

Krzysztof Biernacki
Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

Transakcje sekurytyzacji aktywów w Polsce – stan obecny i perspektywy rozwoju

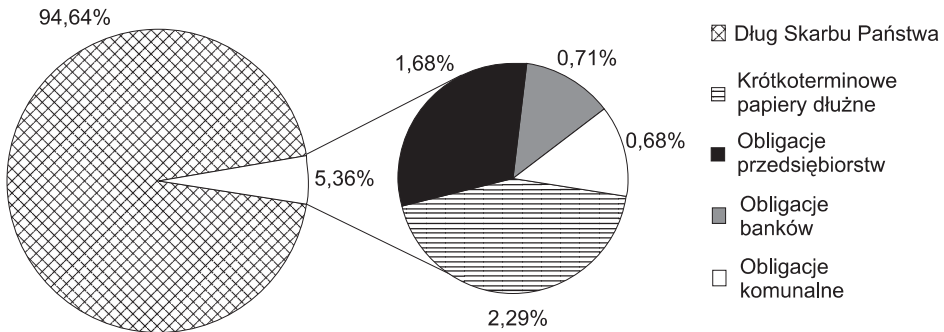
Wprowadzenie

Trwająca w Polsce ewolucja szeroko rozumianego sektora bankowo-finansowego stawia pytanie o kierunek i ostateczny cel tych przeobrażeń. W nawiązaniu do klasycznego podziału na kontynentalny i anglosaski model organizacji struktury instytucji dostarczających kapitału przedsiębiorstwom, w naszym kraju, mimo dominacji dużych, uniwersalnych banków (model kontynentalny), dynamicznie rozwija się od połowy lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku rynek finansowy (model anglosaski). Jednym z elementów tych przeobrażeń są transakcje sekurytyzacji aktywów, które ze względu na swoją rzadkość występowania wciąż można traktować jako innowacje na rodzimym rynku. Doświadczenie zdobyte w przeprowadzonych emisjach sekurytyzacyjnych oraz zmiany legislacyjne związane z tym instrumentem finansowym stawiają pytanie o dalszy rozwój tej formy finansowania przedsiębiorstw, a w konsekwencji także o kierunek rozwoju całego sektora bankowo-finansowego w Polsce.

Artykuł, próbując odpowiedzieć na przedstawiony problem, przedstawia strukturę rynku dłużnego w Polsce i na tym tle omawia przeprowadzone dotychczas transakcje sekurytyzacji aktywów. Po analizie zmian legislacyjnych dotyczących omawianego problemu ostateczna odpowiedź przyjmuje formę hipotez odnoszących się do dalszych kierunków zmian omawianego sektora.

Sektor publiczny i prywatny a rynek instrumentów dłużnych

Krajowy rynek instrumentów dłużnych obejmuje zarówno zobowiązania sektora publicznego, jak i prywatnego. Wprowadzenie normatywnych ograniczeń w za-



Rys. 1. Rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce

Opracowanie własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego oraz biuletynów Fitch Polska S.A. Stan na koniec 2004 r.

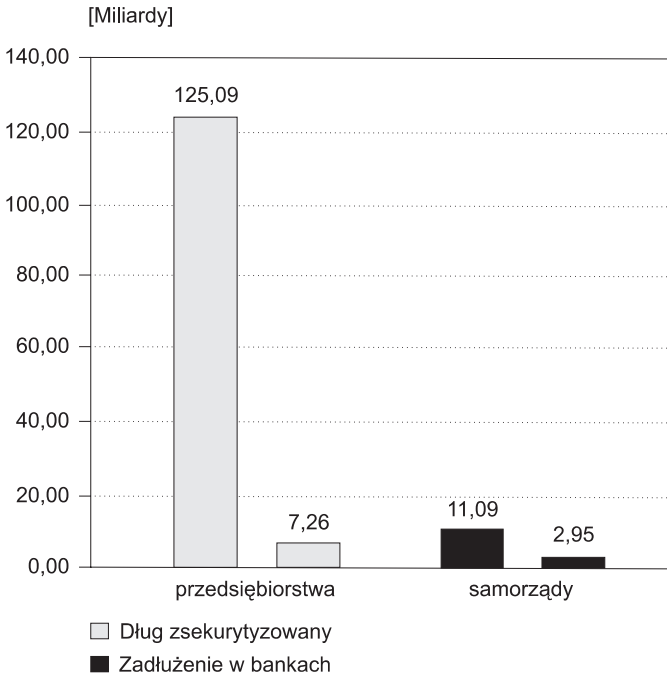
ciąganiu kredytów bankowych przez Skarb Państwa¹ zdeterminowało konieczność pozyskania środków finansowych wyłącznie w formie papierów wartościowych. Doszło zatem do sekurytyzacji² długu publicznego. Jednostki zaś samorządu terytorialnego oraz podmioty prywatne mają dostęp do kredytów bankowych, a także mogą emitować dłużne papiery wartościowe. W konsekwencji przyjętych regulacji i rozwiązań krajowy rynek dłużnych papierów wartościowych prezentuje rys. 1.

