Publikacja
Europejskiego
Kongresu
Finansowego

LIST ZASTAWNY
A STABILNOŚĆ POLSKIEGO SYSTEMU FINANSOWEGO

Andrzej Dżuryk

Sopot 2017

Książka powstała na podstawie pracy doktorskiej autora napisanej pod kierunkiem prof. UG dr. hab. Leszka Pawłowicza, której recenzentami byli: prof. dr hab. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska oraz prof. dr hab. Jan Szambelańczyk.

Opracowanie redakcyjne: Aleksandra Gibała
Projekt okładki: Sopocka Grupa Marketingowa
Opracowanie graficzne: Maciej Laska
Korekta: Barbara Kaszubowska
Skład: Ewa Nowaczyk

© Copyright by Centrum Myśli Strategicznych
Sopot 2017

Centrum Myśli Strategicznych
ul. Powstańców Warszawy 19
81-718 Sopot

Publikacja w wersji elektronicznej dostępna na:
www.efcongress.com
www.festiwalfinansowy.pl

ISBN 978-83-945091-3-2

Spis treści

Wprowadzenie 5

1. Stabilność systemu finansowego 10
1.1. System finansowy 10
1.2. Sieć bezpieczeństwa finansowego 29
1.3. Stabilność polskiego systemu finansowego 46
Podsumowanie 61

2. Listy zastawne 62
2.1. Pojęcie listu zastawnego 62
2.2. Regulacje listów zastawnych 69
2.3. Listy zastawne w Polsce 85
Podsumowanie 103

3. Rynek listów zastawnych 104
3.1. Charakterystyka eurorynku listów zastawnych 104
3.2. Listy zastawne a inne klasy aktywów 128
Podsumowanie 144

4. Harmonizacja eurorynku listów zastawnych 145
4.1. Geneza konsultacji Komisji Europejskiej 145
4.2. Stanowisko polskich ekspertów w konsultacjach KE 160
Podsumowanie 180

Zakończenie 182
Spis rysunków 185
Spis tabel 187
Bibliografia 188

Andrzej Dżuryk, Dyrektor
Société Générale Oddział w Polsce

Andrzej Dżuryk jest autorem wielu publikacji i prac eksperckich z zakresu problematyki listów zastawnych, banków hipotecznych i stabilności finansowej. Posiada ponad 20-letnie doświadczenie na stanowiskach managerskich w bankach polskich i zagranicznych. Wcześniej pracował jako Szef Pionu Małych Przedsiębiorstw w Sektorze Bankowości Detalicznej w Citibanku Handlowym, Zastępca Dyrektora Departamentu Bankowości Korporacyjnej ING Barings w Polsce oraz Zastępca Dyrektora Departamentu Marketingu i Rozwoju Banku Gdańskiego. Współtworzył polski rynek obligacji municypalnych poprzez inicjację projektu i organizację pierwszych obligacji komunalnych miasta Gdyni. Jego doświadczenie zawodowe obejmuje pracę w kraju i za granicą: na Ukrainie, w Szwajcarii i w USA. Jest absolwentem studiów doktoranckich na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, gdzie obronił pracę doktorską, oraz zaawansowanego programu zarządzania strategicznego „Leadership and Business in Banking" na INSEAD. Ukończył z wyróżnieniem: Gdańską Akademię Bankową, Wydział Zarządzania i Wydział Ekonomii Uniwersytetu Gdańskiego. Jest honorowym obywatelem South Bend, w stanie Indiana w USA.

