniką finansowania, która pojawiła się na rynku finansowym w Stanach Zjednoczonych w 1969 r. [Fabozzi i in. 2006]. Współcześnie występuje ona na całym świecie w wielu odmianach i postaciach, ale jej zasadniczą cechą jest konwersja ryzyka jednorodnych niepłynnych aktywów, generujących przepływy pieniężne, na zbywalne papiery wartościowe<sup>2</sup>. W praktyce sekurytyzacji podlegają zazwyczaj wierzytelności finansowe i handlowe, chociaż w ostatnich latach można było spotkać również transakcje sekurytyzowania ryzyka rynkowego zmiany cen papierów wartościowych, cen towarów, a także przychodów z całości działalności operacyjnej<sup>3</sup> [Davidson i in. 2003; Buszko 2010].

Sekurytyzacja na rynku finansowym może być wykorzystywana w bardzo zróżnicowanym zakresie, zarówno w postaci gotówkowej, jak i syntetycznej. W szczególności stosuje się ją do sprzedaży (transferu) aktywów lub korzyści z aktywów o ograniczonej zbywalności, do restrukturyzacji majątku, restrukturyzacji źródeł finansowania, w tym pozabilansowego, obniżki kosztów finansowania, do tworzenia innowacyjnych instrumentów rynku kapitałowego czy też do zarządzania określonymi rodzajami ryzyka (płynności, kredytowego, rynkowego, operacyjnego), w tym do „uwalniania” kapitału regulacyjnego [Kothari 2006; Fabozzi, Kothari 2008].

Sekurytyzacja pozwala poprawiać wskaźniki finansowe (zwłaszcza *ROA*, *ROE*), a także zapewnia alternatywne źródło finansowania inwestycji lub bieżącej działal-

---

<sup>1</sup> Pojęcie „sekurytyzacji” sformułował Lewis S. Ranieri dla scharakteryzowania transakcji typu *pass-through* przeprowadzonej przez Bank of America w 1977 r.

<sup>2</sup> Wartość rynku papierów wartościowych wyemitowanych na jej podstawie wyniosła w 2014 r. ok. 8,9 bln euro [Securitisation... 2015].

<sup>3</sup> Ten rodzaj sekurytyzacji określa się jako *Whole Business Securitisation (WBS)*.

ności zarówno banków, jak i przedsiębiorstw. W szczególności może być stosowana także do finansowania przejęć typu LBO<sup>4</sup> [Buszko, Deffains-Crapsky 2013].

Zróżnicowanie procesów sekurytyzacji przejawia się dużą różnorodnością podmiotów uczestniczących w jej przebiegu, w tym: inicjatorów, emitentów, serwiserów, banków inwestycyjnych, gwarantów, agencji ratingowych czy inwestorów zainteresowanych kupnem papierów wartościowych [Kendall, Fishman (red.) 2000]. W Polsce innowacją w zakresie sekurytyzacji jest niewątpliwie wykorzystanie sekurytyzacyjnych funduszy inwestycyjnych jako podmiotów emisyjnych (*SPI*, *SPE*)<sup>5</sup>.

#### 4. Istota działalności funduszy sekurytyzacyjnych

Fundusze sekurytyzacyjne w Polsce są współcześnie głównymi stymulatorami funkcjonowania i rozwoju technik sekurytyzacji. Podmioty te funkcjonują na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych [Ustawa z 27 maja 2004]. Zgodnie z art. 183 fundusz inwestycyjny zamknięty może być utworzony jako fundusz sekurytyzacyjny, który dokonuje emisji certyfikatów inwestycyjnych w celu zgromadzenia środków na nabycie wierzytelności lub praw do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności.

Fundusz sekurytyzacyjny może być utworzony jako standaryzowany bądź niestandaryzowany, przy czym w praktyce rynkowej w Polsce – ze względu na większą elastyczność – stosowane są wyłącznie fundusze niestandaryzowane [Krupa, Buszko 2015a].

Rynek funduszy sekurytyzacyjnych w Polsce rozwija się dopiero od roku 2005, kiedy to powstały pierwsze podmioty tego typu [Krupa, Buszko 2015b]. Wśród 56 zarejestrowanych w Polsce TFI w momencie prowadzenia badania ankietowego 19 TFI zarządzało 70 sekurytyzacyjnymi funduszami inwestycyjnymi. Wartość aktywów netto rynku funduszy sekurytyzacyjnych w Polsce wynosiła 3,661 mld zł, co stanowiło ok. 2% wartości aktywów netto całego rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce.