W liczbach bezwzględnych zadłużenie Skarbu Państwa na koniec 2004 r. wynosiło 410 434 mln w porównaniu z 23 221 mln zł wartości całego rynku pozaskarbowych papierów dłużnych. Obecnie krajowy rynek zdominowany jest przez dług jednej tylko instytucji, a emisje innych podmiotów stanowią margines. Zjawisko to analizowane z makroekonomicznego punktu widzenia przynosi hipotezę o „wypychaniu” z rynku długu tych pozostałych instytucji, co przedkłada się na koszt pozyskania przez nie środków finansowych (Rzońca, 2005). Wśród pozostałych podmiotów największy udział mają emisje papierów wartościowych z terminem wykupu do jednego roku (krótkoterminowe papiery dłużne, KPD), które stanowią prawie połowę rynku. Znikomy udział pozostałych pożyczkobiorców w rynku kapitałowym przekłada się na wolumen udzielonych kredytów przez sektor bankowy. Z porównania zadłużenie przedsiębiorstw i jednostek samorządu terytorialnego, odpowiednio w formie kredytów i papierów wartościowych, wyraźnie widać dominację banków (rys. 2).

Z rys. 2 wynika, że sektor bankowy ma istotny wpływ na kształtowanie się zadłużenia przedsiębiorstw w Polsce. Po uwzględnieniu dodatkowo faktu, że or-

¹ Por. art. 220 ust. 2 Konstytucji z 1997 r. (Dz.U. Nr 78, poz. 483) oraz art. 43 Ustawy z dnia 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych (Dz.U. Nr 155, poz. 1014 ze zm.), dalej: UoFP.

² Określenie to jest homonimem angielskiego wyrażenia odnoszącego się do transakcji zaciągania długu przez emisję papierów wartościowych (ang. *securitisation*, am. *securitization*), por. P.W. Feeny, *Securitization. Redefining the Bank*, 1995, s. 2.



Rys. 2. Relacja zadłużenia w formie papierów dłużnych i kredytów bankowych przedsiębiorstw i jednostek samorządu terytorialnego w Polsce

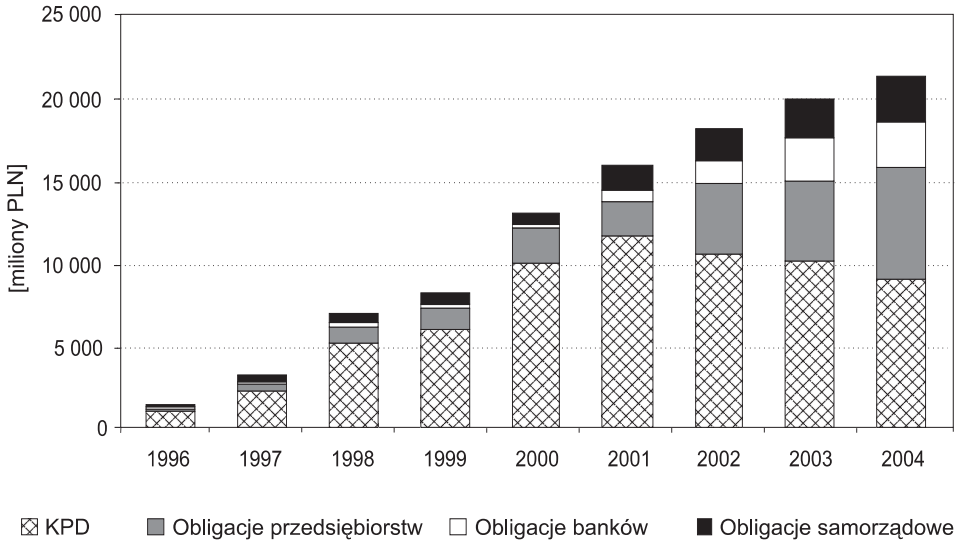
Opracowanie własne na podstawie danych Narodowego Banku Polskiego, stan na koniec 2004 r.

ganizatorem emisji papierów dłużnych dla tych podmiotów są prawie wyłącznie banki i one jednocześnie są głównym inwestorem na tym rynku³, widać dominację tych dwóch instytucji na rynku dłużnym: Skarbu Państwa oraz banków.

