

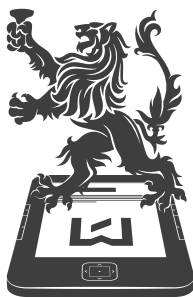
Finanse

Efektywność funduszy sekurytyzacyjnych działających na rynku polskim

Ewa Nastarowicz



**Efektywność
funduszy
sekurytyzacyjnych
działających na
rynku polskim**



WYDAWNICTWO
UNIwersYTETU
ŁÓDZKIEGO

Finanse

Efektywność funduszy sekurytyzacyjnych działających na rynku polskim

Ewa Nastarowicz



WYDAWNICTWO
UNIWERSYTETU
ŁÓDZKIEGO

ŁÓDŹ 2016

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

RECENZENT

Irena Pyka

REDAKTOR INICJUJĄCY

Monika Borowczyk

REDAKTOR WYDAWNICTWA UŁ

Joanna Balcerak

SKŁAD I ŁAMANIE

Munda – Maciej Torz

PROJEKT OKŁADKI

Stämpfli Polska Sp. z o.o.

Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Shutterstock.com

© Copyright by Ewa Nastarowicz, Łódź 2016

© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2016

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

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

ISBN 978-83-8088-281-2

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

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

Spis treści

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

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

Rozdział 3

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

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

Rozdział 4

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

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

Rozdział 5

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

Wstęp

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Rozdział 1

Rynek wierzytelności i jego funkcjonowanie w warunkach polskich

1.1. Rynek wierzytelności

1.1.1. Pojęcie wierzytelności

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1.1.2. Rodzaje wierzycelności

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

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

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

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

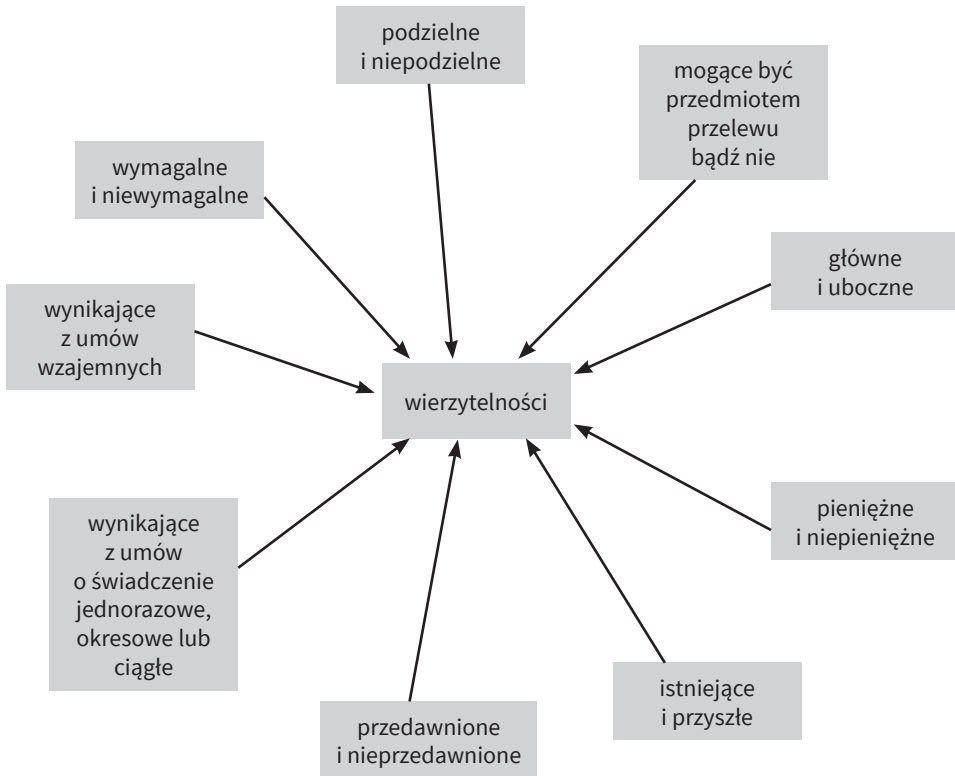
7 Zob. Z. Radwański, *Prawo zobowiązań*, Warszawa 1986.

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

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

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

Schemat 1. Rodzaje wierzytelności



Źródło: opracowanie własne.

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

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

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