

# PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

# RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 362

## Zmiany prawodawstwa gospodarczego w okresie transformacji ustrojowej w Polsce

Redaktorzy naukow  
Tadeusz Kocowski  
Katarzyna Marak



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2014

Redakcja wydawnicza: Anna Grzybowska, Joanna Szynal  
Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz  
Korekta: Justyna Mroczkowska  
Łamanie: Małgorzata Czupryńska  
Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja współfinansowana z budżetu województwa dolnośląskiego



Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:  
[www.ibuk.pl](http://www.ibuk.pl), [www.ebscohost.com](http://www.ebscohost.com),  
w Dolnośląskiej Bibliotece Cyfrowej [www.dbc.wroc.pl](http://www.dbc.wroc.pl),  
The Central and Eastern European Online Library [www.ceeol.com](http://www.ceeol.com),  
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon  
[http://kangur.uek.krakow.pl/bazy\\_ae/bazekon/nowy/index.php](http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php)

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

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie  
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2014

**ISSN 1899-3192**  
**ISBN 978-83-7695-450-9**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk i oprawa:  
EXPOL, P. Rybiński, J. Dąbek, sp.j.  
ul. Brzeska 4, 87-800 Włocławek

## Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	9
<b>Dorota Ambrożuk:</b> Kształtowanie się europejskiego prawa przewozu osób	11
<b>Jan Byrski, Monika Szaraniec:</b> Zmiany w prawie bankowym i ubezpieczeniowym w zakresie pośrednictwa finansowego w okresie transformacji ustrojowej. Część 1: Prawo bankowe .....	25
<b>Jan Byrski, Monika Szaraniec:</b> Zmiany w prawie bankowym i ubezpieczeniowym w zakresie pośrednictwa finansowego w okresie transformacji ustrojowej. Część 2: Prawo ubezpieczeniowe .....	36
<b>Monika Chlipała:</b> Promesa w koncesjonowanej działalności gospodarczej ..	49
<b>Marzena Czarnecka:</b> Sposoby zawierania umów z konsumentami w prawie energetycznym od dnia jego powstania do dnia dzisiejszego.....	60
<b>Daniel Dąbrowski:</b> Potrzeba zmian w krajowym prawie przewozowym .....	70
<b>Joanna Dominowska:</b> Prowadzenie działalności gospodarczej przez organizacje pozarządowe 1989-2014.....	82
<b>Wojciech Fill:</b> Transformacja podatkowych regulacji prawa holdingowego w Polsce .....	95
<b>Jan Gola:</b> Regulacje antykorupcyjne publicznego prawa gospodarczego a ubieganie się o pozwolenia administracyjne na wykonywanie działalności gospodarczej .....	109
<b>Jerzy Gospodarek, Katarzyna Marak:</b> Zakres wolności gospodarczej w polskim hotelarstwie w minionym ćwierćwieczu (1989-2014). Część I: Liberalizm gospodarczy w hotelarstwie lat dziewięćdziesiątych XX wieku.....	121
<b>Jerzy Gospodarek, Katarzyna Marak:</b> Zakres wolności gospodarczej w polskim hotelarstwie w minionym ćwierćwieczu (1989-2014). Część II: Świadczenie usług hotelarskich jako wolna działalność gospodarcza na gruncie ustawy o usługach turystycznych z 1997 roku .....	131
<b>Krzysztof Horubski:</b> Ochrona interesów pracowników w systemie zamówień publicznych – wybrane zagadnienia .....	146
<b>Janusz Kaspryszyn:</b> Ważne przyczyny wyłączenia wspólnika ze spółki z ograniczoną odpowiedzialnością .....	160
<b>Aneta Kaźmierczyk, Kinga Michałowska:</b> Ewolucja prawa własności w okresie transformacji gospodarczych przełomu XX i XXI wieku.....	182
<b>Tadeusz Kocowski:</b> Komerccjalizacja przedsiębiorstw państwowych a właścicielskie uprawnienia nadzorcze administracji publicznej.....	196
<b>Piotr Kukuryk:</b> Ewolucja pojęcia „konsument” w polskim prawie cywilnym.	211

<b>Michał Kuźnik:</b> Zakres kognicji sądu upadłościowego w przedmiocie za- twierdzenia układu w postępowaniu upadłościowym .....	227
<b>Jacek Lachner:</b> Problematyka zmian umowy w związku z nadzwyczajną zmianą okoliczności.....	240
<b>Jolanta Loranc-Borkowska:</b> Nowa regulacja rękojmi za wady rzeczy sprze- danej – uwagi ogólne .....	251
<b>Aleksandra Lubicz-Posochowska:</b> Podmioty odpowiedzialne za czyn nie- uczciwej konkurencji – wprowadzanie w błąd oznaczeniem przedsięwzię- cia .....	264
<b>Małgorzata Mędrala:</b> Ochrona małych pracodawców a transformacja ustro- jowa w Polsce – wybrane zagadnienia .....	274
<b>Ambroży Mituś:</b> Sekurytyzacja i jej uregulowanie w przepisach prawa kra- jowego – zarys problematyki.....	286
<b>Aleksandra Nowak-Gruca:</b> Środki ochrony praw własności przemysłowej w okresie transformacji ustrojowej (zagadnienia materialnoprawne).....	300
<b>Aldona Piotrowska:</b> Zmiany ustawodawstwa gospodarczego regulującego zawód pośrednika w obrocie nieruchomościami.....	315
<b>Katarzyna Poroś:</b> Prokura oddziałowa .....	330
<b>Agnieszka Sobiech:</b> Podmiotowość podatkowa spółek osobowych na prze- strzeni ostatnich 25 lat .....	342
<b>Tomasz M. Szczurowski:</b> Opcje na prawa udziałowe w procesach inwestycji w spółki niepubliczne .....	357
<b>Ryszard Szostak:</b> Rozpoznawanie sporów przedumownych z zakresu zamó- wień publicznych po reaktywowaniu mechanizmów rynkowych.....	370
<b>Andrzej Śmieja:</b> W sprawie funkcji realizowanych przez karę umowną .....	387
<b>Krzysztof Wesolowski:</b> Konsekwencje sposobu unormowania ochrony pasa- żerów w prawie Unii Europejskiej .....	399
<b>Magdalena Wilejczyk:</b> Przemiany polskiego prawa firmowego. Wokół (nie)zbywalności firmy .....	413
<b>Bartosz Ziemblicki:</b> Współpraca Polski z międzynarodowymi organizacjami gospodarczymi w okresie transformacji ustrojowej .....	424

## Summaries

<b>Dorota Ambrożuk:</b> Shaping the European law concerning the carriage of passengers .....	23
<b>Jan Byrski, Monika Szaraniec:</b> Changes in banking and insurance law in the range of financial intermediation during the period of political transforma- tion. Part 1 – Banking law .....	35
<b>Jan Byrski, Monika Szaraniec:</b> Changes in banking and insurance law in the range of financial intermediation during the period of political transforma- tion. Part 2 – Insurance law .....	48

