

Grażyna Borys¹, Alicja Janusz²

Uniwersytet Zielonogórski
Wydział Ekonomii i Zarządzania
¹e-mail: g.borys@wez.uz.zgora.pl
²e-mail: a.janusz@wez.uz.zgora.pl

Przesłanki i działania na rzecz ożywienia rynku sekurytyzacji portfeli dłużnych MSP w Unii Europejskiej

Kody JEL: G18, G28, G32

Słowa kluczowe: MSP, sekurytyzacja, portfele dłużne

Streszczenie. W artykule podjęto próbę wskazania podstawowych przesłanek, a następnie działań regulacyjno-gospodarczych Unii Europejskiej na rzecz ożywienia rynku sekurytyzacji portfeli dłużnych małych i średnich przedsiębiorstw, zwłaszcza w okresie pokryzysowym. Uwagę skoncentrowano na instrumentach sekurytyzacyjnych zabezpieczonych na kredytach i należnościach leasingowych samochodów dla MSP. Podjętą próbę poprzedzono krótką analizą kluczowych charakterystyk wskazanego rynku sekurytyzacji.

Wprowadzenie

Szeroki dostęp MSP do zewnętrznych źródeł finansowania jest kwestią o kluczowym znaczeniu dla tych podmiotów gospodarki, które charakteryzuje niski poziom kapitałów własnych. Jednym ze sposobów umożliwienia im takiego dostępu jest rozwój rynku sekurytyzacji ich portfeli dłużnych przez pośredników finansowych. Sekurytyzacja jest innowacyjną formą pośrednictwa finansowego w ramach tzw. finansowania zintegrowanego (*structured financing*), obecną na rynkach światowych od początku lat 70. XX wieku (Kidacka, 2006, s. 94–95). Zwiększa ona m.in. potencjały pośredników finansowych – inicjatorów transakcji sekurytyzacyjnych w aktywizacji akcji kredytowych i leasingowych przez refinansowanie relatywnie mało płynnych aktywów i uwalniania kapitału regulacyjnego.

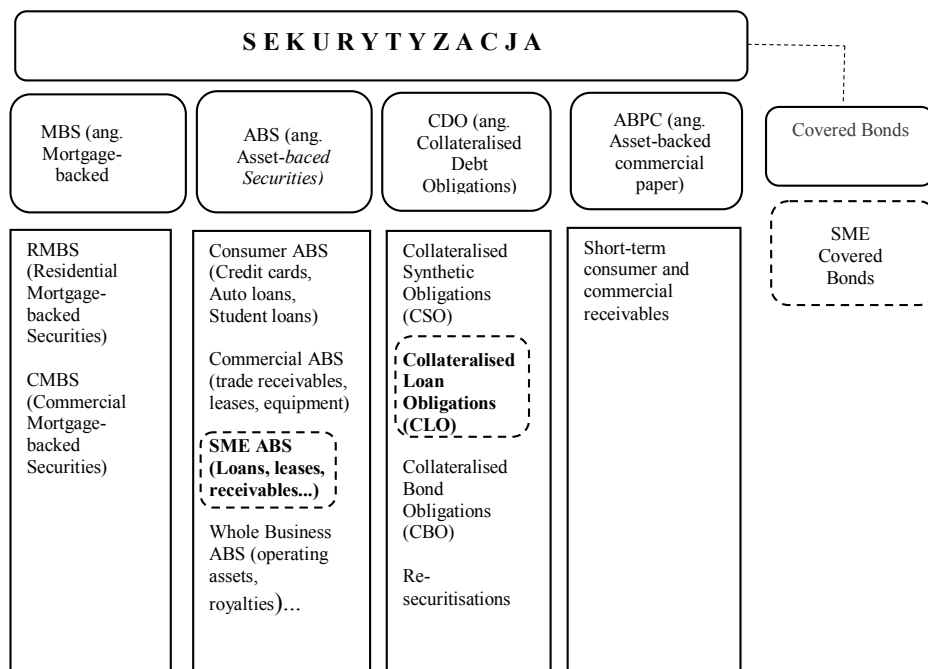
Niestety, rynek sekurytyzacji portfeli dłużnych MSP w państwach należących do UE (zwłaszcza strefy euro) radykalnie się zmienił od wybuchu w 2007 roku globalnego kryzysu gospodarczego i finansowego. Kryzys, ewoluujący od kryzysu bankowego – ostrej fazy załamania rynku kredytowego, poprzez kryzys zadłużenia, kryzys wzrostu gospodarczego oraz rynku papierów wartościowych i załamanie się cen nieruchomości, naruszył głęboko wiele dziedzin życia gospodarczego. Obnażył wielopłaszczyznowe nierównowagi, z podstawowym, zaostrzającym się rozdzwieniem między sektorem finansowym a gospodarką realną. Spowodował, że rynek sekurytyzacji portfeli dłużnych MSP przekształcił się z rynku rozwijającego się w rynek podtrzymywany w ramach niestandardowej polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego, nazywaną filozofią *new normal* (Chojna-Duch, 2015, s. 91). Celem artykułu jest wskazanie podstawowych przesłanek, a następnie działań UE na rzecz ożywienia tego rynku, zwłaszcza w okresie pokryzysowym. Zaprezentowane dane statystyczne i informacje źródłowe o charakterze ogólnoeuropejskim mogą stanowić wkład w rozpoznanie europejskiej polityki gospodarczej odnośnie do nowych struktur pośredniego finansowania MSP oraz zwiększenia zainteresowania nimi w Polsce.