Wprowadzenie

Strukturalna luka płynności stanowi najpoważniejsze, niedoceniane ryzyko systemowe rynku finansowego w Polsce. Wynika ona z niedopasowania struktury terminowej aktywów i pasywów. Ta z kolei jest skutkiem finansowania przez banki długoterminowych kredytów, a w szczególności hipotecznych kredytów mieszkaniowych, za pomocą krótkoterminowych depozytów i tzw. osadów na rachunkach bieżących. Według stanu na koniec 2015 roku aktywa sektora bankowego o zapadalności powyżej 1 roku wynosiły 1,2 bln złotych, podczas gdy odpowiednie zobowiązania stanowiły zaledwie 1/3 tej wielkości. Hipoteczne kredyty mieszkaniowe mają zasadniczy udział w kredytach terminowych i stanowią w bankach działających w Polsce ponad 1/3 aktywów o zapadalności powyżej roku, a także odpowiadają za około 40% przyrostu akcji kredytowej.

Duża dysproporcja w strukturze zapadalności aktywów i terminów wymagalności pasywów tworzy ryzyko płynności. Zdaniem Komisji Nadzoru Finansowego niezbędne jest podjęcie przez banki skutecznych działań w kierunku pozyskania stabilnych, długoterminowych źródeł finansowania. Potrzeba ta wynika m.in. z konieczności wypełnienia wymagań płynności strukturalnej. Do zmniejszenia tego problemu mogłaby przyczynić się emisja przez banki obligacji długoterminowych, których – w przeciwieństwie do depozytów – nie można zerwać przed terminem zapadalności. Wzrost bezpieczeństwa sektora bankowego stymulowałby rozwój obligacji zabezpieczonych, a szczególnie listów zastawnych. Cieszą się one wśród inwestorów najwyższą wiarygodnością kredytową. W krajach borykających się z kryzysem finansowym przewyższa ona nawet wiarygodność obligacji rządowych.

Mimo że obecnie obowiązująca w Polsce ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych została uchwalona w roku 1997, to krajowy rynek listów zastawnych nadal pozostaje w początkowej fazie rozwoju. Działają na nim jedynie trzy banki hipoteczne: mBank Hipoteczny, Pekao Bank Hipoteczny oraz PKO Bank Hipoteczny, który rozpoczął działalność w roku 2015. Finansowanie kredytów hipotecznych za pomocą listów zastawnych jest marginalne. Podczas gdy w krajach Europejskiego Obszaru Gospodarczego przeciętnie wynosi ono ponad 20%, to w Polsce zaledwie przekracza 1%.

List zastawny, z ponad 200-letnią historią na europejskich rynkach finansowych, to typowy przykład obligacji zabezpieczonej. Jest to określenie dłużnego papieru wartościowego. Charakteryzuje się on tym, że jego wykup zabezpieczony jest na dedykowanej w tym celu, wyodrębnionej puli aktywów, pozostającej w bilansie emitenta. Taka struktura sprawia, że inwestor ma prawo do podwójnego regresu – wobec emitenta i wobec wyodrębnionej puli aktywów. To właśnie zasada podwójnego regresu odróżnia list zastawny od klasycznej obligacji, w której występuje zwykle jedynie zobowiązanie osobiste emitenta, wobec obligatariusza, do zapłaty odsetek i zwrotu kapitału.

Zobowiązanie po stronie emitenta ma charakter osobisty do wielkości całego majątku oraz rzeczowy do wielkości aktywów, które są wyodrębnione i stanowią zabezpieczenie dla wyemitowanych listów zastawnych. Inwestor ma więc prawo do za-

spokojenia roszczeń zarówno względem emitenta, jak i z wysokiej jakości aktywów monitorowanych przez niezależnego powiernika. W pierwszej kolejności za zobowiązanie powstałe z tytułu emisji emitent ponosi odpowiedzialność osobistą, w wielkości kwoty kapitału i odsetek. W sytuacji gdy zaspokojenie przez dłużnika roszczeń wierzyciela nie jest możliwe, posiadacz listu zastawnego ma prawo do zaspokojenia swoich roszczeń z wyodrębnionego w tym celu majątku. Minimalizowane jest w ten sposób ryzyko nieodzyskania należności i przeniesienia skutków niewypłacalności emitenta na inne podmioty rynku finansowego. Zapewnienie ciągłości rozliczeń jest fundamentem stabilności rynku finansowego, a wysokie standardy regulacji prawnych listów zastawnych, gwarantujące mechanizm podwójnego regresu, istotnie przyczyniają się do zachowania stabilności rynku finansowego.