<b>Monika Chlipała:</b> A promise in licensed economic activity.....	59
<b>Marzena Czarnecka:</b> Ways of concluding contracts with customers in energy law from the date of its establishment till nowadays.....	69
<b>Daniel Dąbrowski:</b> The need for change in the domestic transport law .....	81
<b>Joanna Dominowska:</b> Non-governmental organizations business activity 1989-2014 .....	94
<b>Wojciech Fill:</b> Transformation of tax adjustment of holding law in Poland....	108
<b>Jan Gola:</b> Anti-corruption regulations of the public economic law and applying for administrative permission to conduct business activity .....	120
<b>Jerzy Gospodarek, Katarzyna Marak:</b> The scope of economic freedom in Polish hospitality in the last twenty five years (1989-2014). Part 1: Economic liberalism in hospitality in the 1990s.....	130
<b>Jerzy Gospodarek, Katarzyna Marak:</b> The scope of economic freedom in Polish hospitality in the last twenty five years (1989-2014). Part 2: Providing hotel services as a free economic activity based on the 1997 tourist services act.....	145
<b>Krzysztof Horubski:</b> Protection of the interests of workers in the public procurement system – selected issues.....	159
<b>Janusz Kaspryszyn:</b> Important causes of the exclusion of a shareholder from limited liability company .....	181
<b>Aneta Kaźmierczyk, Kinga Michałowska:</b> The evolution of ownership during the economic transformation of the turn of XX <sup>th</sup> and XXI <sup>st</sup> century ...	195
<b>Tadeusz Kocowski:</b> Commercialization of state companies vs. ownership supervision rights of public administration.....	210
<b>Piotr Kukuryk:</b> Evolution of the notion of ”consumer” in the Polish Civil Law .....	226
<b>Michał Kuźnik:</b> Scope of cognition of the bankruptcy court’s approval of the arrangement in bankruptcy proceedings.....	239
<b>Jacek Lachner:</b> Problem of contract changes in connection with the exceptional change of circumstances .....	250
<b>Jolanta Loranc-Borkowska:</b> New regulation of the warranty for defects of a sold thing – general comments .....	263
<b>Aleksandra Lubicz-Posochowska:</b> Entities responsible for an act of unfair competition – misleading indication of the company.....	273
<b>Małgorzata Mędrala:</b> Protection of small employers vs. political transformation in Poland – selected problems .....	285
<b>Ambroży Mituś:</b> Securitization and regulations pertaining to it in the national legal provisions – outline of the issue.....	299
<b>Aleksandra Nowak-Gruca:</b> Protection measures of industrial property rights in the times of political transformation (substantive issues) .....	314
<b>Aldona Piotrowska:</b> Changes in the legislation governing the profession of the real estate agent.....	329

---

<b>Katarzyna Poroś:</b> Branch commercial proxy .....	341
<b>Agnieszka Sobiech:</b> Tax subjectivity of partnerships in the last 25 years.....	356
<b>Tomasz M. Szczurowski:</b> Options on share-related rights in the processes of private equity investments .....	369
<b>Ryszard Szostak:</b> Recognizing pre-contractual disputes in public procurement after the reactivation of market mechanisms .....	386
<b>Andrzej Śmieja:</b> Functions of stipulated penalty .....	398
<b>Krzysztof Wesółowski:</b> The consequences of the method of protection of passengers in the European Union law .....	412
<b>Magdalena Wilejczyk:</b> Transformations of the Polish corporate law. Around the (non)transferability of the entrepreneur's name .....	423
<b>Bartosz Ziemblicki:</b> Cooperation of Poland with international economic organizations during the period of political transformation.....	432

**Ambroży Mituś**

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

---

## SEKURYTYZACJA I JEJ UREGULOWANIE W PRZEPISACH PRAWA KRAJOWEGO – ZARYS PROBLEMATYKI

---

**Streszczenie:** Sekurytyzacja ma na celu „uzyskanie środków finansowych z wierzytelności poprzez emisję papierów wartościowych, których wykup zabezpieczają sekurytyzowane wierzytelności” (uchwała SN – Izba Cywilna z 29 listopada 2007 r.). Wyróżnia się dwa zasadnicze modele sekurytyzacji, tj. sekurytyzację pozabilansową (tzn. poprzez sprzedaż aktywów) i sekurytyzację bilansową (tzn. poprzez transfer ryzyka poza bilans, przy braku zbycia aktywów). W procesie sekurytyzacji bierze udział co najmniej kilka podmiotów, a w szczególności inicjator i SPV. W Polsce rolę SPV pełnią fundusze sekurytyzacyjne, będące funduszami inwestycyjnymi zamkniętymi dokonującymi emisji certyfikatów inwestycyjnych, w celu zgromadzenia środków na nabycie wierzytelności lub praw do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności (art. 183 ust. 1 ustawy o funduszach inwestycyjnych).

**Słowa kluczowe:** sekurytyzacja, sekurytyzowane wierzytelności, fundusz sekurytyzacyjny.

DOI: 10.15611/pn.2014.362.22

### 1. Pojęcie i modele sekurytyzacji

Sekurytyzacja (ang. *securitization*) jest jedną z form pozyskiwania kapitału i finansowania działalności gospodarczej, a polega na przekształceniu aktywów o niskiej płynności (wierzytelności) w aktywa o wyższej płynności (tj. papiery wartościowe). Sekurytyzacja to „samodzielne” finansowanie działalności poprzez emisję papierów wartościowych, których zabezpieczeniem jest wyodrębniona grupa aktywów<sup>1</sup>.

Z uwagi na brak definicji ustawowej<sup>2</sup> terminu sekurytyzacja oraz niewielkie zainteresowanie tą problematyką doktryny prawa pojęcie to jest definiowane głównie

---

<sup>1</sup> B. Lawędziak, [w:] M. Balcerowicz-Szkutnik, B. Lawędziak, W. Szkutnik, A. Wolny-Dominiak, B. Zakrzewska-Derylak, *Ryzyko zobowiązań i działań w inwestycjach gospodarczych oraz ubezpieczeniowych. Aspekt modelowania i oceny sekurytyzacji ryzyka*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2009, s. 44.

<sup>2</sup> Definicje prawne terminu „sekurytyzacja” zawierają regulacje prawa unijnego, wśród których należy wskazać Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerw-

na gruncie nauk ekonomicznych. Nieliczne definicje tego terminu możemy znaleźć w orzecznictwie sądowym<sup>3</sup>. Na szczególną uwagę zasługuje definicja sformułowana w uchwale Sądu Najwyższego – Izba Cywilna z dnia 29 listopada 2007 r., która określa, że sekurytyzacja jest „procesem ekonomicznym mającym za cel uzyskanie środków finansowych z wierzytelności poprzez emisję papierów wartościowych, których wykup zabezpieczają sekurytyzowane wierzytelności”<sup>4</sup>.

W literaturze zasadniczo wyróżnia się dwa modele sekurytyzacji, tj. sekurytyzację pozabilansową i sekurytyzację bilansową<sup>5</sup>. Sekurytyzacja pozabilansowa (właściwa, złożona) polega na wydzieleniu z ogólnej puli aktywów podmiotu jednorodnej grupy aktywów (tj. wierzytelności lub innych aktywów finansowych) stałych lub obrotowych i przekształceniu ich w papiery wartościowe emitowane na rynku kapitałowym (sekurytyzacja *sensu stricto*)<sup>6</sup>. Jeżeli sekurytyzacja obejmuje swym zakresem nie tylko operacje związane z emisją papierów wartościowych opartych na wyodrębnionych aktywach, ale i operacje dokonywane na pasywach, z którymi związana jest emisja papierów wartościowych, to wówczas mówimy o sekurytyzacji *sensu largo*<sup>7</sup>.

W przypadku sekurytyzacji pozabilansowej (tj. sekurytyzacji poprzez sprzedaż aktywów) SPV – w drodze przelewu wierzytelności (cesji) – nabywa od inicjatora wyodrębnioną pulę aktywów (wierzytelności), skutkiem czego następuje oddzielenie ryzyka inicjatora<sup>8</sup> od ryzyka aktywów będących podstawą emisji papierów wartościowych<sup>9</sup>. W sekurytyzacji pozabilansowej inicjator, jako cedent, nie ponosi

---

ca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz.Urz.UE L 2013, nr 176, poz. 1) czy też zarówno „stare”, jak i „nowe” Rozporządzenie Europejskiego Banku Centralnego (UE) nr 1075/2013 z dnia 18 października 2013 r. w sprawie danych statystycznych w zakresie aktywów i pasywów podmiotów sekurytyzacyjnych (wersja przekształcona) (EBC/2013/40) (Dz.Urz.UE L 2013, nr 297, poz. 107), które stosuje się od dnia 1 stycznia 2015 roku.