Przedstawione proporcje uzasadniają tezę, iż rodzimy system finansowy należy do modelu kontynentalnego, gdzie uniwersalne banki zapewniają kompleksową obsługę podmiotom na rynku. Brakuje istotnych bodźców do poszukiwania nowych, niebankowych form finansowania dalszego rozwoju. Sytuację tę potwierdza także fakt, że większość emitowanych pozaskarbowych papierów dłużnych nie jest notowana na rynku publicznym, co ma bezpośrednie przełożenie na płynność tego rynku oraz dostęp do niego pewnych kategorii inwestorów (np. indywidualnych). Emitowane papiery wartościowe nie mają także często żadnych zabezpieczeń, co stawia w niekorzystnej sytuacji wierzycieli w przypadku upadłości takiego emitenta⁴.

³ Na koniec 2004 r. udział banków jako inwestorów w pozaskarbowym rynku papierów dłużnych wynosił 33,88% i był najwyższy wśród inwestorów na tym rynku.

⁴ Przykładem jest strata 9 mln zł przez Związek Artystów Scen Polskich w wyniku inwestycji w Stocznię Szczecińską, która ogłosiła upadłość; zob. J.R. Kowalczyk, *ZASP utopił 9 milionów*, 2002.



Rys. 3. Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych w Polsce – dynamika

Opracowanie własne na podstawie danych Fitch Polska S.A. Wartości nominalne emisji prezentowane na koniec każdego roku.

Mimo przedstawionej dominacji sektora bankowego w Polsce oraz występujących ograniczeń, rynek pozaskarbowych papierów dłużnych rozwijał się od początku lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku na wzór rynków anglosaskich. Zwłaszcza po 1997 r. rozwój ten był szczególnie dynamiczny, osiągając wartość z pierwotnej 1,5 miliarda, do obecnej 23 miliardów złotych (rys 3). Interesujące jest, że obejmuje on także emisje dłużnych papierów banków, które w ten sposób zarządzają swoimi aktywami (przez nabywanie emisji) oraz pasywami.

Na tak ukształtowanym rynku długu przeprowadzono w Polsce kilka transakcji sekurytyzacji aktywów. Łączyły one gwarancję wypłacalności dla inwestorów, przez ustanowione zabezpieczenia, z większą elastycznością zarządzania istniejącym długiem niż w przypadku kredytu bankowego.

Emisje sekurytyzacji aktywów w Polsce

Wprawdzie przyjmuje się, że pierwsze próby sekurytyzacji aktywów były w Polsce już w 1991 r. (Strojewski, 2003, s. 20), to przeważa pogląd, że do pierwszej takiej transakcji z wykorzystaniem spółki celowej (SPV) doszło dopiero w lipcu 1999 r. Przeprowadzona została przez podmiot sektora farmaceutycznego, a oparta na należnościach od publicznych zakładów opieki zdrowotnej oraz szpitali. Inicjatorem całego procesu była wrocławska spółka Urtica Zaopatrzenie Farmaceutyczne S.A., emitentem natomiast specjalnie powołana do tego celu spółka Urtica Finanse S.A. Wartość sekurytyzowanych aktywów wynosiła 60 mln zł,

a emisja odbyła się na kwotę 50 mln zł⁵. Różnica między tymi wartościami była dodatkowym zabezpieczeniem całej transakcji, przy jednoczesnym uruchomieniu przez bank wspomagający (BRE Bank S.A.) linii kredytowej. Tak duże nadzabezpieczenie (*overcollateralization*) było związane z wysokim ryzykiem terminowości spłat sekurytyzowanych aktywów. Dłużnikami były podmioty, które formalnie nie mogły być postawione w stan upadłości, natomiast nieregularność spłat powodowała istotne ryzyko płynności dla inwestorów. Papiery wartościowe tej emisji przybrały prawną formę weksli, tzw. weksli inwestycyjnych o wartości nominalnej 100 000 zł i terminie wykupu do jednego roku. Emisja ta była zakwalifikowana do segmentu KPD, a ponieważ spłata wykupywanych emisji następowała przez kolejne tranze papierów wartościowych, więc forma taka zapewniała długoterminowe finansowanie organizatora transakcji. Emisja otrzymała raiting krajowy przyznany przez Komitet Raitingowy CERA na najwyższym poziomie CP-1, a od 22 grudnia została umieszczona na liście obserwacyjnej ze względu na przejęcie firmy Urtica Zaopatrzenie Farmaceutyczne S.A. przez Polską Grupę Farmaceutyczną (PGF) S.A. Mimo dokonanego przejęcia Urtica zachowała samodzielność w wyborze form pozyskiwania kapitału. Było to związane z kontynuacją transakcji sekurytyzacyjnej.