#### 5. Fundusze sekurytyzacyjne a zrównoważony rozwój rynku finansowego

W polskiej praktyce gospodarczej transakcje sekurytyzacyjne nie tworzą rynku o istotnej wartości. Obecnie występują przede wszystkim pojedyncze transakcje, stosowane na potrzeby konkretnych banków lub firm windykacyjnych<sup>6</sup>. Podstawo-

<sup>4</sup> Transakcje te nazywane są wówczas *Securitisation Buy-Out (SBO)*.

<sup>5</sup> W Polsce możliwe jest stosowanie spółek kapitałowych jako podmiotów *SPI*, jednak z punktu widzenia prawnopodatkowego rozwiązanie to jest stosunkowo mało korzystne.

<sup>6</sup> Wśród nich zwłaszcza należy wspomnieć największą w Polsce transakcję sekurytyzacji 1 mld zł kredytów samochodowych przeprowadzoną w 2012 r. przez Getin Noble Bank SA. Dzięki tej transak-

wymi przyczynami dotychczasowego niskiego zainteresowania sekurytyzowaniem aktywów są: brak ujednoczonych regulacji prawnych wspierających tę technikę (w tym brak definicji sekurytyzacji w prawie bankowym), powstająca od niedawna infrastruktura instytucjonalna sekurytyzacji, ograniczenia stosowania spółek kapitałowych jako podmiotów *SPV*, łatwy dostęp do tradycyjnych źródeł kapitału w Polsce, a także utrzymująca się strukturalna nadpłynność wielu banków oraz relatywnie dobra jakość portfela kredytowego. Wśród dalszych przyczyn względnie niewielkiego wykorzystania sekurytyzacji należy wymienić brak zaawansowanej wiedzy uczestników rynku kapitałowego, problemy prawnego transferu tytułów zabezpieczeń, a także brak jednolitych zasad opodatkowania sekurytyzacji (w szczególności w odniesieniu do ustalenia przychodów). Sekurytyzacja nie została w Polsce doceniona również ze względu na stosunkowo złą opinię, jaką uzyskała w okresie kryzysu subprime, kiedy uznano ją za mało transparentną i ryzykowną. Ponowne sięgnięcie po sekurytyzację w Europie, zarówno jako środka pozyskania kapitału, jak również jako sposobu uniezależnienia finansowania gospodarek krajów wysokorozwiniętych od kondycji ekonomicznej banków, przyczyniło się do rozpoczęcia rozważań na temat wykorzystania tej techniki do wsparcia zrównoważonego rozwoju polskiego rynku finansowego w warunkach niepewności, konieczności wdrożenia zapisów rekomendacji *Basel III* przełożonych do dyrektywy *CRD IV* i rozporządzenia *CRR*, a także wprowadzenia podatku od niektórych instytucji finansowych<sup>7</sup>. Możliwości efektywnego wpływania na zrównoważony rozwój polskiego rynku finansowego poprzez sekurytyzację pojawiły się właściwie dopiero w ostatnich latach, na skutek zmian w ustawie o obligacjach i prawie bankowym oraz po uchwaleniu nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych, która dała podstawy do tworzenia funduszy jako jednostek *SPV*. Ponieważ fundusze sekurytyzacyjne zostały prawnie uprzywilejowane w realizacji sekurytyzacji wierzytelności bankowych, stały się kreatorami rozwoju procesów sekurytyzacyjnych w Polsce.

Oceniając możliwości wykorzystania techniki sekurytyzacji przy uczestnictwie funduszy inwestycyjnych na rzecz wspierania procesu zrównoważonego rozwoju rynku finansowego w Polsce, należy przede wszystkim stwierdzić, że:

1. Sekurytyzacyjne fundusze inwestycyjne pozwalają na konwersję niepracujących wierzytelności na papiery wartościowe, nabywane przez inwestorów kwalifikowanych. Zarówno banki, jak i przedsiębiorstwa sprzedające produkty lub usługi masowe mogą pozbyć się na rynku kapitałowym aktywów, które nie generują korzyści finansowych i które są trudne do upłynnienia lub zarządzania.