<sup>3</sup> Zob. wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego we Wrocławiu z dnia 25 listopada 2009 r., I SA/Wr 1564/2009, LexPolonica nr 2509717.

<sup>4</sup> III CZP 101/2007, LexPolonica nr 1748010.

<sup>5</sup> Podstawą rozróżnienia modeli (form) sekurytyzacji jest rodzaj umowy zawieranej pomiędzy inicjatorem (aranżerem) a spółką celową (SPV – Special Purpose Vehicle).

<sup>6</sup> P.W. Feeney, *Securitisation. Redefining the bank*, St. Martin's Press Inc., New York 1995, s. 1-2, cyt. za: B. Półtorak, *Sekurytyzacja kredytu hipotecznego na podstawie działalności banków hipotecznych*, wyd. II, CeDeWu.pl, Warszawa 2007, s. 123; *Sekurytyzacja*, Serwis informacyjny, [http://sekurytyzacja.info/o\\_sekurytyzacji-1](http://sekurytyzacja.info/o_sekurytyzacji-1) (6.05.2014).

<sup>7</sup> B. Półtorak, wyd. cyt., s. 124.

<sup>8</sup> Po przetransponowaniu aktywów na SPV niewypłacalność inicjatora nie ma na niego wpływu; nie wchodzi one w skład masy upadłościowej. A. Clist, *Zasady sekurytyzacji*, [w:] J. Zombirt (red.), *Perspektywy rozwoju sekurytyzacji w Polsce. Warunki efektywnego wykorzystania nowego instrumentu finansowania działalności*, Warszawski Instytut Bankowości, Międzynarodowa Szkoła Bankowości i Finansów, Warszawa 1999, s. 23.

<sup>9</sup> B. Lawędziak, [w:] M. Balcerowicz-Szkutnik, B. Lawędziak, W. Szkutnik, A. Wolny-Dominiak, B. Zakrzewska-Derylak, wyd. cyt., s. 49.



odpowiedzialności za niewypłacalność dłużników, gdyż po zbyciu wierzytelności jest to już ryzyko SPV. Raty kapitałowe i odsetki od wyemitowanych papierów wartościowych są spłacane „jedynie z wpływów z przelanych wierzytelności i utrata płynności przez inicjatora nie ma wpływu na terminowość i wysokość tych spłat”<sup>10</sup>. Ponadto zysk nabywców papierów wartościowych (inwestorów) zależy od aktywów (ekspozycji bazowych) będących podstawą emisji tych papierów, a nie od podmiotu je kreującego<sup>11</sup>. Oczywiście, w drodze stosownych postanowień (klauzul umownych) jest możliwe nałożenie na inicjatora odpowiedzialności wobec SPV za niewypłacalność pierwotnych dłużników<sup>12</sup>.

Cechą charakterystyczną papierów wartościowych emitowanych w procesie sekurytyzacji jest ich pozabilansowy charakter, co powoduje, że nie zwiększa się zadłużenie inicjatora, nie maleje jego zdolność kredytowa, a wręcz może wzrosnąć, jeżeli pozyskane środki są wykorzystane na spłatę dotychczasowego zadłużenia<sup>13</sup>. Na cenę papierów wartościowych emitowanych w procesie sekurytyzacji mają wpływ przede wszystkim: poziom stóp procentowych na rynkach finansowych, prawdopodobieństwo wcześniejszej spłaty zobowiązań kredytobiorców, kwestie rozłożenia w czasie płatności i terminów spłaty, ocena ratingowa aktywów emitowanych papierów wartościowych<sup>14</sup>.

Choć do zaistnienia sekurytyzacji wierzytelności niezbędna jest „emisja papierów wartościowych opartych na tych wierzytelnościach” – co oznacza, że zaspokojenie roszczeń nabywców papierów wartościowych następuje „z wpływów z tytułu zaspokajania roszczeń wynikających z tych wierzytelności lub związanych z nimi zabezpieczeń”<sup>15</sup> – to jednak istotą sekurytyzacji nie jest emisja papierów wartościowych, lecz zawarte w nich prawa majątkowe<sup>16</sup>.

Drugim rodzajem sekurytyzacji jest sekurytyzacja bilansowa, która polega na „transferze ryzyka poza bilans przy pomocy instrumentów pochodnych”, przy braku fizycznego wyodrębniania i przeniesienia aktywów na nabywcę, tj. SPV<sup>17</sup>. W tym modelu sekurytyzacji SPV nie nabywa wyodrębnionej puli wierzytelności, która pozostaje w bilansie inicjatora, lecz tylko prawo do całości lub części pożytków z nich wynikających<sup>18</sup>. Inaczej mówiąc, SPV tylko subpartycypuje w określonych

<sup>10</sup> I.A. Raczkowska, *Sekurytyzacja wierzytelności bankowych*, Biblioteka Miesięcznika Głosa, Wydawnictwo KiK Konieczny i Kruszewski, Warszawa 2001, s. 25-26.

<sup>11</sup> B. Lawędziak, [w:] M. Balcerowicz-Szutnik, B. Lawędziak, W. Szutnik, A. Wolny-Dominiak, B. Zakrzewska-Derylak, wyd. cyt., s. 45.

<sup>12</sup> Tamże, s. 49.

<sup>13</sup> B. Półtorak, wyd. cyt., s. 144.

<sup>14</sup> Tamże, s. 148.

<sup>15</sup> I.A. Raczkowska, wyd. cyt., s. 15.

<sup>16</sup> I. Pyka (red.), *Przesłanki i formy sekurytyzacji aktywów podmiotów gospodarczych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego, Katowice 2003, s. 13.

<sup>17</sup> B. Półtorak, wyd. cyt., s. 124.

<sup>18</sup> B. Lawędziak, [w:] M. Balcerowicz-Szutnik, B. Lawędziak, W. Szutnik, A. Wolny-Dominiak, B. Zakrzewska-Derylak, wyd. cyt., s. 49.

aktywach (wierzycelnościach) – stąd ten rodzaj sekurytyzacji nazywa się sekurytyzacją przez subpartycypację. Ten model sekurytyzacji jest stosowany, gdy mamy do czynienia z aktywami (wierzycelnościami) zabezpieczonymi zastawem rejestrowym lub hipoteką, a także wówczas, gdy do dokonania przelewu wierzycelności (cesji) konieczna jest zgoda dłużnika. Dlatego subpartycypacja występuje głównie w sektorze bankowym, gdzie przedmiotem sekurytyzacji są kredyty, których przeniesienie w drodze cesji może podlegać ograniczeniom (np. z powodu tajemnicy bankowej)<sup>19</sup>.

Podstawą uzyskania świadczenia przez SPV jest zawarta wcześniej umowa, na mocy której stał się on uczestnikiem procesu kredytowego w zamian za stosowną należność pieniężną. Przy sekurytyzacji przez subpartycypację „nie dochodzi do oddzielenia ryzyka upadłości inicjatora od ryzyka ponoszonego przez nabywców papierów wartościowych emitowanych przez SPV”<sup>20</sup>, gdyż wierzycelności inicjatora nadal pozostają w jego bilansie<sup>21</sup>. Natomiast ryzyko związane z sekurytyzowanymi wierzycelnościami (tj. ryzyko braku spłaty lub nienależytej spłaty) przejmuje od inicjatora SPV.

Z istoty sekurytyzacji wynika, że jej przedmiotem może być wszystko, co ma jakąkolwiek wartość<sup>22</sup>. Jednak najlepiej jest wówczas, gdy do wyodrębnionej puli wchodzi „aktywa regularnie generujące prognozowalne przepływy finansowe”<sup>23</sup>. Sekurytyzowanymi aktywami mogą być m.in. kredyty i pożyczki, należności handlowe, należności z umów ubezpieczeniowych, należności z kart kredytowych itp.<sup>24</sup>

## 2. Proces sekurytyzacji i jego główni uczestnicy

W procesie sekurytyzacji wyodrębnia się kilka etapów<sup>25</sup>. Na samym początku podejmuje się działania przygotowawcze, których celem jest pozyskanie rzetelnych informacji dotyczących w szczególności: działalności operacyjnej inicjatora, osiągniętych dotychczas wyników finansowych, wpływu sekurytyzacji na zakres i wysokość zobowiązań publicznoprawnych oraz możliwości skorzystania z innych alternatywnych źródeł finansowania<sup>26</sup>. W tej fazie procesu sekurytyzacji określa się

<sup>19</sup> Tamże, s. 49.