W UE nie wypracowano dotąd, w formie aktu prawnego, jednolitej definicji listu zastawnego. Pośrednio instrument o rygorach spełnianych przez list zastawny określa dyrektywa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe. Określa ona limity inwestycyjne dla poszczególnych klas aktywów, w które lokują środki fundusze inwestycyjne. Maksymalny pułap zaangażowania funduszy inwestycyjnych w papiery wartościowe jednego emitenta nie może przekraczać 5% aktywów. Warunki, które pozwalają podnieść ten limit do 25% i które spełniają jedynie listy zastawne, są następujące:

- emitent musi być instytucją kredytową ze statutową siedzibą w państwie członkowskim UE i z mocy prawa podlegać szczególnemu nadzorowi publicznemu, w celu zapewnienia wysokiej ochrony posiadaczy tych instrumentów;
- środki pozyskane z emisji obligacji mogą być zainwestowane tylko w takie aktywa, które w całym okresie życia obligacji w pełni pokrywają związane z nimi potencjalne roszczenia, a w sytuacji niewypłacalności emitenta wykorzystane są, na zasadzie pierwszeństwa, do zaspokojenia kapitału i należnych odsetek.

W ujęciu historycznym europejskie listy zastawne to przede wszystkim inwestycje w nieruchomości. Rodzaj listu zastawnego determinowany jest prawnym zabezpieczeniem spłaty kredytu. Hipoteczny list zastawny zabezpieczony jest hipoteką, podczas gdy publiczny list zastawny zabezpieczony jest gwarancją lub poręczeniem instytucji publicznej. Instytucje finansowe emitujące listy zastawne w Europie różnią się ustawodawstwem i strukturą organizacyjną, co prowadzi do zróżnicowania modeli emisji listów zastawnych. Zachowana jest jednak podstawowa cecha tego instrumentu, tj. zasada podwójnego regresu.

Mimo że instrument ten nie jest bezpośrednio i jednolicie uregulowany w UE, to na skutek rosnącego zainteresowania inwestorów instytucjonalnych, szczególnie w czasie globalnego kryzysu finansowego, rynek ten dynamicznie wzrósł w latach 2005–2012, stabilizując się na poziomie 2,5 bln euro w latach 2014–2015.

Popyt zgłaszany przez inwestorów instytucjonalnych wymógł zmiany prawa w wielu jurysdykcjach europejskich, co zwiększyło konkurencyjność listów zastawnych w stosunku do papierów wartościowych opartych o aktywa w Stanach Zjednoczonych. W następstwie upadku banku Lehman Brothers listy zastawne zaczęły być postrzegane jako instrument stabilizujący proces reformy systemu finansowego także w USA, gdzie dominują instrumenty oparte o aktywa o znacząco niższej strukturalnie jakości kredytowej.

Głównym celem niniejszej publikacji jest ocena możliwości wykorzystania listów zastawnych do zwiększenia stabilności polskiego systemu finansowego. Realizacja celu głównego związana była z następującymi zadaniami:

- oceną bieżącego poziomu stabilności polskiego systemu finansowego i występujących kluczowych ryzyk systemowych, w tym w szczególności niedopasowania terminów zapadalności aktywów i pasywów oraz wynikającej stąd strukturalnej luki płynności;
- usystematyzowaniem wiedzy z zakresu listów zastawnych w Polsce i na eurorynku oraz przedstawieniem rozwiązań strukturalnych w zakresie tych instrumentów, decydujących o ich wysokim ratingu;
- identyfikacją barier rozwoju polskiego rynku listów zastawnych;
- analizą europejskiego i polskiego rynku listów zastawnych z perspektywy emitenta i inwestora oraz głównych sił determinujących dalszy rozwój rynku listów zastawnych;
- przedstawieniem alternatywnych instrumentów wobec listów zastawnych przez pryzmat celu, którym jest podniesienie stabilności systemu finansowego;
- oceną perspektyw rozwoju polskiego rynku listów zastawnych;
- przedstawieniem idei harmonizacji europejskiego rynku listów zastawnych zaproponowanej przez Komisję Europejską (KE);
- opracowaniem stanowiska polskich interesariuszy rynku listów zastawnych wobec propozycji KE harmonizacji regulacji unijnych w zakresie listów zastawnych, obejmującego ocenę zagrożeń i korzyści nowych regulacji dla poszczególnych uczestników rynku.

Na podstawie rozważań teoretycznych i badań empirycznych została podjęta próba weryfikacji następującej hipotezy: **wzrost udziału listów zastawnych w finansowaniu polskiego sektora bankowego zmniejsza strukturalną lukę płynności.** W publikacji podjęto również próbę weryfikacji następujących hipotez pomocniczych:

1. List zastawny zapewnia bezpieczeństwo dla inwestora, szczególnie pożądane w okresie kryzysu finansowego, a dla emitenta stanowi stabilne, długoterminowe źródło finansowania.
2. Do rozwoju rynku listów zastawnych przyczyniłoby się zwiększenie ich atrakcyjności dla inwestorów oraz usunięcie barier dla transferu portfela kredytowego z banków uniwersalnych do banków hipotecznych.
3. Wzrost stabilności polskiego sektora bankowego prowadziłby do wzrostu stabilności polskiego systemu finansowego.

Dobór materiałów badawczych i zastosowana metoda badawcza podporządkowane zostały głównemu celowi i weryfikacji głównej hipotezy. W procesie analizy i w trakcie formułowania wniosków i opinii wykorzystano wnioskowanie dedukcyjne i indukcyjne oraz przez analogię.

Zgromadzone materiały i wykorzystane metody badawcze w części teoretycznej publikacji umożliwiły sformułowanie hipotez i ich weryfikację oraz pogłębienie wniosków w badaniu empirycznym. W części empirycznej zastosowano m.in. analizę statystyczną wyników badania, wnioskowanie dedukcyjne, indukcyjne, przez analogię oraz metodę oceny skutków konsultowanej przez KE harmonizacji regulacji listów

zastawnych w UE. Badanie kwestionariuszowe przeprowadzono wśród ekspertów polskiego rynku listów zastawnych, przy wykorzystaniu metody ekspertyzy grupowej. Głównym celem badania było wypracowanie stanowiska interesariuszy polskiego rynku w zakresie oceny stanu, kierunków rozwoju i rozwiązań szczegółowych dla bardziej efektywnego europejskiego rynku listów zastawnych, obejmującego polski rynek listów zastawnych.

Ekspercką metodą badawczą, którą zastosowano do oceny ewentualnych przyszłych skutków regulacji, będących na etapie konsultacji, była zmodyfikowana metoda delficka. Autor dokonał doboru ekspertów do badania:

- z zachowaniem reprezentatywności wszystkich grup interesariuszy;
- w sposób celowy, biorąc pod uwagę wiedzę i doświadczenie z zakresu rynku listów zastawnych;
- zapewniając ich związek bezpośredni lub pośredni (praktyczny lub teoretyczny) z tematyką będącą przedmiotem badania.

Autor wytypował 86 ekspertów, z których na kwestionariusz odpowiedzi udzieliło 29 interesariuszy, w tym: 14 emitentów (banków), 7 inwestorów (funduszy inwestycyjnych), 3 przedstawicieli regulatorów, 2 agencje ratingowe oraz 3 ekspertów niezależnych[1].