---

cji bank stał się pionierem rozwoju instrumentów typu ABS w Polsce oraz pozyskał średnioterminowe finansowanie dla portfela kredytów samochodowych po cenie niższej od cen pożyczek niezabezpieczonych. Bank wykorzystał sekurytyzację w aspekcie poprawy efektywności działalności oraz płynności [Sobolewski 2014].

<sup>7</sup> Pod pojęciem zrównoważonego rozwoju rynku finansowego autorzy opracowania rozumieją rozwój instytucji, regulacji, rozwiązań oraz instrumentów pozwalający coraz bardziej skutecznie i efektywnie obsługiwać uczestników tego rynku w sposób niezagrażający ich bezpieczeństwu finansowemu.

2. Wykorzystanie sekurytyzacji z udziałem funduszy pozwala na pozyskanie refinansowania w postaci pożyczek zabezpieczonych długami. Stanowi to tańsze rozwiązanie na tle pożyczek niezabezpieczonych, zwłaszcza przy prowadzeniu działalności niskomarzowej lub w warunkach niskich stóp procentowych.

3. Sekurytyzacja z udziałem funduszy inwestycyjnych pozwala na wsparcie płynności finansowej banków i przedsiębiorstw poprzez pozyskanie średnio- i długoterminowych źródeł kapitału. Jest to aspekt istotny zwłaszcza w przypadku konieczności ściślejszego dopasowywania terminów zapadalności aktywów i wymagalności pasywów w instytucjach finansowych.

4. Sekurytyzacja realizowana przez fundusze pozwala na emisję papierów wartościowych o ratingu wyższym niż rating inicjatora (np. banku). Jeżeli część papierów zostanie przez inicjatora zatrzymana, może posłużyć w kolejnych transakcjach, np. *repo* lub *sell-buy back*, bądź do odsprzedaży na rynku wtórnym.

5. Wykorzystanie funduszy sekurytyzacyjnych jako podmiotów *SPV* pozwala na wzbogacenie rynku finansowego o instrumenty tworzone na bazie jednego rodzaju ryzyka. Dzięki temu możliwy jest transfer ściśle określonych ekspozycji z bilansów banków lub przedsiębiorstw do inwestorów rynku kapitałowego.

6. Fundusze sekurytyzacyjne pozwalają na uwolnienie kapitału regulacyjnego oraz spełnienie wymogów nadzorczych w zakresie adekwatności kapitałowej, co jest zwłaszcza przydatne w przypadku banków posiadających szczególnie ryzykowne aktywa, np. indeksowane kursem walut obcych.

7. Sekurytyzacja z wykorzystaniem funduszy pozwala na zmniejszenie uzależnienia kapitałowego instytucji finansowych w Polsce od kapitału zagranicznego, a tym samym zmniejsza ekspozycję na ryzyko związane z problemami strefy euro.

8. Sekurytyzacja poprzez fundusze umożliwia dużym i średnim przedsiębiorstwom na pozyskanie kapitału ze źródeł pozabankowych, co zmniejsza ich zależność od kondycji finansowej oraz polityki kredytowej banków.

9. Wykorzystanie w procesie sekurytyzacji funduszy sekurytyzacyjnych, a więc podmiotów tworzonych przez TFI zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych pozwala na kontrolowanie całego procesu emisji oraz obsługi transferu aktywów przez KNF. Podejście takie sprawia, iż technika ta staje się bardziej transparentna, a jednocześnie bardziej bezpieczna z punktu widzenia zarówno inicjatora, jak i inwestorów.

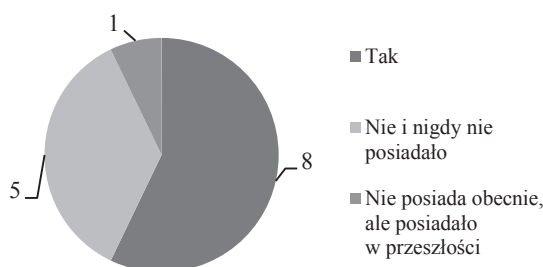
10. W sekurytyzacji z udziałem funduszy może zostać wykorzystany szczególny rodzaj umowy przenoszącej pożytki z wierzytelności, tzn. umowa subpartycypacji. Rozwiązanie to jest niedostępne dla innych podmiotów i pozwala uniknąć kosztów prawnej zmiany tytułu własności wierzytelności oraz zabezpieczeń.