Kolejną emisję dokonało w 2000 r. PEKAO Leasing Sp. z o.o. Był to pilotażowy program, z którego doświadczenia miały być wykorzystane w przyszłości przy sekurytyzacji aktywów banków. Emisja dotyczyła kwoty 4,3 mln zł należności leasingowych. Współudział w tej pierwszej transakcji sekurytyzacyjnej należności szeroko rozumianego sektora bankowego miał Warszawski Instytut Bankowości, który był współudziałowcem SPV oraz administratorem tego procesu. Papiery wartościowe tej emisji określono jako bony inwestycyjne. W rzeczywistości emisja miała prawną formę weksli, które zostały złożone w depozycie emitenta, bony natomiast stanowiły dokument potwierdzający uprawnienie do zapłaty kwoty wynikającej z weksla.

Ponadto jeszcze w 2000 r. nastąpiła emisja sekurytyzacyjna na kwotę 80 mln zł z inicjatywy grupy elektrociepłowni (M. Kardys, 2005). Aktywami zabezpieczającymi wyemitowane papiery wartościowe były należności inicjatorów wobec Bytomskiej Spółki Węglowej, a organizatorem transakcji Wydawnictwo Papierów Wartościowych S.A.

Skomplikowana konstrukcja emisji PEKAO Leasing Sp. z o.o. wiązała się z szerszym zagadnieniem, jakim jest prawna forma emisji sekurytyzacyjnych w Polsce, które należy nakreślić w celu kompleksowego wyjaśnienia zmian zachodzących na tym rynku.

Rozwijający się rynek pozaskarbowych papierów dłużnych w Polsce recypował w swoim początkowym okresie wzory anglosaskie. Znalazło to odzwierciedlenie w szerokim katalogu podstaw prawnych emisji papierów wartościowych,

⁵ Wszystkie dane dotyczące transakcji pochodzą z prospektu emisyjnego organizatora.

zgodnie z charakterystyczną dla tego rynku, woluntarystyczną koncepcją papieru wartościowego w tych krajach. Na rodzimym rynku oznaczało to wytworzenie się czterech podstawowych podstaw emisji, gdzie do najważniejszych zaliczyć należy Prawo wekslowe⁶, Kodeks cywilny⁷, Prawo bankowe⁸ oraz do 2000 r. w mniejszym zakresie ustawa o obligacjach⁹. Pomijając bankowe papiery wartościowe jako specyficzny papier wartościowy, który emitować mogą tylko banki (art. 5 PrBank), w segmencie emisji przedsiębiorstw najpopularniejszą formą był weksel. Bezpośrednie zastosowanie tej formy w obrocie kapitałowym w Polsce wynikało z ich ponadnarodowego charakteru prawnego (Haag, 1996, s. 12). Prawo wekslowe, obowiązujące również w Polsce, opiera się na międzynarodowych Konwencjach Genewskich z 1930 r. Długa tradycja stosowania weksla w krajach Europy Zachodniej oraz znajomość tej problematyki prawnej dała podstawy do zastosowania tego instrumentu w początkowej fazie rozwoju rynku pozaskarbowych papierów dłużnych. Wykorzystanie weksli, jako papierów wartościowych o charakterze inwestycyjnym, spotkało się z krytyką w literaturze (por. Mojak, Jakubek, 1999, s. 37; Sobolewski, 1997, s. 44). Niektórzy autorzy twierdzili, że sprzeciwia się to naturze weksla jako papieru wartościowego przeznaczonego przede wszystkim do obrotu handlowego. Brakowało jednak podstaw, aby uznać, że emisje weksli inwestycyjnych są niezgodne z prawem oraz nieważne. Sama forma tego papieru wartościowego niesie ze sobą zarówno korzyści, jak też pewne ograniczenia. Niewątpliwie weksel może być przedmiotem swobodnego obrotu, a wynagrodzenie nabywcy przyjmuje postać zarówno dyskonta, jak i formę odsetek. Przenoszenie zaś weksla, jeżeli następuje w drodze indosu (jako alternatywna forma dla cesji), tworzy dodatkowych dłużników, bowiem każdorazowy indosant staje się dłużnikiem solidarnym wraz z wystawą weksla (art. 47 PrWeksl). Dlatego aby uniknąć tych ograniczeń, emisja PEKAO Leasing Sp. z o.o. przybrała tak złożoną postać. Ponadto obrót wekslowy nie podlega regulacji przez przepisy o publicznym obrocie papierami wartościowymi¹⁰ (art. 1 ust. 2 PrPapW), co uniemożliwia publiczny, zdematerializowany obrót tymi dokumentami. W przeszłości istniały również ograniczenia po stronie popytu na papiery sekurytyzacyjne, mające formę weksli w przypadku np. instytucji ubezpieczeniowych (Kosiński, 1997, s. 76).