1. Pojęcie i instrumenty sekurytyzacji portfeli dłużnych MSP

Sekurytyzacja generalnie obejmuje transakcje, które umożliwiają kredytodawcy lub wierzycielowi – zazwyczaj instytucji kredytowej lub przedsiębiorstwu – refinansowanie pakietu kredytów, należności lub ekspozycji na ryzyko poprzez przekształcenie ich w zbywalne papiery wartościowe (świadczenia/certyfikaty udziałowe, obligacje, papiery komercyjne). Kredytodawca/wierzyciel grupuje i przekształca swój portfel kredytów/należności oraz porządkuje je według różnych klas ryzyka dla różnych inwestorów, dając im tym samym dostęp do inwestycji w kredyt/należności do jakich normalnie nie mieliby dostępu. Zyski inwestorów są generowane przez przepływy pieniężne w ramach kredytów/należności bazowych. Przedmiotem refinansowania mogą być przykładowo: kredyty hipoteczne, należności z tytułu leasingu samochodów, należności handlowe, należności z tytułu franchisingu.

Papiery wartościowe powstałe w procesie sekurytyzacji są instrumentami finansowymi, których zabezpieczeniem mogą być właściwie wszelkie rodzaje aktywów przynoszące stały dochód. Można wyróżnić bardzo wiele kryteriów podziału instrumentów sekurytyzacyjnych (Waszkiewicz, 2004, s. 19), przy czym dla prowadzonych w niniejszym opracowaniu rozważań najistotniejsze jest kryterium rodzaju zabezpieczenia instrumentów sekurytyzacyjnych. Rozważania koncentrują się na instrumentach sekurytyzacyjnych zabezpieczonych na kredytach i należnościach leasingowych samochodów dla małych i średnich przedsiębiorstw. W literaturze zachodniej określane są one skrótem – SMESec. (*Small, Medium Enterprises Securitisation*) i wyodrębniane w statystyce

sekurytyzacyjnej. Na rysunku 1 przedstawiono ich umiejscowienie w klasycznej typologii instrumentów sekurytyzacyjnych.



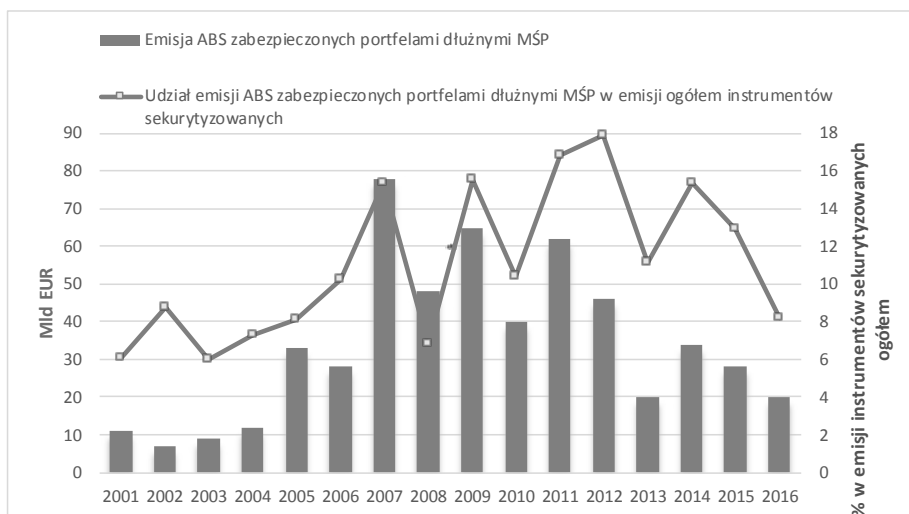
Rysunek 1. Klasyczna typologia instrumentów sekurytyzacyjnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie Nassr, Wehinger (2014), s. 94.