11. Fundusze sekurytyzacyjne jako jedyny rodzaj podmiotu *SPV* w Polsce nie posiadają zdolności upadłościowej, nie generują zatem ryzyka niewypłacalności.

12. Fundusze sekurytyzacyjne tworzone są często przy współpracy z firmami windykacyjnymi i zarządzającymi wierzytelnościami. Dzięki temu przyczyniają się do wzrostu ich kompetencji oraz poprawy jakości działalności.

## 6. Wyniki i wnioski z badania funduszy sekurytyzacyjnych w Polsce

W okresie marzec–kwiecień 2015 r. autorzy niniejszego opracowania przeprowadzili pierwsze w Polsce badanie na temat działalności, rozwoju i wpływu funduszy sekurytyzacyjnych na polski rynek finansowy<sup>8</sup>. Badanie zostało wykonane za pomocą kwestionariusza ankiety umieszczonego na dedykowanej stronie internetowej. Kwestionariusz został skierowany drogą mailową do 56 TFI w Polsce. Odpowiedzi udzieliło 14 TFI, wśród których znalazło się 74% towarzystw zarządzających funduszami sekurytyzacyjnymi na moment badania (rys. 1).



**Rys. 1.** Czy Pani/Pana TFI posiada w ofercie jeden lub więcej funduszy sekurytyzacyjnych?

Źródło: opracowanie własne.

Towarzystwa, które nie posiadały w swojej ofercie funduszy sekurytyzacyjnych, były proszone o wskazanie przyczyn tego stanu rzeczy (tab. 1). Wśród najczęstszych odpowiedzi był brak właściwego partnera biznesowego do współpracy w zakresie sekurytyzacji i niezgodność funduszy sekurytyzacyjnych ze strategią rozwoju TFI. Żadne z towarzystw nie wskazywało na koszty, złożoność procesu utworzenia czy bariery prawne. Powyższe czynniki nie były tym samym ocenione przez TFI jako przeciwdziałające uruchamianiu funduszy sekurytyzacyjnych.

Połowa TFI, które nie posiadały funduszy sekurytyzacyjnych w momencie prowadzenia badania, stwierdziła, iż planuje wprowadzić do swojej oferty fundusze sekurytyzacyjne w najbliższej przyszłości. Połowa udzieliła odpowiedzi odwrotnej. Żaden z podmiotów nie wskazał trzeciego wariantu, tzn. iż planuje utworzenie funduszu sekurytyzacyjnego w dalszej przyszłości (rys. 2). Uzyskane wyniki dowodzą, iż część TFI postrzega oferowanie funduszy sekurytyzacyjnych jako źródło zysków i planuje korzystać z niego relatywnie szybko, podczas gdy pozostałe nie widzą w tych produktach na tyle dużej przyszłości, aby wpisywać je w swoją strategię rozwoju.

<sup>8</sup> Badanie pt. „Fundusze sekurytyzacyjne w Polsce. Funkcjonowanie i rozwój” zrealizowano pod kierunkiem dr Doroty Krupy i dra Michała Buszko przy współudziale Studenckiego Koła Naukowego Bankowości na Uniwersytecie Mikołaja Kopernika w Toruniu.

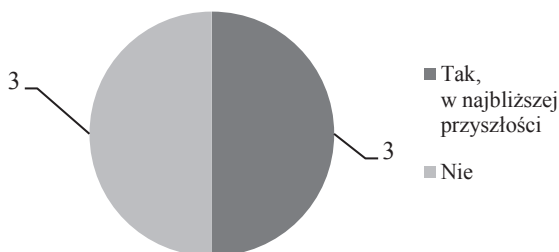


**Tabela 1.** Jakie są przyczyny braku w obecnej ofercie Pani/Pana TFI funduszy sekurytyzacyjnych?

Wskazane odpowiedzi	Liczba wskazań
Brak odpowiedniego partnera do współpracy w zakresie sekurytyzacji	3
Niezgodność funduszy sekurytyzacyjnych ze strategią rozwoju tfi	2
Zbyt mała podaż aktywów odpowiednich dla sekurytyzacji	1
Zbyt wysoki poziom ryzyka procesu sekurytyzacji	1
Zbyt wysoki poziom ryzyka inwestycyjnego	1
Złożoność procesu zarządzania funduszem	1
Inne: brak wiedzy w tym zakresie	1
Zbyt wysokie koszty utworzenia funduszu sekurytyzacyjnego	0
Złożoność procesu utworzenia funduszu	0
Bariery natury prawnej	0

N=6, wybór wielokrotny.