Do nowelizacji ustawy o obligacjach w 2000 r.¹¹ weksel był najpopularniejszą formą krótkoterminowego papieru dłużnego w Polsce. Dlatego też pierwsze emi-

⁶ Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. Prawo wekslowe (Dz.U. Nr 37, poz. 282), dalej: PrWeksl.

⁷ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (Dz.U. Nr 16, poz. 93 ze zm.), dalej: Kc.

⁸ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. Nr 140, poz. 939 ze zm.), dalej: PrBank.

⁹ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. Nr 83, poz. 420 ze zm.) dalej: UOblig.

¹⁰ Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. Nr 118, poz. 754 ze zm.), dalej: jako PrPapW.

¹¹ Ustawa z dnia 29 czerwca 2000 r. o zmianie ustawy o obligacjach oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. Nr 60, poz. 702).

sje sekurytyzacyjne oparte na PrWeksl były naturalną kontynuacją rozwoju tego rynku. W wyniku tej zmiany przepisów od 2001 r. na rynku KPD zaczęły dominować obligacje. Podobnie emisje sekurytyzacyjne, jako część tego rynku, przybierały formę tych papierów wartościowych. Pierwszą spółką, która wyemitowała papiery sekurytyzacyjne w tej formie, była opisana już wrocławska firma Urtica Finanse S.A. Te nowe emisje były związane z wykupem poprzednio wyemitowanych weksli inwestycyjnych.

Na coraz szersze zastosowanie obligacji w praktyce wpływ miały w szczególności następujące zmiany:

- ułatwienia w emisji obligacji niezabezpieczonych hipoteką lub zastawem;
- mniejsze wymogi odnoszące się do kapitałów własnych emitenta obligacji niezabezpieczonych (dodać należy, że emisje sekurytyzacyjne w rozumieniu UOblig nie były emisjami zabezpieczonymi);
- dematerializacja obrotu obligacjami poza rynkiem regulowanym.

Ponadto nowelizacja wprowadziła także niewykorzystaną do dzisiaj formę tzw. obligacji przychodowych (art. 23a UOblig). Konstrukcja ta opiera się na wyodrębnieniu określonego majątku, który stanowi zabezpieczenie emisji, lub określenia pewnych przychodów służących spłacie wyemitowanych papierów wartościowych. Szczególnie ta druga konstrukcja odpowiada potrzebom programów sekurytyzacyjnych. Ustawodawca ograniczył jednak potencjalny krąg remitentów tylko do pomiotów sektora samorządowego lub przedsiębiorstw bezpośrednio z nimi powiązanych, wykonujących zadania w sferze użyteczności publicznej (art. 23a UOblig). Oznacza to stworzenie interesującego instrumentu do dalszego finansowania rozwoju sektora samorządowego. Istotną przewagą tych papierów wartościowych jest fakt, że ich emisja nie wpływa na wzrost zadłużenia danej jednostki samorządowej, co pozwala ominąć rygorystyczne wymogi relacji zadłużenia do przychodów nałożone na te podmioty przez ustawę (art. 113 UoFP).

Kolejnym emitentem obligacji, po firmie wrocławskiej, była spółka Greenhouse Finance. Na podstawie nabytych wierzytelności publicznych zakładów opieki zdrowotnej dokonała ona emisji obligacji na kwotę 12 mln zł. Należności pochodziły z umów o restrukturyzacje zadłużenia publicznych zakładów opieki zdrowotnej, zawartych z firmą Greenhouse Capital Management S.A., która jako inicjator całego procesu sekurytyzacji zawarła takie porozumienia z ponad 200 podmiotami. Emisja opiewała tylko na część przejętego zadłużenia i miała być w przyszłości zwiększona. Do dzisiaj, w związku z pogłębiającymi się problemami w służbie zdrowia i zwiększającym się ryzykiem, spółka ta nie przeprowadziła kolejnych emisji.

Także opierając się na należnościach od publicznych zakładów opieki zdrowotnej, dużą emisję obligacji przeprowadziła w maju 2001 r. firma Pharmag S.A. Wartość całego programu wynosiła 100 mln zł, a wyemitowano papiery wartościowe na kwotę 38 mln zł. Emisja ta została dokonana przy współdziałaniu BRE Banku S.A., który już miał wówczas duże doświadczenie w emisjach sekurytyzacyjnych

na rynku krajowym. Wyemitowane obligacje miały termin zapadalności do 6 miesięcy, a cały program był zaplanowany na 4 lata.