<sup>20</sup> I.A. Raczkowska, wyd. cyt., s. 24.

<sup>21</sup> M. Capiga, [w:] I. Pyka (red.), *Przesłanki i formy...*, s. 45.

<sup>22</sup> Zob.: K. Matela, *Co to jest sekurytyzacja*, <http://banking-magazine.pl/2012/08/29/co-to-jest-sekurytyzacja/> (6.05.2014); B. Lawędzia, [w:] M. Balcerowicz-Szcutnik, B. Lawędzia, W. Szcutnik, A. Wolny-Dominiak, B. Zakrzewska-Derylak, wyd. cyt., s. 46; J. Zombirt, *Czy stosować sekurytyzację jako alternatywne źródło finansowania?*, „Rynek Terminowy” 2001, nr 4, s. 16.

<sup>23</sup> B. Lawędzia, [w:] M. Balcerowicz-Szcutnik, B. Lawędzia, W. Szcutnik, A. Wolny-Dominiak, B. Zakrzewska-Derylak, wyd. cyt., s. 46.

<sup>24</sup> I. Pyka (red.), *Przesłanki i formy...*, s. 11.

<sup>25</sup> Zob.: W. Rudny, *Sekurytyzacja aktywów i jej znaczenie na rynku kapitałowym*, [w:] I. Pyka (red.), *Sektor finansowy w Polsce w warunkach globalizacji procesów gospodarczych*, cz. II, WSZMiJO, Katowice 2000, s. 80; M. Capiga, [w:] I. Pyka (red.), *Przesłanki i formy...*, s. 40 i nast.

<sup>26</sup> B. Lawędzia, [w:] M. Balcerowicz-Szcutnik, B. Lawędzia, W. Szcutnik, A. Wolny-Dominiak, B. Zakrzewska-Derylak, wyd. cyt., s. 46.

zasady doboru aktywów oraz przeprowadza się ich analizę (rodzaj, zbywalność itp.)<sup>27</sup>. W dalszej kolejności dokonuje się wyboru techniki transferu aktywów, od której zależy, czy sekurytyzowane aktywa pozostaną w bilansie przedsiębiorstwa, czy zostaną z niego wyłączone oraz jakie ryzyko i jakie prawa obejmuje transfer aktywów do SPV<sup>28</sup>.

Wybór i ujednoczenie aktywów przede wszystkim pod względem rodzaju zabezpieczeń i ryzyka związanego ze spłatą należności decyduje o powodzeniu sekurytyzacji, gdyż od jakości aktywów oraz ich zespolenia zależą warunki emisji i rating papierów wartościowych<sup>29</sup>. Ponadto przyjmuje się, że aktywa (wierzytelności), które będą podstawą emisji papierów wartościowych, powinny posiadać pewne właściwości, m.in.: w wyodrębnionej puli aktywów powinna znajdować się duża liczba aktywów jednorodnych rodzajowo, ale zróżnicowanych geograficznie i podmiotowo (tzn. wierzytelności powinny należeć do podmiotów mających różne miejsce zamieszkania czy siedzibę oraz różny charakter prowadzonej działalności); aktywa powinny tworzyć stosunkowo duży zbiór (pakiet wierzytelności) w ujęciu ilościowym i wartościowym; *cash flow* powinien dać się przewidywać (tzn. powinny istnieć dane pozwalające precyzyjnie prognozować stopę niespłacanych wierzytelności danego typu oraz liczbę spłat przed lub po terminie wymagalności); wierzytelności do momentu ich wymagalności muszą być zamortyzowane; prawdopodobieństwo spłaty powinno kształtować się na bardzo wysokim poziomie, a udział należności nieściągalnych musi być określony; dłużnicy powinni mieć dużą wiarygodność; za wysoką wartość zobowiązań powinna odpowiadać duża liczba dłużników<sup>30</sup>. Celem tak określonych wymogów jest to, aby aktywa (wierzytelności) były zdolne do generowania dochodów oraz aby były jak najbezpieczniejsze i zdywersyfikowane<sup>31</sup>.

Po dokonaniu wyboru aktywów przeznaczonych do sekurytyzacji kolejnym etapem jest uzyskanie oceny ratingowej wyodrębnionej puli aktywów oraz zaprojektowanie całego przedsięwzięcia (m.in. utworzenie spółki celowej – SPV)<sup>32</sup>. Końcowym etapem jest emisja sekurytyzowanych papierów wartościowych przez SPV. Otrzymane z emisji środki posłużą SPV do dokonania zapłaty za aktywa (wierzytelności) nabyte od inicjatora. Pierwotni dłużnicy, regulując swoje zobowiązania pieniężne, umożliwiają SPV – za otrzymane od nich należności – wykup wyemitowanych pa-

---

<sup>27</sup> A. Bielawska, *Sekurytyzacja jako technika refinansowania przedsiębiorstwa*, Politechnika Koszalińska, Instytut Ekonomii i Zarządzania, Zeszyty Naukowe nr 12, 2008, s. 164, <http://wne.tu.koszalin.pl/images/dokumenty/wydawnictwo/zeszyty/02/19.pdf> (6.05.2014).

<sup>28</sup> M. Capiga, [w:] I. Pyka (red.), *Przesłanki i formy...*, s. 43.

<sup>29</sup> B. Półtorak, wyd. cyt., s. 135.

<sup>30</sup> M. Münch, E. Glogowski, *Nowe usługi finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1994, s. 273; B. Półtorak, wyd. cyt., s. 138-139; M. Capiga, [w:] I. Pyka (red.), *Przesłanki i formy...*, s. 39; J. Zombirt, *Czy stosować sekurytyzację ...*, s. 15-16; I.A. Raczkowska, wyd. cyt., s. 18-19.

<sup>31</sup> B. Lawędziak, [w:] M. Balcerowicz-Szcutnik, B. Lawędziak, W. Szcutnik, A. Wolny-Dominiak, B. Zakrzewska-Derylak, wyd. cyt., s. 44.

<sup>32</sup> A. Bielawska, wyd. cyt., s. 164.

pierów wartościowych wraz ze spłatą należnych odsetek. Zakończenie sekurytyzacji następuje, gdy SPV dokona wykupu wyemitowanych papierów wartościowych i ostatecznie rozliczy się z inicjatorem<sup>33</sup>.

W ramach sekurytyzacji podejmowane są także różne działania, których celem jest jak najlepsze ukształtowanie puli aktywów (wierzytelności) oraz zmniejszenie czy wręcz nawet wyeliminowanie różnych ryzyk związanych z sekurytyzowanymi wierzytelnościami.

Aby sekurytyzacja mogła być przeprowadzona w ogóle i w sposób właściwy, niezbędny jest udział określonych kategorii podmiotów. Do głównych podmiotów uczestniczących w procesie sekurytyzacji zalicza się inicjatora (organizatora) sekurytyzacji, SPV oraz inwestorów (nabywców papierów wartościowych). W procesie sekurytyzacji mogą uczestniczyć także inne podmioty (np. doradca, administrator, agencja ratingowa), których udział w danym modelu sekurytyzacji jest konieczny albo które zapewniają sprawniejsze przeprowadzenie transakcji sekurytyzacyjnej.