Źródło: opracowanie własne.



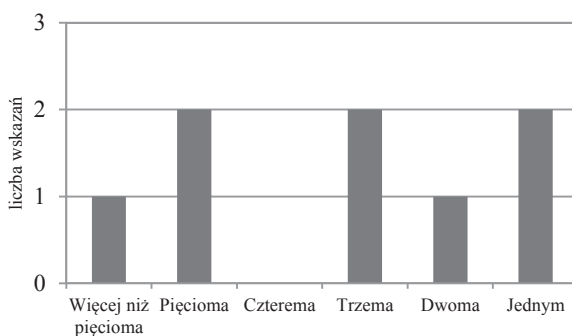
N = 6

**Rys. 2.** Czy Pani/Pana TFI rozważa utworzenie funduszu/funduszy sekurytyzacyjnego/sekurytyzacyjnych?

Źródło: opracowanie własne.

Wśród 8 TFI, które posiadały w swojej ofercie fundusze sekurytyzacyjne i wzięły udział w badaniu, 6 zarządzało więcej niż jednym funduszem sekurytyzacyjnym (rys. 3). Wynik ten wskazuje, iż podmioty, które zajmują się sekurytyzacją, na ogół dążą do osiągnięcia efektu skali i wykorzystania doświadczenia w tym zakresie.

Biorąc pod uwagę inicjatywę tworzenia funduszy sekurytyzacyjnych, TFI deklarowały najczęściej, iż to one same rozpoczynały ich tworzenie. Niemniej wysoki udział wskazań przypadł również firmom windykacyjnym, które powszechnie wspomagają tworzenie takich funduszy i zwykle stają się ich serwisierami (tab. 2). Wskazanie uczestników badania potwierdza dominację należności przeterminowanych w procesach sekurytyzacji w Polsce.



N = 8

**Rys. 3.** Ilość funduszami sekurytyzacyjnymi zarządza obecnie Pani/Pana TFI?

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 2.** Z czyjej inicjatywy Pani/Pana TFI utworzyło fundusz/fundusze sekurytyzacyjne?

Wskazane odpowiedzi	Liczba wskazań
Własnej	6
Firmy windykacyjnej	5
Banku	0
Inne: inwestor finansowy; inwestor dedykowany	2

N=8, wybór wielokrotny.

Źródło: opracowanie własne.

Pytając TFI o rodzaj wierzytelności, które podlegają konwersji przez ich fundusze sekurytyzacyjne, widoczna jest koncentracja na obrocie wierzytelnościami przeterminowanymi, w tym zwłaszcza kredytami konsumpcyjnymi (tab. 3). TFI relatywnie często wskazywały również wykorzystanie wierzytelności podmiotów niefinansowych, zarówno przeterminowanych, jak i nieprzeterminowanych. W funduszach nie podlegały sekurytyzacji nieprzeterminowane kredyty, co może świadczyć o tym, iż banki do tej pory nie potrzebowały finansowania wierzytelności pracujących bądź że wierzytelności te są na tyle rentowne, że nie wymagają tańszego refinansowania.

Docelowymi inwestorami w certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze sekurytyzacyjne są przede wszystkim firmy windykacyjne i inni klienci instytucjonalni. Wskazania TFI mogą potwierdzać, iż fundusze sekurytyzacyjne w Polsce są przeznaczone przede wszystkim do obsługi przeterminowanych wierzytelności zarządzanych przez firmy windykacyjne. Nabywcami certyfikatów funduszy do tej pory nie były banki, co może świadczyć o pozbywaniu się ryzyka kredytowego przez



**Tabela 3.** Jakiego rodzaju wierzytelności dominują w procesach sekurytyzacji prowadzonych przez fundusz/fundusze sekurytyzacyjne zarządzane przez Pani/Pana TFI?