Jak wynika z powyższego rysunku, analizowane instrumenty sekurytyzacyjne nie są jedynymi instrumentami zorientowanymi na sektor MSP, ale stanowią ich istotną i możliwą do obserwacji grupę.

2. Podstawowe statystyki rynku sekurytyzacji portfeli dłużnych MSP

Wartość emisji ABS zabezpieczonych portfelami dłużnymi MSP w Europie i jej udział w wartości emisji instrumentów sekurytyzacyjnych ogółem w latach 2001–2016 zaprezentowano na rysunku 2.



Rysunek 2. Emisja ABS zabezpieczona portfelami dłużnymi MSP w latach 2001–2016

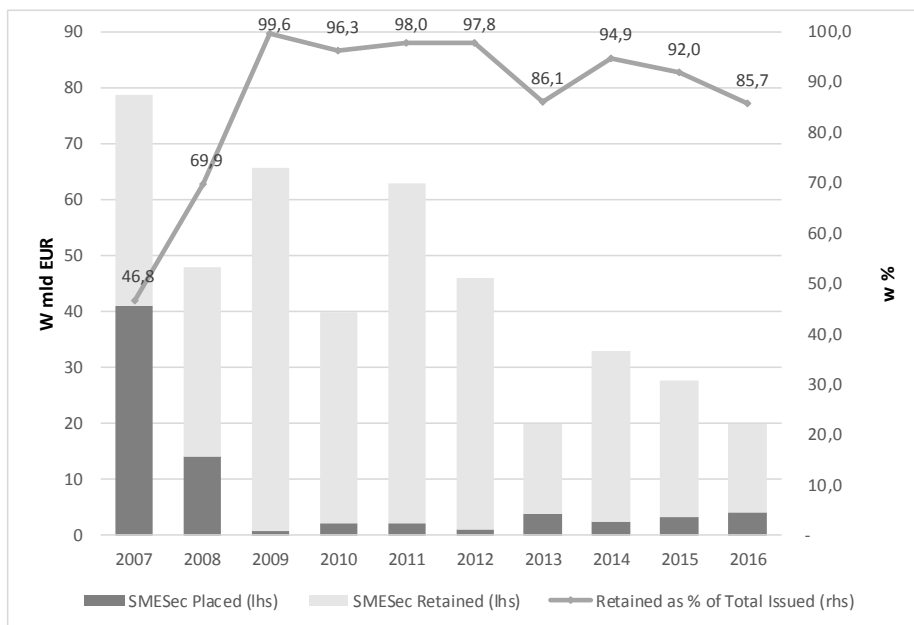
Źródło: opracowanie własne na podstawie European Investment Fund, <https://www.eiforg/news-centre/publicanto/eif-wp43pdf> (5.03.2018).

Z analizy rysunku wynika, że emisja omawianych instrumentów kształtowała się na dość stabilnym poziomie w latach 2001–2004, po czym wzrosła dość gwałtownie w 2005 roku, osiągając szczyt w 2007 roku, a następnie zaczęła wykazywać tendencję malejącą, z największym spadkiem analizowanego zjawiska w stosunku do roku poprzedniego w 2008, 2010 i 2013 roku. Ostatecznie, emisja w 2016 roku była jednak dwukrotnie wyższa niż w 2001 roku.

Rozkład udziału emisji ABS zabezpieczonych portfelami dłużnymi MSP w emisji ogółu instrumentów sekurytyzacyjnych nie pokrywał się w pełni z rozkładem emisji ABS zabezpieczonych portfelami dłużnymi MSP w badanym okresie. Najbardziej oczywistym przykładem tej obserwacji są lata 2007 i 2012. W 2007 roku odnotowano największą w badanym okresie wartość emisji ABS zabezpieczonych portfelami dłużnymi MSP, natomiast najwyższy udział tych instrumentów w emisji ogółem instrumentów sekurytyzacyjnych zarejestrowano w 2012 roku.