Inicjatorem sekurytyzacji jest podmiot wszczynający proces sekurytyzacji, posiadający aktywa (wierzytelności) będące przedmiotem sekurytyzacji. W myśl art. 2 pkt 31 ustawy o funduszach inwestycyjnych<sup>34</sup> inicjatorem sekurytyzacji może być podmiot prowadzący działalność gospodarczą, jednostka samorządu terytorialnego lub związek jednostek samorządu terytorialnego, który zbywa funduszowi sekurytyzacyjnemu pulę wierzytelności albo zobowiązuje się do przekazywania funduszowi sekurytyzacyjnemu wszystkich świadczeń otrzymanych z określonej puli wierzytelności.

Kolejnym podmiotem – najczęściej kojarzonym z emisją papierów wartościowych (certyfikatów inwestycyjnych) opartych na sekurytyzowanej puli wierzytelności – jest spółka celowa (SPV). W procesie sekurytyzacji świadczy ona kompleksową usługę pośrednictwa finansowego, związaną z „nabywaniem wierzytelności oraz redystrybucją środków finansowych i ograniczeniem ryzyka niewypłacalności dłużników”<sup>35</sup>.

Zakres działalności SPV jest zawężany ustawowo, aby minimalizować zaistnienie zdarzeń sprzyjających powstaniu jej niewypłacalności<sup>36</sup>. To ograniczenie może nastąpić także poprzez zamieszczenie stosownych klauzul (postanowień) w statucie, akcie założycielskim albo umowie spółki. Ograniczenie działalności może polegać m.in. na zakazie prowadzenia określonego typu działalności, w szczególności podejmowania działań o wysokim ryzyku<sup>37</sup>. Dlatego zasadniczym przedmiotem działalności SPV (jeśli nie jedynym) powinno być: kupowanie puli wierzytelności od

<sup>33</sup> *Sekurytyzacja*, Serwis informacyjny, [http://sekurytyzacja.info/o\\_sekurytyzacji-4-3](http://sekurytyzacja.info/o_sekurytyzacji-4-3) (6.05.2014).

<sup>34</sup> Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. 2014, poz. 157.

<sup>35</sup> Wyrok Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego we Wrocławiu z dnia 25 listopada 2009 r., I SA/Wr 1564/2009, LexPolonica nr 2509717.

<sup>36</sup> W literaturze przedmiotu zabiegi mające na celu ograniczenie ryzyka po stronie SPV dość często określa się potocznie jako „uodpornienie na bankructwo”. Zob. M. Capiga, [w:] I. Pyka (red.), *Przesłanki i formy...*, s. 43.

<sup>37</sup> A. Clist, wyd. cyt., s. 29.

inicjatora albo zabezpieczanie jej; emisja papierów wartościowych na podstawie nabytych wierzytelności lub wierzytelności o zwrot zabezpieczenia; spłata wyemitowanych papierów wartościowych oraz zawieranie i wykonywanie umów związanych z emisją papierów wartościowych<sup>38</sup>.

Choć może się wydawać, że w związku z powyższym SPV może organizować tylko emisje oparte na jednej puli wierzytelności, gdyż planowanie kolejnych może prowadzić do obciążenia nabywców papierów wartościowych opartych na jednej puli wierzytelności ryzykiem związanym z niepowodzeniem emisji opartej na innej puli, to jednak możliwe jest przeprowadzenie przez SPV kilku emisji opartych na więcej niż jednej puli wierzytelności<sup>39</sup>.

Dla procesu sekurytyzacji istotne jest także, aby SPV była niezależna osobowo i kapitałowo od inicjatora. Wynika to z faktu, że przy braku niezależności SPV ryzyko związane z sekurytyzowanymi wierzytelnościami *de facto* istniałoby nadal przy inicjatorze, który nie mógłby usunąć sekurytyzowanych wierzytelności z bilansu lub przypisać im zerowej wagi ryzyka<sup>40</sup>. Dlatego wyodrębnienie organizacyjne i finansowe SPV jest warunkiem skutecznego oddzielenia ryzyka inicjatora od ryzyka dłużników i inwestorów<sup>41</sup>.

### 3. Umowy zawierane w procesie sekurytyzacji

Wyróżnikiem podstawowych modeli sekurytyzacji jest rodzaj umowy, jaką zawiera inicjator z SPV. Jedną z takich umów jest umowa sprzedaży wyodrębnionej puli wierzytelności. Na mocy tej umowy dochodzi do cesji wierzytelności z inicjatora na SPV oraz przekazania świadczenia pieniężnego przez SPV na rzecz inicjatora. W myśl z art. 509 §1 k.c.<sup>42</sup> inicjator może w zasadzie bez zgody dłużnika przenieść wierzytelność na SPV, chyba że sprzeciwiałoby się to przepisom ustawy, zastrzeżeniu umownemu czy właściwości zobowiązania.

W procesie sekurytyzacji dłużnik jest powiadamiany zarówno o dokonaniu cesji, jak i o osobie cesjonariusza. Jednocześnie jest on informowany o tym, że np. płatności powinien kierować nadal do inicjatora, który na mocy umowy i zawartego w niej stosownego pełnomocnictwa prowadzi obsługę płatności z sekurytyzowanych wierzytelności<sup>43</sup>.

Wraz z wierzytelnością przechodzą na SPV wszelkie związane z nią prawa (art. 509 §1 k.c.). Jest to zasada, która uznaje wyjątki w odniesieniu do wierzytelności bankowych. Ze względu na to, że SPV nie jest bankiem, nie nabędzie szczególne-

<sup>38</sup> I.A. Raczkowska, wyd. cyt., s. 34.

<sup>39</sup> Tamże, s. 33.

<sup>40</sup> Tamże, s. 33.

<sup>41</sup> I. Pyka (red.), *Przesłanki i formy...*, s. 22.

<sup>42</sup> Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. *Kodeks cywilny*, Dz.U. 2014, poz. 121.

<sup>43</sup> B. Lawędziak, [w:] M. Balcerowicz-Szkutnik, B. Lawędziak, W. Szkutnik, A. Wolny-Dominiak, B. Zakrzewska-Derylak, wyd. cyt., s. 49.

go rodzaju uprawnień (nie nastąpi ich przeniesienie) wynikających w szczególności z art. 74-75 oraz art. 96 i art. 98 prawa bankowego<sup>44</sup> (tj. prawa do żądania informacji i dokumentów, prawa żądania dodatkowego zabezpieczenia, prawa wystawienia bankowego tytułu egzekucyjnego)<sup>45</sup>. Uprawnienia te wygasają z chwilą dokonania przelewu wierzytelności na SPV.

Choć w drodze sprzedaży można sekurytyzować każdą wierzytelność, to jednak np. sekurytyzacja wierzytelności zabezpieczonych hipotecznie lub zabezpieczonych zastawem rejestrowym jest w praktyce obciążona pewnymi „niedogodnościami”<sup>46</sup>. Przykładowo, w myśl art. 79 ust. 1 ustawy o księgach wieczystych i hipotece<sup>47</sup> w razie przelewu wierzytelności hipotecznej na nabywcę przechodzi także hipoteka, chyba że ustawa stanowi inaczej. Pociąga to za sobą konieczność dokonania wpisu w księdze wieczystej wraz z wszystkimi towarzyszącymi tej czynności działaniami i kosztami.

Kolejną podstawową umową zawieraną w sekurytyzacji przez subpartycypację jest umowa, na mocy której SPV zabezpiecza sekurytyzowane wierzytelności inicjatora. SPV, udzielając zabezpieczenia, nabywa wierzytelność będącą podstawą emisji papierów wartościowych.

## 4. Sekurytyzacja poprzez fundusze inwestycyjne

W polskim porządku prawnym przepisy tylko dwóch aktów prawnych odnoszą się do kwestii sekurytyzacji. Jest to o ustawa o funduszach inwestycyjnych<sup>48</sup> oraz *Prawo bankowe*<sup>49</sup>. Jednak akty te nie regulują całościowo procesu sekurytyzacji, lecz tylko pewne jej obszary.