Wskazane odpowiedzi	Wybór wielokrotny
Przeterminowane kredyty konsumpcyjne	6
Przeterminowane wierzytelności podmiotów niefinansowych	4
Nieprzeterminowane wierzytelności podmiotów niefinansowych	4
Przeterminowane wierzytelności finansowe (z wyłączeniem kredytów)	2
Przeterminowane kredyty hipoteczne	2
Przeterminowane kredyty samochodowe	1
Nieprzeterminowane wierzytelności finansowe (z wyłączeniem kredytów)	0
Nieprzeterminowane wierzytelności bankowe	0

N=8, wybór wielokrotny.

Źródło: opracowanie własne.

te instytucje, a nie traktowania sekurytyzacji jako techniki pozyskania papierów wartościowych do wykorzystania w transakcjach *repo* lub *sell-buy back*. Przyjęcie jako docelowych inwestorów podmiotów profesjonalnie zajmujących się finansami oraz możliwość emisji przez fundusze sekurytyzacyjne certyfikatów inwestycyjnych wyłącznie dla kwalifikowanych inwestorów (zamiast publicznej emisji obligacji lub sprzedaży jednostek uczestnictwa FIO) ogranicza dostęp do procesów sekurytyzacji i związanych z nim inwestycji osób nieposiadających odpowiedniej wiedzy i doświadczenia w zakresie wierzytelności. W konsekwencji możliwe jest ograniczenie na rynku strat związanych z tego typu inwestycjami. Chociaż FIZ mogą emitować

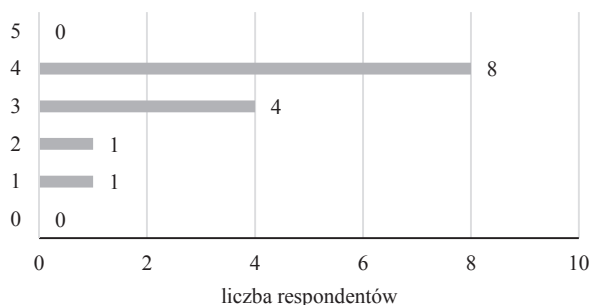
**Tabela 4.** Jaka jest docelowa grupa inwestorów nabywająca certyfikaty emitowane przez fundusz/fundusze sekurytyzacyjne zarządzane przez Pani/Pana TFI?

Wskazane odpowiedzi	Wybór wielokrotny
Firmy windykacyjne	5
Inne	3
Towarzystwa ubezpieczeniowe	1
Instytucje niefinansowe	1
Inwestorzy indywidualni	1
Banki	0
Fundusze inwestycyjne	0
Otwarte fundusze emerytalne	0

N=8, wybór wielokrotny.

Źródło: opracowanie własne.

zarówno certyfikaty inwestycyjne, jak i obligacje, w ramach sekurytyzacji instrumenty te są zwykle dedykowane konkretnym odbiorcom i nie są dostępne w powszechnym obrocie.



0 – brak perspektyw rozwoju, 5 – bardzo duże perspektywy rozwoju,  
N=14

**Rys. 4.** Jak Pani/Pan określiłaby/określiłby perspektywy rozwoju sekurytyzacji aktywów w najbliższych latach w Polsce?

Źródło: opracowanie własne.

Biorąc pod uwagę oczekiwania TFI co do perspektyw rozwoju procesów sekurytyzacji, można stwierdzić, iż są one oceniane generalnie jako dobre, w mniejszym zakresie jako średnie (rys. 4). Żaden z respondentów nie wskazał wartości skrajnych, tzn. perspektyw bardzo dobrych lub braku perspektyw.

## 7. Zakończenie

Sekurytyzacja, w tym zwłaszcza realizowana dzięki działalności sekurytyzacyjnych funduszy inwestycyjnych, ma szansę stać się wielowymiarowym narzędziem wsparcia zrównoważonego rozwoju rynku finansowego w Polsce. Obecnie należy jednak stwierdzić, iż jej wykorzystanie sprowadza się przede wszystkim do zarządzania portfelami wierzytelności wymagalnych, gdzie inicjatorami oraz serwiserami transakcji są firmy windykacyjne.