Uwzględniając krajowy rozkład emisji ABS zabezpieczonych portfelami dłużnymi MSP, należy odnotować, że był on znacznie skoncentrowany, zwłaszcza w okresie kryzysu finansowego i bezpośrednio po nim. Największe emisje tradycyjnie dotyczyły państw strefy euro. Przykładowo, w 2016 roku największy udział w emisjach miały Włochy (46%) i Hiszpania (39%), znacząco mniej Grecja (6%), Portugalia (4%), Niemcy (2%) oraz Irlandia i Wielka Brytania (po 1%).

Należy podkreślić, że inwestorom, zwłaszcza po 2008 roku, przyznano jedynie bardzo niewielką część emisji ABS zabezpieczonych portfelami dłużnymi MSP (rys. 3).



Rysunek 3. Rozkład emisji ABS zabezpieczonych portfelami dłużnymi MSP w latach 2007–2016

Źródło: jak pod rys. 2.

Jak wyraźnie można odczytać z rysunku, charakter rynku ABS zabezpieczonych portfelami dłużnymi MSP radykalnie się zmienił z rozwijającego się rynku przed kryzysem (z istotną częścią transakcji zawieranych na rynku pierwotnym), na „napędzany” przez operacje *repo* Europejskiego Banku Centralnego, prawie bez lokowania charakteryzowanych instrumentów na rynku pierwotnym.

3. Przesłanki ożywienia rynku sekurytyzacji portfeli dłużnych MSP

W literaturze przedmiotu zaczyna dominować pogląd, że należy odejść od niemal powszechnej stygmatyzacji sekurytyzacji, jako jednej z kluczowych przyczyn kryzysu finansowego, który rozpoczął się w 2007 roku w Stanach Zjednoczonych właśnie na rynku sekurytyzacji kredytów *subprime* (Aiyar, Al-Eyd, Barkbu, 2015, s. 2). Według statystyk, sekurytyzacja tych kredytów stanowiła zaledwie 10% wszystkich

transakcji sekurytyzacyjnych MBS. Zdecydowana większość transakcji zabezpieczona była kredytami RMBS niezagrożonymi oraz CMBS. Od połowy 2007 roku do 2010 roku wskaźnik niewypłacalności amerykańskich transakcji sekurytyzacyjnych wyniósł 7,71% i był niewiele wyższy od ogólnoswiatowego wskaźnika niewypłacalności obligacji korporacyjnych, który wynosił 6,34%. Dla porównania, w tym samym okresie, wskaźnik niewypłacalności europejskich transakcji sekurytyzacyjnych wynosił zaledwie 0,95% (Bloomenstein i in. 2011, s. 261). H. Kraemer-Eis i F. Lang (2017, s. 98) podkreślają, że sekurytyzacja *per se* nie jest ani dobra, ani zła – jest to zestaw narzędzi, instrument, technika, która nie podlega wartościowaniu. Ale jej agresywne, nieprzejrzyste i nazbyt skomplikowane wykorzystywanie przez niektórych uczestników rynku ma negatywne konsekwencje zarówno dla emitentów, jak i inwestorów. Negatywne reperkusje polityczne stwarza także nadmiernie uproszczona dyskusja, w której wszystko to, co dotyczy finansowania zintegrowanego jest zestawiane razem, odrzucane w całości i uważane „z góry jako coś toksycznego”. Podobne poglądy można spotkać także w literaturze polskiej. Przykładowo Kreczmańska-Gigol (2015, s. 304) stwierdza, że „Trudno przecież zrozumieć z jakich względów, poza czynnikami behawioralnymi, nagle zaprzestano dokonywać transakcji na papierach sekurytyzacyjnych, które w dalszym ciągu były obsługiwane zgodnie z harmonogramem”.