Konstrukcja publikacji składa się z czterech rozdziałów i jest podporządkowana realizacji celu i zadań oraz weryfikacji hipotezy badawczej i hipotez pomocniczych. Trzy pierwsze rozdziały stanowią studium teoretyczne, w czwartym zaś rozdziale przeprowadzono ocenę skutków ewentualnego wdrożenia zharmonizowanej regulacji w zakresie listów zastawnych w UE z perspektywy bilansu korzyści i zagrożeń dla polskich interesariuszy listów zastawnych.

W rozdziale pierwszym usystematyzowano pojęcie stabilności systemu finansowego. W tym celu zdefiniowano system finansowy, a następnie pojęcie jego stabilności oraz sieci bezpieczeństwa finansowego jako mechanizmu zabezpieczającego zachowanie stabilności finansowej. W szczególności uwzględniono doświadczenia bieżącego globalnego kryzysu finansowego i jego wpływ na rozwiązania w zakresie stabilności finansowej. Na tym gruncie dokonano oceny bieżącego stanu stabilności polskiego systemu finansowego i występujących kluczowych ryzyk systemowych. Główny nacisk położono na problem niedopasowania terminów zapadalności aktywów i pasywów powodujący strukturalną lukę płynności. W rozdziale dokonano również weryfikacji hipotezy pomocniczej: „wzrost stabilności polskiego sektora bankowego prowadziłby do wzrostu stabilności polskiego systemu finansowego".

Rozdział drugi stanowi usystematyzowanie wiedzy na temat listów zastawnych, a w szczególności hipotecznych listów zastawnych. Dokonano w nim przeglądu aparatu pojęciowego z zakresu listów zastawnych, wraz z unikalną charakterystyką tego instrumentu – mechanizmem podwójnego regresu. Przedstawiono w nim również

[1] Podział ten nie jest do końca ostry, ponieważ do grupy emitentów zaliczono zarówno banki hipoteczne, jak i banki uniwersalne, które dopiero mogą wystąpić o licencję hipoteczną, a jednocześnie mogą być również inwestorami na rynku listów zastawnych. Z kolei Narodowy Bank Polski zakwalifikowany jako regulator może również odgrywać rolę inwestora.

inne walory listów zastawnych implikujące ich wysokie bezpieczeństwo i mające pozytywny wpływ na stabilność systemu finansowego. W rozdziale zarysowany został mechanizm powstania listów zastawnych i banków hipotecznych na ziemiach polskich, które stanowiły awangardę rynków europejskich, a także obecne rozwiązania prawne, organizacyjne i ostrożnościowe w krajach UE. Na tym tle zaprezentowano bariery rozwoju i wdrożone rekomendacje dla aktywizacji polskiego rynku listów zastawnych. Przedstawiono tam także uwarunkowania polskiego rynku listów zastawnych oraz sformułowano wnioski odnośnie do perspektyw jego rozwoju, a w konsekwencji poprawy stabilności polskiego systemu finansowego. W niniejszym rozdziale poddano weryfikacji kolejną z hipotez pomocniczych: „do rozwoju rynku listów zastawnych przyczyniłoby się zwiększenie ich atrakcyjności dla inwestorów oraz usunięcie barier dla transferu portfela kredytowego z banków uniwersalnych do banków hipotecznych".

W rozdziale trzecim dokonano przeglądu rynku listów zastawnych na poziomie europejskim. Przegląd z perspektywy emitenta, inwestora i regulatora identyfikuje główne siły determinujące jego przyszły kształt. Zaprezentowano w nim również alternatywne instrumenty wobec listów zastawnych, przez pryzmat celu pracy, jakim jest oddziaływanie na podniesienie stabilności systemu finansowego. W rozdziale poddano weryfikacji ostatnią hipotezę pomocniczą: „list zastawny zapewnia bezpieczeństwo dla inwestora, szczególnie pożądane w okresie kryzysu finansowego, a dla emitenta stanowi stabilne, długoterminowe źródło finansowania".