Przełomem na rynku sekurytyzacji w Polsce była emisja obligacji przez Polish Retail Properties Finance Plc we wrześniu 2003 r. Kwota emisji wyniosła 74 mln euro, a spłatę stanowić mają przychody z najmu lokali komercyjnych w Warszawie, przysługujących firmie DTC Real Estate S.A. (inicjatorowi całego procesu), które obciążono hipoteką jako zabezpieczeniem. Program ten pokazuje, iż można pokonać w Polsce trudności związane z emisją opartą na zabezpieczeniach hipotecznych¹². Jest to pierwszy proces sekurytyzacji w Polsce, który otrzymał międzynarodowy rating emitowanych papierów wartościowych na poziomie BBB. Nadała go firma Fitch Ratings biorąca czynny udział także we wcześniejszych emisjach sekurytyzacyjnych. W związku z niemożnością uplasowania tej emisji na krajowym rynku sekurytyzacyjnym, znaczna część emisji odbyła się w Wielkiej Brytanii i Luksemburgu.

Dotychczasowe emisje sekurytyzacji aktywów w Polsce przedstawia tabela.

Tabela. Emisje sekurytyzacyjne w Polsce

Lp.	Rok emisji	Inicjator	Remitent	Wartość emisji	Sekurytyzowane aktywa
1	1999	Urtica Zaopatrzenie Farmaceutyczne S.A.	Urtica Finanse S.A.	50 mln zł	należności od publicznych ZOZ-ów
2	2000	PEKAO Leasing S.A.	PEKAO Leasing Sekurytyzacja Sp. z o.o.	4,3 mln zł	należności leasingowe
3	2000	Elektrociepłownie	WPW S.A.	80 mln zł	należności handlowe sektora węglowego
4	2001	Greenhouse Capital Management S.A	Greenhouse Finance S.A.	12 mln zł	należności od publicznych ZOZ-ów
5	2001	Pharmag S.A.	Pharmag-HM Sp. z o.o.	38 mln zł	należności od publicznych ZOZ-ów
6	2003	DTC Real Estate S.A	Polish Retail Properties Finance Plc	74 mml € (wg średniego kursy NBP w miesiącu emisji wartość wynosiła 340 mln zł)	należności od najemców lokali komercyjnych w Warszawie

Źródło: opracowanie własne oraz na podstawie J. Zombirt, I. Styn, *Transakcje sekurytyzacyjne na świecie i w Polsce*, Rynek Terminowy nr 14 (4/01), s. 19.

Porównanie rozwoju rynku pozaskarbowych papierów dłużnych z transakcjami sekurytyzacyjnymi w Polsce wskazuje malejącą tendencję tego typu emisji, podobnie jak w przypadku emisji KPD (rys. 3). Wyjątkowa emisja DTC Real

¹² Securitisation in Poland, Raport agencji ratingowej Fitch z grudnia 2002 r.

Estate S.A. może być tylko potwierdzeniem tej tendencji. Tym bardziej że w znacznej części została uplasowana na rynkach zagranicznych, a nie krajowym, wpisując się w istniejący tam od lat osiemdziesiątych ubiegłego wieku trend finansowania potrzeb pożyczkowych przedsiębiorstw przez emisje papierów dłużnych (Reksa, 2004, s. 60). Ponadto nie nastąpiły dotychczas, mimo opracowania wstępnych projektów, emisje szeroko rozumianego sektora publicznego, których zabezpieczeniem miały być należności Zakładu Ubezpieczeń Społecznych czy też Polskich Sieci Energetycznych.

Zmiany legislacyjne

Mimo kilku prób uregulowania sekurytyzacji aktywów w jednym akcie prawnym obecnie przepisy dotyczące tego instrumentu istnieją wyłącznie w Ustawie o funduszach inwestycyjnych¹³. Przepisy te tworzą nowy typ funduszu inwestycyjnego – fundusz sekurytyzacyjny, który miałby emitować certyfikaty celem gromadzenia środków na nabycie wierzytelności (art. 183 pkt 1 UoFI). Pełnić ma on funkcję SPV, która była dotychczas zarezerwowana tylko dla spółek handlowych posiadających osobowość prawną, każdorazowo powoływanych dla danej transakcji.

Przepisy te umożliwiają zastosowanie w praktyce wielu modeli transakcji sekurytyzacyjnych. Transfer wierzytelności może być dokonany zarówno w formie cesji, jak i z wykorzystaniem subpartycypacji (art. 183 pkt 4 UoFI). Fundusz sekurytyzacyjny może emitować certyfikaty *pass-through* oraz *pay-through* (art. 189 pkt 1 UoFI). Istnieje także możliwość zorganizowania emisji podporządkowanych (art. 190 UoFI). Ponadto ustawa ta, nowelizując Prawo bankowe, wprowadziła możliwość nabycia przez bank, jako inicjatora części wierzytelności, które nie zostaną spłacone przez pierwotnych dłużników, nie więcej niż do 10% ich ogólnej wartości (art. 92a pkt 6 PrBank). Ustawa ta wprowadza także dwie bardzo istotne zmiany dotyczące odpowiednio możliwości przetwarzania danych osobowych dłużników przez fundusz (art. 193 pkt 5 UoFI) oraz zryczałtowaną opłatę związaną ze zmianą wpisu w księgach wieczystych przy sekurytyzacji wierzytelności zabezpieczonych hipoteką (art. 195 pkt 5 UoFI). Dotychczas istniejące rozwiązania znacznie ułatwiały tego typu transakcje, przy czym należy pamiętać, że dotyczą one tylko transakcji sekurytyzacyjnych, gdzie nabycie wierzytelności oraz emisja papierów wartościowych (certyfikatów) następuje przez fundusz inwestycyjny.