### 4.1. Pojęcie i rodzaje funduszy sekurytyzacyjnych

Jak podkreślono w uchwale Sądu Najwyższego – Izba Cywilna z dnia 29 listopada 2007 r.<sup>50</sup>, zasadniczym powodem przeprowadzania sekurytyzacji jest zmniejszenie ryzyka inwestorów lokujących środki w papiery wartościowe, które poprzez proces sekurytyzacji zwiększają swoją wartość i stają się bardziej atrakcyjne. Jest to możliwe poprzez powołanie (odrębnego od inicjatora sekurytyzacji) podmiotu (tj. SPV), którego pozycja organizacyjna i ekonomiczna zapewnia wyższą wiarygodność kredytową niż inicjator sekurytyzacji<sup>51</sup>. W Polsce rolę SPV pełnią fundusze

<sup>44</sup> Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, Dz.U. 2012, poz. 1376.

<sup>45</sup> I.A. Raczkowska, wyd. cyt., s. 3.

<sup>46</sup> Tamże, s. 42-43.

<sup>47</sup> Ustawa z 6 lipca 1982 r. o księgach wieczystych i hipotece, Dz.U. 2013, poz. 707.

<sup>48</sup> Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. 2014, poz. 157, dalej jako u.f.i.

<sup>49</sup> Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. *Prawo bankowe*, Dz.U. 2012, poz. 1376.

<sup>50</sup> III CZP 101/2007, LexPolonica nr 1748010.

<sup>51</sup> Tamże.

sekurytyzacyjne, będące funduszami inwestycyjnymi zamkniętymi, dokonującymi emisji certyfikatów inwestycyjnych w celu zgromadzenia środków na nabycie wierzytelności lub praw do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności (art. 183 ust. 1 u.f.i.). Wierzytelności te lub prawa do świadczeń z wierzytelności stanowią „podstawę zaspokojenia roszczeń inwestorów, którzy zakupili certyfikaty inwestycyjne funduszu”<sup>52</sup>.

Fundusz sekurytyzacyjny może być funduszem standaryzowanym lub niestandaryzowanym. Cechami charakterystycznymi standaryzowanego funduszu sekurytyzacyjnego jest to, że (art. 185 ust. 1-6 u.f.i.):

- 1) jest funduszem z wydzielonymi subfunduszami,
- 2) w przypadku istnienia jednego subfunduszu jego aktywa i zobowiązania są aktywami i zobowiązaniami samego funduszu,
- 3) w ramach tego samego funduszu można dokonać tylko jednej emisji certyfikatów inwestycyjnych związanych z danym subfunduszem, co ma na celu ochronę inwestorów, aby nie ponosili ryzyka związanego z nabyciem kolejnych pul wierzytelności,
- 4) ma obowiązek w terminie trzech miesięcy od dnia rejestracji funduszu zawrzeć umowę zobowiązującą do nabycia puli wierzytelności lub umowę o subpartycypację,
- 5) musi lokować co najmniej 75% wartości aktywów subfunduszu tylko w jedną pulę wierzytelności lub prawa do wszystkich świadczeń otrzymywanych przez inicjatora sekurytyzacji z tytułu jednej puli wierzytelności, chyba że statut funduszu stanowi inaczej; wówczas fundusz może lokować aktywa danego subfunduszu w kilka pul wierzytelności lub w prawa do wszystkich świadczeń otrzymywanych z tytułu kilku pul wierzytelności, jednakże pod warunkiem, że: a) umowy zobowiązujące do nabycia wierzytelności, puli wierzytelności oraz umowy o subpartycypację w odniesieniu do każdej z pul wierzytelności zostaną zawarte w terminie trzech miesięcy od dnia rejestracji funduszu, b) wchodzące w skład wszystkich pul wierzytelności są rodzajowo jednolite, c) inicjatorami sekurytyzacji są banki krajowe lub instytucje kredytowe.

Natomiast fundusz niestandaryzowany cechuje się tym, że (art. 187 ust. 1-3 u.f.p.):

- 1) może, ale nie musi być utworzony jako fundusz z wydzielonymi subfunduszami;
- 2) w przypadku gdy istnieje tylko jeden subfundusz, aktywa i zobowiązania subfunduszu są aktywami i zobowiązaniami samego funduszu;
- 3) jest obowiązany lokować co najmniej 75% wartości aktywów funduszu (w przypadku funduszu z wyodrębnionymi subfunduszami co najmniej 75% wartości aktywów każdego z istniejących subfunduszy) we wskazane wierzytelności: papiery wartościowe zawierające wierzytelności pieniężne (przy czym zgodnie z art. 187 ust. 4 u.f.i. lokaty w papiery wartościowe nie mogą stanowić więcej niż

<sup>52</sup> Tamże.

25% wartości aktywów netto funduszu albo każdego subfunduszu) oraz w prawa do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności;

4) jego uczestnikami mogą być wyłącznie osoby prawne oraz jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej, chyba że statut funduszu przewiduje, iż uczestnikami funduszu mogą być także osoby fizyczne; jednak w tym ostatnim przypadku cena emisyjna jednego certyfikatu nie może być niższa niż 40 000 euro.

Jak można zauważyć, poszczególne fundusze sekurytyzacyjne różnią się między sobą poziomem ryzyka inwestycyjnego – standaryzowany fundusz sekurytyzacyjny jest funduszem „bezpieczniejszym” od tego niestandaryzowanego<sup>53</sup>. Z uwagi na to ryzyko krąg uczestników funduszu niestandaryzowanego został ustawowo ograniczony do osób prawnych i jednostek organizacyjnych nieposiadających osobowości prawnej.

W myśl art. 3 ust. 3 u.f.i. każdy fundusz inwestycyjny jest zobowiązany prowadzić działalność ze szczególnym uwzględnieniem interesu jego uczestników, przestrzegając jednocześnie określonych ustawowo zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego. Stąd z wyjątkami określonymi ustawowo każdy fundusz sekurytyzacyjny może lokować aktywa wyłącznie w: 1) instrumenty rynku pieniężnego, 2) jednostki uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego, 3) dłużne papiery wartościowe, 4) depozyty w bankach krajowych lub instytucjach kredytowych, 5) instrumenty pochodne (art. 188 ust. 1-2 u.f.i.). Ponadto fundusz sekurytyzacyjny nie może udzielać pożyczek, poręczeń i gwarancji (art. 188 ust. 3 u.f.i.).

#### 4.2. Umowy zawierane przez fundusz sekurytyzacyjny

Zgodnie z art. 191 u.f.i. fundusz sekurytyzacyjny zawiera różne umowy związane z procesem sekurytyzacji, a w szczególności: umowy o nadanie oceny inwestycyjnej (*rating*), umowy ubezpieczenia (w tym od ryzyka niewypłacalności dłużników), umowy poręczenia za zobowiązania funduszu, umowy gwarancji udzielane na rzecz funduszu.

Fundusz sekurytyzacyjny może zawrzeć np. z bankiem<sup>54</sup> umowę o subpartycypację lub umowę przelewu wierzytelności. Umowa o subpartycypację to umowa o przekazywanie funduszowi sekurytyzacyjnemu wszystkich świadczeń otrzymanych przez inicjatora sekurytyzacji (lub uprawnionego) z sekurytyzowanych wierzytelności<sup>55</sup> z określonej puli wierzytelności<sup>56</sup> lub z określonych wierzytelności, która powinna zawierać zobowiązanie do przekazywania funduszowi z sekuryty-

<sup>53</sup> Uchwała Sądu Najwyższego – Izba Cywilna z dnia 29 listopada 2007 r., III CZP 101/2007, LexPolonica nr 1748010.

<sup>54</sup> Zob. art. 92a *Prawa bankowego*.

<sup>55</sup> Sekurytyzowana wierzytelność to wierzytelność będąca przedmiotem lokat funduszu sekurytyzacyjnego albo wierzytelność wyodrębniona przez podmiot, który zawarł z funduszem sekurytyzacyjnym umowę zobowiązującą do przekazywania mu świadczeń uzyskanych w związku z tymi wierzytelnościami (art. 2 pkt 32 u.f.i.).