Obecnie, w literaturze i dokumentach Unii Europejskiej wskazuje się na wiele przesłanek uzasadniających wręcz konieczność ożywienia rynku sekurytyzacji, w tym zwłaszcza rynku sekurytyzacji portfeli dłużnych MSP. Przede wszystkim podkreśla się, że sektor małych i średnich przedsiębiorstw stanowi „kręgosłup” europejskiej gospodarki. Mikro, małe i średnie podmioty to 99 na 100 przedsiębiorstw, zatrudniają dwóch na trzech pracowników i zapewniają ok. 57 centów wartości dodanej z każdego euro wypracowanego w sektorze gospodarczym (*European Commission*, 2018). W związku z tym, ich dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania powinien odpowiadać ich potencjałowi rozwojowemu. Niestety, rynek kredytów i leasingu dla MSP (jak i każdy inny rynek) pozostaje pod wpływem zjawiska asymetrii informacji, co utrudnia synchronizację popytu i podaży. Sekurytyzacja, jako bardziej elastyczna forma finansowania, może istotnie złagodzić potencjalną nierównowagę rynkową spowodowaną tą ułomnością rynku.

Autorzy zwracają uwagę, że działalność MSP jest na ogół słabo zdywersyfikowana, wręcz jest oparta na jednym produkcie bądź usłudze. Często MSP szukają szans w wybranych niszach rynkowych lub segmentach rynku i w związku z tym większość z nich działa na rynkach regionalnych, choć oczywiście, wraz z rozwojem technologii informacyjno-komunikacyjnych i rozpowszechnieniem się internetu, bariery związane z zasięgiem tracą na znaczeniu. Istotne jest, że przez rynek pracy, rynek towarów i usług oraz przepływy fiskalne, MSP istotnie wspierają rozwój regionalny, znajdujący się wciąż w centrum zainteresowania Komisji i Parlamentu Europejskiego.

Należy także wziąć pod uwagę to, że europejskie firmy niefinansowe są w wysokim stopniu uzależnione od finansowania kredytowego, a mikro, małe i średnie firmy bardziej niż duże, choć poziom tego uzależnienia (zwłaszcza w sferze euro) zmierza w kierunku

większej ich aktywności na rynku kapitałowym. P. Cour-Thimann i B. Winkler (2013, s. 7) wskazują jednak, że uzależnienie to jest relatywnie mniejsze w sferze inwestycyjnej (rozwojowej), ponieważ generalnie sektor przedsiębiorstw może w tej sferze zastąpić finansowanie bankowe innymi źródłami finansowania. W przypadku MSP taka możliwość istnieje w bardzo ograniczonym zakresie. Europejskie MSP są bardziej niż duże uzależnione od zasileń kredytami. Potwierdzają to także badania, przeprowadzone przez Europejski Bank Centralny (ECB, 2017), adekwatności oferty instytucji finansowej dla MSP strefy euro między kwietniem a wrześniem 2017 roku. Wyniki badań wskazują, że 53% mikro, małych i średnich firm uznaje, że kredyt w rachunku bieżącym jest najbardziej przydatnym dla nich produktem. Kredyt, jako drugi produkt w koszyku, wskazało 52% respondentów. Na trzecim miejscu znalazł się leasing, który wskazało 46% badanych MSP.

4. Działania na rzecz ożywienia rynku sekurytyzacji portfeli dłużnych MSP

Działania Unii Europejskiej na rzecz ożywienia rynku sekurytyzacji portfeli dłużnych małych i średnich przedsiębiorstw mają charakter programowy i regulacyjny.

Pierwsze działania programowe na rzecz tworzenia rynku sekurytyzacji portfeli dłużnych MSP w UE związane były z Programem na Rzecz Konkurencyjności i Innowacji 2007–2013 (*Competitiveness and Innovation Framework Programme – CIP*), wdrożonym decyzją nr 1639/2006 Rady i Parlamentu Europejskiego. Jednym z jego podprogramów był Program na rzecz Przedsiębiorczości i Innowacji (*Entrepreneurship and Innovation Programme – EIP*), którego celem było m.in. ułatwienie dostępu do finansowania na rozpoczęcie działalności i rozwój MSP. Instrumentem finansowym umożliwiającym realizację tego celu stał się System Poręczeń dla MSP (*SME Guarantee Facility – SMEG*). SMEG skupiał się na czterech obszarach, w tym na sekurytyzacji portfeli dłużnych instytucji finansowych, co pozwala na pozyskiwanie dodatkowych środków na pokrycie długu dla MSP zgodnie z uzgodnieniami z docelowymi instytucjami dotyczącymi podziału ryzyka. Wsparcie dla transakcji sekurytyzacyjnych zostało uzależnione od tego, czy instytucja zobowiąże się przeznaczyć znaczną część uzyskanej płynności lub uruchomionego kapitału na pożyczki/kredyty dla nowych MSP w rozsądnym okresie. Kwota nowych środków na pokrycie długu obliczana była w stosunku do kwoty gwarantowanego ryzyka portfela, co było przedmiotem negocjacji prowadzonych indywidualnie z każdą instytucją inicjującą.