Oprócz wymienionych zmian o charakterze pozytywnym dla rozwoju rynku sekurytyzacji, należy wskazać także negatywne aspekty tej regulacji. Wiąza się one z problemem sekurytyzacji wierzytelności bankowych, gdyż z całego unormowania widać daleko idące uprzywilejowanie tego typu transakcji. Ustawodaw-

¹³ Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. Nr 146, poz. 1546), dalej: UoFI.

ca wprowadził dwa typy funduszu sekurytyzacyjnego: standaryzowany i niestandardyzowany. Pierwszy z nich może tworzyć subfundusze tylko wówczas, gdy środki pochodzące z emitowanych certyfikatów zostaną przeznaczone na nabycie wierzytelności bankowych (art. 185 pkt 5 UoFI). W innym przypadku może on funkcjonować tylko jako pojedynczy fundusz, co upodabnia go do funduszu niestandardyzowanego (art. 187 pkt 1 UoFI). Drugi fundusz, mając możliwość nabycia różnych wierzytelności, może emitować swoje certyfikaty tylko do osób prawnych oraz jednostek organizacyjnych nieposiadających osobowości prawnej (art. 187 pkt 4 UoFI), co zawęży krąg potencjalnych inwestorów. Ustawa o funduszach inwestycyjnych, nowelizując przepisy dotyczące funduszy emerytalnych¹⁴, wprowadziła ograniczenie, iż tylko do 5% aktywów tych podmiotów może być lokowanych w papiery wartościowe funduszy sekurytyzacyjnych (art. 142 ust. 2a UoFE). Jest to o tyle zastanawiające, że z istoty sekurytyzowanych aktywów wynika, że powinny być one stabilną formą długoterminowej lokaty kapitału.

Omawiana ustawa wprowadziła również istotne zmiany w ustawach o podatku dochodowym od osób prawnych¹⁵. Jeżeli zbycie aktywów banku z tytułu udzielonych kredytów następuje na rzecz funduszu sekurytyzacyjnego, to nie stanowią przychodu cedowane wierzytelności z tytułu kredytów i pożyczek w ich niespłaconej części (art. 12 ust. 4 pkt 15c Pdup). Przychodem natomiast są wówczas odsetki, w tym kwota skapitalizowanych odsetek (art. 12 ust. 4e Pdup). Kosztem, podobnie jak w odniesieniu do wierzytelności niebankowych, jest strata z tytułu zbycia sekurytyzowanych wierzytelności, ale tylko do wysokości utworzonych na nie rezerw zaliczonych uprzednio do kosztów podatkowych (art. 15 ust. 1h pkt 2 Pdup).

Przedstawione przepisy dokonują rozróżnienia podmiotowego, szczegółowo regulując opodatkowanie transakcji sekurytyzacji aktywów bankowych. Pozostawienie poza obszarem regulacji innych podmiotów nasuwa wątpliwości, jak opodatkować te transakcje (Żak, 2004). Dotyczy to np. problemu, czy w przypadku sprzedaży wierzytelności bankowych innemu podmiotowi niż fundusz sekurytyzacyjny przychodem jest wartość cedowanych wierzytelności z tytułu udzielonych pożyczek w ich niespłaconej części. Podobna wątpliwość dotyczy cesji wierzytelności niebankowych. Tym samym wprowadzane regulacje, precyzując podatkowe konsekwencje sekurytyzacji aktywów bankowych, tworzą ryzyko dla innych kategorii aktywów i transakcji.

Wnioski końcowe

Przedstawione rozważania wskazują, że dotychczasowa ewolucja sektora bankowo-finansowego w Polsce, w obszarze omawianego rynku zobowiązań (długu),

¹⁴ Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. Nr 139, poz. 934), dalej: UoFE.