<sup>56</sup> Pula wierzytelności to przynosząca regularny dopływ kapitału grupa jednolitych rodzajowo wierzytelności, wyodrębnionych i posiadanych przez inicjatora sekurytyzacji, przy czym każda z wie-



zowanych wierzytelności: pożytki (korzyści), kwoty główne oraz kwoty uzyskane z tytułu realizacji zabezpieczeń – dotyczy sytuacji, gdy zaspokojenie się inicjatora lub uprawnionego z sekurytyzowanych wierzytelności nastąpiło przez realizację zabezpieczeń (art. 183 ust. 4 u.f.i.).

Umowa zobowiązująca (tzn. bez skutku rozporządzającego) zarówno do nabycia określonej wierzytelności (puli wierzytelności), jak i umowa o subpartycypację muszą być zawarte na piśmie pod rygorem nieważności (forma *ad solemnitatem*). Niezachowanie tej formy skutkuje nieważnością czynności prawnej od samego początku (skutek *ex tunc*). Ponadto umowa o subpartycypację nie może w swej treści zawierać postanowień sprzecznych z przepisami bezwzględnie obowiązującymi (*ius cogens*), a w szczególności postanowień o odroczeniu zapłaty lubo dokonywaniu zapłaty w ratach za wierzytelności będące jej przedmiotem (art. 183 ust. 6 u.f.i.).

### 4.3. Sekurytyzacja wierzytelności bankowych

Choć w procesie sekurytyzacji kapitał może pozyskać każde przedsiębiorstwo, to jednak w praktyce najczęściej występuje sekurytyzacja wierzytelności bankowych<sup>57</sup>. Banki wykorzystują ją w celu: zarządzania ryzykiem stopy procentowej, poprawy płynności finansowej i wyników finansowych, dywersyfikacji portfela kredytowego i zapewnienia lepszych warunków kredytowania<sup>58</sup>.

Możliwość przeprowadzenia przez bank sekurytyzacji (pozabilansowej i bilansowej) wynika wprost z art. 92a ust. 1 pkt 1-2 prawa bankowego, na mocy którego bank może zawrzeć z towarzystwem funduszy inwestycyjnych tworzącym fundusz sekurytyzacyjny albo bezpośrednio z funduszem sekurytyzacyjnym umowę przelewu wierzytelności lub umowę o subpartycypację.

W kontekście sekurytyzacji wierzytelności bankowych istotną kwestią jest tajemnica bankowa, która obejmuje (ujęcie przedmiotowe) „wszystkie informacje dotyczące czynności bankowej, uzyskane w czasie negocjacji, w trakcie zawierania i realizacji umowy” (art. 104 ust. 1 prawa bankowego). Do zachowania tajemnicy bankowej jest zobowiązany przede wszystkim bank oraz wszystkie osoby, za których pośrednictwem bank wykonuje czynności bankowe (ujęcie podmiotowe). Jest to zasada, od której ustawa w art. 104 ust. 2 przewiduje szereg wyjątków (katalog zamknięty czynności bankowych podejmowanych w określonych sytuacjach, w których obowiązek zachowania tajemnicy bankowej ulega znacznemu ograniczeniu lub nawet wyłączeniu). W procesie sekurytyzacji możliwość wyłączenia tajemnicy bankowej wynika z faktu, że istnieje potrzeba ujawnienia SPV informacji dotyczących

---

rzytelności stanowiąca łącznie co najmniej 75% grupy przynosi regularny dopływ kapitału oraz każda wierzytelność spełnia kryteria określone w statucie funduszu (art. 2 pkt 30 u.f.i.).

<sup>57</sup> Na temat rynku sekurytyzacji wierzytelności bankowych zob. Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, *Raport z prac grupy ds. sekurytyzacji wierzytelności bankowych*, 2013, [http://www.knf.gov.pl/Images/Raport\\_sekurytyzacja\\_1\\_tm75-34041.pdf](http://www.knf.gov.pl/Images/Raport_sekurytyzacja_1_tm75-34041.pdf) (6.05.2014).

<sup>58</sup> I.A. Raczkowska, wyd. cyt., s. 22.

osoby dłużnika, wysokości wierzytelności sprzedawanej czy zabezpieczonej. Ta konieczność ujawnienia informacji chronionej tajemnicą bankową nie odnosi się tylko do SPV, ale także do np. agencji ratingowych. Stąd prawo bankowe w art. 104 ust. 2 pkt 5-6 przewiduje szczególne podstawy wyłączenia tajemnicy bankowej, odnoszące się do czynności związanych z procesem sekurytyzacji.

Oprócz okoliczności określonych w art. 104 prawa bankowego, udzielenie informacji bankowej osobom trzecim – poza przypadkami, o których mowa w art. 105 (wyłączenia o charakterze podmiotowym), 106a i 106b prawa bankowego – następuje tylko na podstawie pisemnej zgody osoby, której informacje te dotyczą, i w zakresie określonym w tym upoważnieniu.

## 5. Zakończenie

Sekurytyzacja aktywów (wierzytelności) jest operacją finansową, korzystną zarówno dla inicjatora sekurytyzacji, jak i dla nabywców papierów wartościowych emitowanych na podstawie tych wierzytelności. Dla inicjatora jest to atrakcyjna forma finansowania swojej działalności, a dla nabywców – szansa na stosunkowo wysoką premię za ponoszone ryzyko. Oprócz tego, że inicjator sekurytyzacji zdywersyfikuje swoje źródła finansowania oraz ograniczy koncentrację ryzyka, ma także – w określonych warunkach – możliwość pozyskania kapitału przy stosunkowo niskim koszcie. Sekurytyzacja poprawia także niektóre wskaźniki finansowe, takie jak rentowność aktywów (ROA), rentowność kapitałów własnych (ROE), współczynnik wypłacalności czy średni ważony koszt kapitału<sup>59</sup>.

W zależności od przyjętego modelu sekurytyzacji osiągnięte efekty (korzyści) będą różne. W przypadku sekurytyzacji przez sprzedaż dochodzi do przelewu wierzytelności (cejsji) z inicjatora na SPV, co eliminuje ryzyko niewypłacalności inicjatora i przenosi je na SPV<sup>60</sup>. Przy tego typu sekurytyzacji raty kapitałowe i odsetki od papierów wartościowych są spłacane z wpływów z wierzytelności będących przedmiotem cejsji, dlatego utrata płynności przez inicjatora nie ma wpływu na terminowość spłat<sup>61</sup>. Natomiast w sekurytyzacji przez subpartycypację nie następuje oddzielenie ryzyka upadłości inicjatora od ryzyka ponoszonego przez nabywców papierów wartościowych emitowanych przez SPV<sup>62</sup>. W tym modelu SPV przejmuje ryzyko związane z sekurytyzowanymi wierzytelnościami (SPV je zabezpiecza), natomiast nie dochodzi do przelewu wierzytelności (cejsji) na SPV<sup>63</sup>.

W banku transakcja sekurytyzacji polega na łączeniu aktywów (wierzytelności) w pule o podobnej strukturze, zbliżonym charakterze i sposobach zabezpieczania

---

<sup>59</sup> B. Lawędziak, [w:] M. Balcerowicz-Szkutnik, B. Lawędziak, W. Szkutnik, A. Wolny-Dominiak, B. Zakrzewska-Derylak, wyd. cyt., s. 50.

<sup>60</sup> Przed sekurytyzacją ryzyko kredytowe ponosi zbywca aktywów (wierzytelności); po sekurytyzacji ryzyko ponoszą inwestorzy i ewentualnie ubezpieczyciel.

<sup>61</sup> I.A. Raczkowska, wyd. cyt., s. 25.

<sup>62</sup> Tamże, s. 24.

<sup>63</sup> Tamże, s. 25.