Działania programowe UE na rzecz ożywienia rynku sekurytyzacji portfeli dłużnych MSP kontynuowane były następnie w ramach Programu na Rzecz Konkurencyjności Przedsiębiorstw oraz Małych i Średnich Przedsiębiorstw 2014–2020 COSME (*Programme for the Competitiveness of Enterprises and small and medium – sized enterprises*), ustanowionego rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady nr 128/2013. Dla realizacji tego celu stworzono Instrument Gwarancji Kredytowych (*Loan Guarantee Facility – LGF*), wspierający m.in. konkretne transakcje sekurytyzacyjne.

Bardziej zdecydowane działania na rzecz rozwoju rynku sekurytyzacji portfeli dłużnych MSP UE podjęła w ramach realizacji Planu Inwestycyjnego dla Europy, przyjętego w czerwcu 2015 roku i opartego na trzech filarach. Pierwszym z filarów stał się Europejski Fundusz Inwestycji Strategicznych (*European Fund for Strategic Investments – EFSI*), utworzony z mocy rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2015/1017. Jego zadaniem jest zapewnienie gwarancji dla finansowania projektów potrzebnych danej gospodarce bądź społeczeństwu, realizowanych przede wszystkim przez sektor prywatny oraz – w niektórych obszarach gospodarki – przez sektor publiczny. Wsparcie rynku sekurytyzacji portfeli dłużnych MSP realizowane jest w ramach okna – MSP i spółki o średniej kapitalizacji, umożliwiającego zwiększenie dostępu do finansowania dla podmiotów zatrudniających nie więcej niż 3 tys. pracowników, w ramach którego finansowany jest Program COSME. Horyzont Programu COSME, zgodnie z rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2017/2396, został wydłużony do 2020 roku.

Działania na rzecz ożywienia rynku sekurytyzacji portfeli dłużnych MSP mają także charakter regulacyjny i prowadzone są w ramach tworzenia unii rynków kapitałowych, której generalnym przesłaniem politycznym jest dalsza integracja wspólnego rynku. W wymiarze gospodarczym podkreśla się, że rynki kapitałowe uzupełniają w naturalny sposób banki jako źródło finansowania. Unia rynków kapitałowych może spowodować zwiększenie dostępności środków na inwestycje, w tym na inwestycje dla MSP, gdyż zrównoważy rynki finansowe w wymiarze europejskim i przyciągnie inwestorów z reszty świata (Zielona Księga, 2015, s. 2).

Tworzenie unii rynków kapitałowych powinno przebiegać ewolucyjnie. Jednym z pierwszych kroków w ramach procesu ewolucyjnego stało się przyjęcie ram regulacyjnych tzw. prostej, przejrzystej i standardowej (*Simple, Transparent and Standardised – STS*) sekurytyzacji, wprowadzonych rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2017/2402, która powinna poprawić efektywność systemu finansowego, zwiększyć możliwości inwestycyjne oraz zmniejszyć obawy związane z „toksycznością” sekurytyzacji.

Podsumowanie

Sekurytyzacja staje się bardzo ważną instytucją współczesnego systemu finansowego. Popierana jest przez Komisję Europejską i Europejski Bank Centralny, zwłaszcza w kontekście finansowania MSP, z utrudnionym dostępem do kapitału rozwojowego. Środowiska biznesowe wyraźnie oczekują, że uregulowana i poprawnie stosowana może być znaczącym czynnikiem ożywienia inwestycyjnego Unii Europejskiej.

Instytucja sekurytyzacji stanowi jednak duże wyzwanie dla środowiska naukowego, które powinno ją poddać głębszej i wieloaspektowej analizie bez negatywnych uprzedzeń i konotacji z globalnym kryzysem finansowym i gospodarczym oraz wysoce negatywnie postrzeżoną finansjalizacją gospodarki.