¹⁵ Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. Nr 21, poz. 86 ze zm.), dalej: Pdup.

zmierza wyraźnie do zagwarantowania na nim dominacji sektora bankowego. Tym samym polski sektor pośrednictwa finansowego kształtuje się na wzór modelu kontynentalnego. Podjęcie prób implementacji do istniejącego systemu transakcji sekurytyzacji aktywów, która z istoty swojej stanowi formę dezintermediacji (odpośredniczenia) relacji pożyczkobiorca – inwestor, prowadzi paradoksalnie do dalszego umocnienia się sektora bankowego. Opisane regulacje prawne jednoznacznie umacniają rolę tych instytucji na rynku zsekurytyzowanego długu w Polsce. Brak dotychczas emisji sekurytyzacyjnych, opartych na aktywach banków, można tłumaczyć bądź jako efekt występowania istotnych barier prawnych (stanowisko takie zostało zaprezentowane po sekurytyzacji aktywów PEKAO Leasing Sp. z o.o.), bądź jako brak bodźców finansowych w sektorze bankowym (np. występowanie nadpłynności tego sektora albo uzależnienie od dużych międzynarodowych instytucji, które są dostawcami taniego kapitału).

Przedstawiona w artykule próba likwidacji ograniczeń normatywnych skłania do wysunięcia hipotezy, że **banki wypracowały sobie dominującą rolę na rynku finansowym i korzystając z niej, dążą do zagwarantowania sobie w przyszłości istotnego udziału w jego ostatecznym kształcie**. Nie oznacza to negatywnej oceny zachowania samych banków, ale uwidacznia problem jednosektorowego rozwoju rynku instrumentów dłużnych w Polsce. W konsekwencji znajdzie to swoje przełożenie zarówno w wyższym koszcie pozyskania kapitału przez przedsiębiorców, jak i trudnościach w zarządzaniu nim (np. problem płynności na płytkim rynku) czy też ograniczonej dostępności do stabilnych inwestycji (brak emisji długoterminowych instrumentów dłużnych). Pierwsze efekty takich zmian były już widoczne przy emisji papierów DTC Real Estate S.A., które mimo zabezpieczeń hipotecznych nie znalazły nabywców na rynku krajowym. Przygotowane obecnie emisje sekurytyzacyjne, oparte na wierzytelnościach banków, ułatwią tym podmiotom efektywniejsze zarządzanie swoimi finansami, ograniczając jednocześnie potencjalne emisje innych podmiotów ze względu na ograniczony popyt inwestorów.

Przedstawione transakcje sekurytyzacji aktywów w Polsce wskazują, że z punktu widzenia form pozyskania finansowania rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce jest równie atrakcyjny jak kredytowanie przez banki. Jednak wprowadzane regulacje w widoczny sposób gwarantują dominację sektora bankowego. Tym samym prawo ma więc istotny wpływ na alokację zasobów finansowych, która to alokacja nie opiera się na kryteriach ekonomicznych (podaż i popyt), lecz arbitralnych (decyzja ustawodawcy).

Bibliografia

- Feeney P.W., *Securitization. Redefining the Bank*, St. Martin's Press, New York 1995.
Haag P., *Krótkoterminowe papiery dłużne*, Bank i Klient, nr 8, 1996.
Kardys M., *Nowe możliwości pozyskiwania kapitału*, „Gazeta Prawna” z 1 lutego 2005 r.

- Kosiński A., *Sekurytyzacja aktywów na świecie i w Polsce*, Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa 1997.
- Kowalczyk J.R., *ZASP utopił 9 milionów*, „Rzeczpospolita” z 02.09.2002 r., dodatek „Ekonomia”.
- Mojak J., Jakubek J., *Prawo papierów wartościowych*, Lubelskie Wydawnictwo Prawnicze, Lublin 1999.
- Reksa Ł., *Sekurytyzacja wiarytelności na rynkach międzynarodowych*, Bank i Kredyt, nr 2, 2004.
- Rzońca A., *Portfelowy efekt wypychania a mnożniki fiskalne*, Bank i Kredyt, nr 1 i 2, 2005.
- Sobolewski L., *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Warszawa 1997.
- Strojewski D., *Sekurytyzacja aktywów w Polsce*, [w:] *Sekurytyzacja aktywów ze szczególnym uwzględnieniem wiarytelności hipotecznych*, Fundacja na rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2003, z. 16.
- Zombirt J., Styn I., *Transakcje sekurytyzacyjne na świecie i w Polsce*, Rynek Terminowy, nr 14 (4/01).
- Żak J., *Podatkowy znak zapytania*, „Rzeczpospolita” z 12.09.2004 r., dodatek „Prawo”.

Asset securitization transactions – present and future situation

Summary

The debt market in Poland consists either of a very strong banks' sector or public, securitization debt. Moreover, there are also small emissions of entrepreneurs' securities. This article tries to answer a question, how implementing a new innovation – asset securitization, influences the debt market. As a conclusion, the author states a hypothesis that regardless of implementing new financial instruments, banks strive to keep as much as possible of the financial market. According to asset securitization, this position is kept by acting new regulations, which visibly prefer the banks' sector.