(np. kredyty hipoteczne) i przekształcaniu ich w papiery wartościowe o podobnym terminie zapadalności<sup>64</sup>. Przed wszczęciem procesu sekurytyzacji bank czerpie zyski (dochody) z prowizji i odsetek od udzielonych kredytów, które następnie zostają powiększone przez sprzedaż aktywów (wierzytelności)<sup>65</sup>. Zbywane przez bank wierzytelności nabywa SPV za środki pochodzące z emisji papierów wartościowych i z ich sprzedaży inwestorom, którzy z kolei są zaspokajani ze spłat wierzytelności pierwotnych (np. kredytów) lub ich zabezpieczeń<sup>66</sup>.

Oprócz wielu zalet i korzyści sekurytyzacja ma lub może wykazywać pewne wady, do których zalicza się m.in.: stosunkowo wysokie koszty sekurytyzacji przy niewielkim portfelu aktywów, pozbawienie inicjatora – w przypadku korzystnej stopy procentowej – dochodu z przeznaczonych do sekurytyzacji aktywów, nieefektywność w przypadku niewłaściwie przygotowanej i przeprowadzonej sekurytyzacji<sup>67</sup>. To pokazuje, że rozpoczęcie procesu sekurytyzacji jest racjonalne tylko przy dużych portfelach aktywów, kiedy jego koszty będą pokryte przez płynące z sekurytyzacji korzyści<sup>68</sup>. Stąd, choć sekurytyzacja umożliwia pozyskanie funduszy po niższym koszcie, niż to wynika z wiarygodności kredytowej inicjatora, to jednak nie jest ona instrumentem dla każdego.

Na koniec należy też podnieść, że choć sekurytyzacja jest instytucją prawną znaną polskiemu ustawodawcy od dawna, to jednak jest to – jak podkreśla J. Zombirt – „sekurytyzacja po polsku”. Na łamach swych publikacji i opracowań książkowych wskazuje ona wiele mankamentów regulacji sekurytyzacji w polskim systemie prawnym. Przyczyny tego stanu rzeczy upatruje m.in. w braku zrozumienia istoty sekurytyzacji, kiedy sekurytyzacją nazywa się coś, co nią nie jest<sup>69</sup>.

## Literatura

- Balcerowicz-Szkutnik M., Lawędzia B., Szkutnik W., Wolny-Dominiak A., Zakrzewska-Derylak B., *Ryzyko zobowiązań i działań w inwestycjach gospodarczych oraz ubezpieczeniowych. Aspekt modelowania i oceny sekurytyzacji ryzyka*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2009.
- Bielawska A., *Sekurytyzacja jako technika refinansowania przedsiębiorstwa*, Politechnika Koszalińska, Instytut Ekonomii i Zarządzania, Zeszyty Naukowe nr 12, 2008, <http://wne.tu.koszalin.pl/images/dokumenty/wydawnictwo/zeszyty/02/19.pdf>.
- Clist A., *Zasady sekurytyzacji*, [w:] J. Zombirt (red.), *Perspektywy rozwoju sekurytyzacji w Polsce. Warunki efektywnego wykorzystania nowego instrumentu finansowania działalności*, Warszawski Instytut Bankowości, Międzynarodowa Szkoła Bankowości i Finansów, Warszawa 1999.

<sup>64</sup> J. Cichorska, [w:] I. Pyka (red.), *Przesłanki i formy...*, s. 61.

<sup>65</sup> W. Grabczan, *Zarządzanie ryzykiem bankowym*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996, s. 209, cyt. za: J. Cichorska, [w:] I. Pyka (red.), *Przesłanki i formy...*, s. 61.

<sup>66</sup> J. Cichorska, [w:] I. Pyka (red.), *Przesłanki i formy...*, s. 61.

<sup>67</sup> Zob. M. Capiga, [w:] I. Pyka (red.), *Przesłanki i formy...*, s. 54.

<sup>68</sup> B. Półtorak, wyd. cyt., s. 148.

<sup>69</sup> Zob. *Sekurytyzacja aktywów Bankowych*, Zeszyty BRE Bank – CASE, Nr 82/2006, s. 6-7, [http://www.case.com.pl/upload/publikacja\\_plik/9742319\\_bre82.pdf](http://www.case.com.pl/upload/publikacja_plik/9742319_bre82.pdf) (6.05.2014).

- Grabczan W., *Zarządzanie ryzykiem bankowym*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996.
- Matela K., *Co to jest sekurytyzacja*, <http://banking-magazine.pl/2012/08/29/co-to-jest-sekurytyzacja/>.
- Münch M., Glogowski E., *Nowe usługi finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1994.
- Półtorak B., *Sekurytyzacja kredytu hipotecznego na podstawie działalności banków hipotecznych*, wyd. II, CeDeWu.pl, Warszawa 2007.
- Pyka I. (red.), *Przesłanki i formy sekurytyzacji aktywów podmiotów gospodarczych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Karola Adamieckiego, Katowice 2003.
- Pyka I. (red.), *Sektor finansowy w Polsce w warunkach globalizacji procesów gospodarczych*, cz. II, WSZMiJO, Katowice 2000.
- Raczkowska I.A., *Sekurytyzacja wierzytelności bankowych*, Biblioteka Miesięcznika Głosa, Wydawnictwo KiK Konieczny i Kruszewski, Warszawa 2001.
- Zombirt J., *Czy stosować sekurytyzację jako alternatywne źródło finansowania?*, „Rynek Terminowy” 2001, nr 4.
- Zombirt J. (red.), *Perspektywy rozwoju sekurytyzacji w Polsce. Warunki efektywnego wykorzystania nowego instrumentu finansowania działalności*, Warszawski Instytut Bankowości, Międzynarodowa Szkoła Bankowości i Finansów, Warszawa 1999.

## Strony internetowe

- Sekurytyzacja, Serwis informacyjny, [http://sekurytyzacja.info/o\\_sekurytyzacji-1](http://sekurytyzacja.info/o_sekurytyzacji-1).
- Sekurytyzacja, Serwis informacyjny, [http://sekurytyzacja.info/o\\_sekurytyzacji-4-3](http://sekurytyzacja.info/o_sekurytyzacji-4-3).
- Sekurytyzacja aktywów bankowych, Zeszyty BRE Bank – CASE, nr 82/2006, [http://www.case.com.pl/upload/publikacja\\_plik/9742319\\_bre82.pdf](http://www.case.com.pl/upload/publikacja_plik/9742319_bre82.pdf).
- Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, *Raport z prac grupy ds. sekurytyzacji wierzytelności bankowych*, 2013 r., [http://www.knf.gov.pl/Images/Raport\\_sekurytyzacja\\_1\\_tcm75-34041.pdf](http://www.knf.gov.pl/Images/Raport_sekurytyzacja_1_tcm75-34041.pdf).

## SECURITIZATION AND REGULATIONS PERTAINING TO IT IN THE NATIONAL LEGAL PROVISIONS – OUTLINE OF THE ISSUE

**Summary:** In the Polish legal system there are basically two normative acts which provisions refer to the issue of securitization. These are: the act on investment funds and the Banking Law Act. However, these acts do not regulate the securitization process as a whole, but only some of its areas. Securitization is aimed at ”obtaining financial resources from liabilities through the issuance of securities whose redemption is secured with securitized liabilities” (resolution of the Supreme Court–Civil Chamber, of 29<sup>th</sup> November 2007). Principally, we can distinguish two basic models of securitization, i.e. off-balance sheet securitization (securitization through the sales of assets) and balance sheet securitization (securitization by risk transfer out of balance sheet, with no disposal of assets). At least a few subjects take part in the process of securitization, in particular the initiation (arranger) and SPV. In Poland, the role of SPV usually rests with securitization funds, which are closed investment funds that issue investment certificates in order to collect the funds for the purchase of liabilities or the rights to benefits following from particular liabilities (art. 183 paragraph 1 of the act on investment funds).

**Keywords:** securitization, securitized liabilities, securitization fund.