Bibliografia

- Aiyar, S., Al-Eyd, A., Barkbu, B., Jobst, A. (2015). *Revitalizing Securitization for Small and Medium-Sized Enterprises in Europe*. Pobrano z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn150> (5.03.2018).
- Bloomenstein, H.J., Keskinler, A., Lucas, C. (2011). Outlook for the Securitization Market. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 1, 261.
- Chojna-Duch, E. (2015). Łagodzenie ilościowe polityki pieniężnej. *Kontrola Państwowa*, 3, 91.
- Cour-Thimann, P., Winkler, B. (2013). *The ECB's non-standard monetary policy measures. The role of institutional factor and financial structure*. Pobrano z: <http://web.europe.eu/pub/pdf/scuwwps1528pdf> (10.03.2018).
- Decyzja NR 1639/2006/UE Parlamentu Europejskiego i Rady z 24.10.2006 ustanawiająca Program na rzecz konkurencyjności i innowacji 2007–2013. Dz. Urz. L 310/15.
- ECB (2017). *Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – April to September 2017*. Pobrano z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.accessstc> (2.03.2018).
- European Commission (2018). *Annual Report on European SMEs 2016/2017*. Pobrano z: <http://ec.europa.eu/growth/smes/business-friendly> (20.03.2018).
- European Investment Fund (2017). *European Small Business Finance Outlook*. Pobrano z: <https://www.eif.org/news-centre/publicanto/eif-wp43pdf> (12.03.2018).
- Kidacka, I. (2006). *Finanse zintegrowane. Sekurytyzacja, struktury finansowe*. Warszawa: Difin.
- Kraemer-Eis, H., Lang, F. (2017). Access to funds: how could CMU support SME financing. *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung*, 86, 98.
- Kreczmańska-Gigol, K. (2015). *Płynność finansowa przedsiębiorstw. Istota, pomiar, zarządzanie*. Warszawa: Difin.
- Nassr, I., Wehinger, G. (2014). Unlocking SME finance through marked – based debt: Securitisation, private placements and bonds. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2, 94.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2396 z 13.12.2017 zmieniające rozporządzenie (UE) nr 1316/2013 oraz (UE) 2015/1017 w odniesieniu do przedłużenia okresu obowiązywania Europejskiego Funduszu na rzecz Inwestycji Strategicznych oraz wprowadzenia usprawnień technicznych dla tego Funduszu i Europejskiego Centrum Doradztwa Inwestycyjnego. Dz. Urz. L 345/34.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/1017 z 25.06.2015 w sprawie Europejskiego Funduszu Inwestycji Strategicznych, Europejskiego Centrum Doradztwa Inwestycyjnego i Europejskiego Portalu Projektów Inwestycyjnych oraz zmieniające rozporządzenie (UE) nr 1291/2013 i (UE) nr 1316/2013 – Europejski Fundusz Inwestycji Strategicznych. Dz. Urz. L 169.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2402 z 12.12.2017 w sprawie ustanowienia ogólnych ram dla sekurytyzacji oraz utworzenia szczególnych ram dla prostych, przejrzystych i standardowych sekurytyzacji, a także zmieniające dyrektywy 2009/65/WE, 2009/138/WE i 2011/61/UE oraz rozporządzenia (WE) nr 648/2012. Dz. Urz. UE L 347/35.
- Waszkiewicz, A. (2004). Papierowe bogactwo sekurytyzacji. *Bank i Kredyt*, 4, 19.
- Zielona Księga. Tworzenie unii rynków kapitałowych. COM(2015)63 final. Bruksela 18.02.2015.

PREMISES AND ACTIVITIES AIMED AT STIMULATING THE SECURITISATION OF SME DEBT FINANCE PORTFOLIOS IN THE EUROPEAN UNION

Keywords: SME, securitisation, debt portfolios

Summary. The article attempts at identifying basic premises, followed by presenting the regulatory and economic activities of the European Union aimed at stimulating the securitization of SME debt finance portfolios, predominantly in the post-crisis. The focus is on securitization instruments, secured on credit and car lease liabilities of SME. The undertaken attempt was preceded by a brief analysis of key characteristics of the aforementioned securitization market.

Translated by Grażyna Borys, Alicja Janusz

Cytowanie

Borys, G., Janusz, A. (2018). Przesłanki i działania na rzecz ożywienia rynku sekurytyzacji portfeli dłużnych MSP w Unii Europejskiej. *Ekonomiczne Problemy Usług*, 3 (132), 5–14. DOI: 10.18276/epu.2018.132-01.