Ze względu na możliwość uzyskania korzyści podatkowych, a także ze względu na wartość, przedmiotem sekurytyzacji są przede wszystkim wierzytelności bankowe. Rozwój sekurytyzacji w Polsce w tym kierunku należy uzasadnić przede wszystkim chęcią odzyskania środków z niepłynnych i niepracujących aktywów w sposób szybszy i tańszy niż we własnym zakresie w wyniku podjętych samodzielnie przez banki działań windykacyjnych. Wykorzystanie sekurytyzacji do prowadzenia przede wszystkim obsługi nieregularnych wierzytelności może znaleźć uzasadnienie również w chęci ograniczenia kosztów realizacji zabezpieczeń aktywów. Z pewnością nadrzędność motywu pozbywania się aktywów z bilansu banków jest wzmocniona

utrata możliwości stosowania bankowego tytułu egzekucyjnego oraz ograniczenia-  
mi natury prawnej w odniesieniu do windykacji konsumenckiej.

Obserwując stan rozwoju sekurytyzacji w Polsce, należy podkreślić jej obecne  
niedocenie zarówno przez inicjatorów, jak i inwestorów oraz stosowanie w bar-  
dzo wąskim zakresie możliwości jej wykorzystania. Hipotezę postawioną na począt-  
ku niniejszego opracowania należy zweryfikować negatywnie. Konieczność aktyw-  
nego oddziaływania na terminy zapadalności aktywów i pasywów, poszukiwanie  
płynności strukturalnej w sektorze bankowym, opodatkowanie aktywów banków,  
a także chęć stworzenia alternatywnego sposobu finansowania przedsiębiorstw będą  
w ocenie autorów czynnikami determinującymi szersze wykorzystanie sekurytyzacji  
i jej wpływu na rozwój rynku finansowego w Polsce w kolejnych latach.

Z pewnością do rozwoju sekurytyzacji i funduszy sekurytyzacyjnych przyczyni  
się wzrost przeterminowanego zadłużenia z tytułu powszechnie udzielanych banko-  
wych i pozabankowych pożyczek konsumenckich, a także kredyty mieszkaniowe  
we franku szwajcarskim, w przypadku których wysoki kurs waluty szwajcarskiej  
ogranicza opłacalność dla banków. Zaangażowanie funduszy pozwoli tu na bardziej  
elastyczne zarządzanie długiem, a także zwiększy bezpieczeństwo dłużników.

## Literatura

- Buszko M., 2010, *Sekurytyzacja ryzyka zmiany cen towarów na rynkach finansowych za pomocą pro-  
duktów collateralized commodity obligations (CCO)*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekono-  
micznego w Poznaniu, nr 143.
- Buszko M., Deffains-Crapsky C., 2013, *Whole business securitization in the structuring and refinanc-  
ing of LBOs*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 321.
- Davidson A., Sanders A., Wolff L.-L., Ching A., 2003, *Securitization. Structuring and investment anal-  
ysis*, Wiley.
- Fabozzi F.J., Davis H.A., Choudhry M., 2006, *Introduction to structured finance*, Wiley.
- Fabozzi F.J., Kothari V., 2008, *Introduction to securitization*, Wiley.
- Kendall L.T., Fishman M.J. (red.), 2000, *A primer on securitization*, MIT Press.
- Kothari V., 2006, *Securitization. The financial instrument of the future*, Wiley.
- Krupa D., Buszko M., 2015a, *Securitisatio fund in Poland*, Transcom Proceedings 2015: 11th Euro-  
pean Conference of Young Researchers and Scientistis, Žilina, Sect. 2: Economic and manage-  
ments, E. Malichová, G. Koman, M. Mokryš (red.). University of Žilina, Žilina.
- Krupa D., Buszko M., 2015b, *Securitisatio funds in Poland in investment fund companies' perspec-  
tive*, Procedia Economics And Finance, vol. 30, Elsevier, s. 379-387.
- Securitisatio Data Report Q3:2015*, AFME Finance for Europe, <http://search.sifma.org> (10.02.2016).
- Sobolewski P., 2014, *Apetyt na sekurytyzację wciąż rośnie*, Parkiet 14.05.2014.
- Ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U., nr 146, poz. 1546 ze zm.