Czwarty rozdział przedstawia genezę konsultacji oraz propozycje KE w zakresie harmonizacji europejskiego rynku listów zastawnych, przedstawione w oparciu o zgromadzone najlepsze praktyki nadzoru europejskiego. Rekomendacje KE mają istotny wpływ na polski rynek listów zastawnych, a tym samym na stabilność polskiego systemu finansowego. W rozdziale zaprezentowano badanie autora, którego celem było wypracowanie stanowiska polskich ekspertów w zakresie przedstawionych przez KE opinii i rekomendacji. Obejmowały one: stan rynku i propozycje kierunkowych oraz szczegółowych rozwiązań w zakresie harmonizacji europejskiego rynku listów zastawnych, w tym ocenę zagrożeń i korzyści dla interesariuszy polskiego rynku listów zastawnych.

Podczas pracy nad książką wykorzystano i poddano analizie informacje literaturowe oraz dostępne w czasopismach i publikacjach krajowych oraz zagranicznych. Element analizy stanowiły także studia regulacji prawnych w zakresie listów zastawnych i banków hipotecznych. Szeroko wykorzystano materiały analityczne, m.in.: Komisji Nadzoru Finansowego, Narodowego Banku Polskiego, Rządowego Centrum Legislacji, Europejskiego Banku Centralnego, Parlamentu Europejskiego, kongresów i specjalistycznych konferencji, banków hipotecznych i inwestycyjnych, niezależnych ośrodków badawczych, a także przekrojowe materiały analityczne Europejskiej Rady Listów Zastawnych.

1. Stabilność systemu finansowego

Realizacja celu pracy wymagała usystematyzowania pojęcia systemu finansowego i jego stabilności. W niniejszym rozdziale przedstawiono sposoby zapewnienia stabilności systemu finansowego przez sieć bezpieczeństwa finansowego oraz wpływ na stabilność finansową i rozwiązania prostabilnościowe trwającego globalnego kryzysu finansowego. Dokonano w nim także oceny stanu stabilności polskiego systemu finansowego oraz największych wyzwań dla jego stabilności, w tym w szczególności strukturalnej luki płynności, która zgodnie z przyjętą przez autora hipotezą badawczą może być ograniczona za pomocą listów zastawnych.

W ramach określonych wyżej zagadnień w niniejszym rozdziale podjęto również próbę weryfikacji postawionej hipotezy pomocniczej: „wzrost stabilności polskiego sektora bankowego prowadziłby do wzrostu stabilności polskiego systemu finansowego".

1.1. System finansowy

W ujęciu potocznym stabilność finansowa jest rozumiana jako zdolność danego podmiotu do regulowania swoich zobowiązań finansowych w określonym czasie[2]. W niniejszej pracy pojęcie stabilności finansowej dotyczy stabilności systemu finansowego, która ma bezpośredni związek z funkcjonowaniem całej gospodarki. Pojęcie stabilności finansowej i stabilności systemu finansowego są tu traktowane tożsamo i stosowane zamiennie. Występuje wiele interpretacji i brak jest w literaturze naukowej i oficjalnych publikacjach jednej, powszechnie obowiązującej definicji tak rozumianego pojęcia stabilności finansowej[3]. Stabilność finansowa związana jest z pojęciem systemu finansowego. Zmiany, które dokonały się w systemie finansowym w ostatnim czasie, w tym znaczący wzrost jego aktywów w stosunku do sfery realnej gospodarki, istotnie zwiększyły rolę systemu finansowego w obszarze gospodarczym i społecznym. Zarysowane w dalszej części publikacji tło pozwala na pełniejsze zrozumienie pojęcia stabilności finansowej oraz przyczyn, które sprawiają, że bezpieczeństwo systemu finansowego jest centralnym punktem zainteresowania i działań rządu oraz banku centralnego.

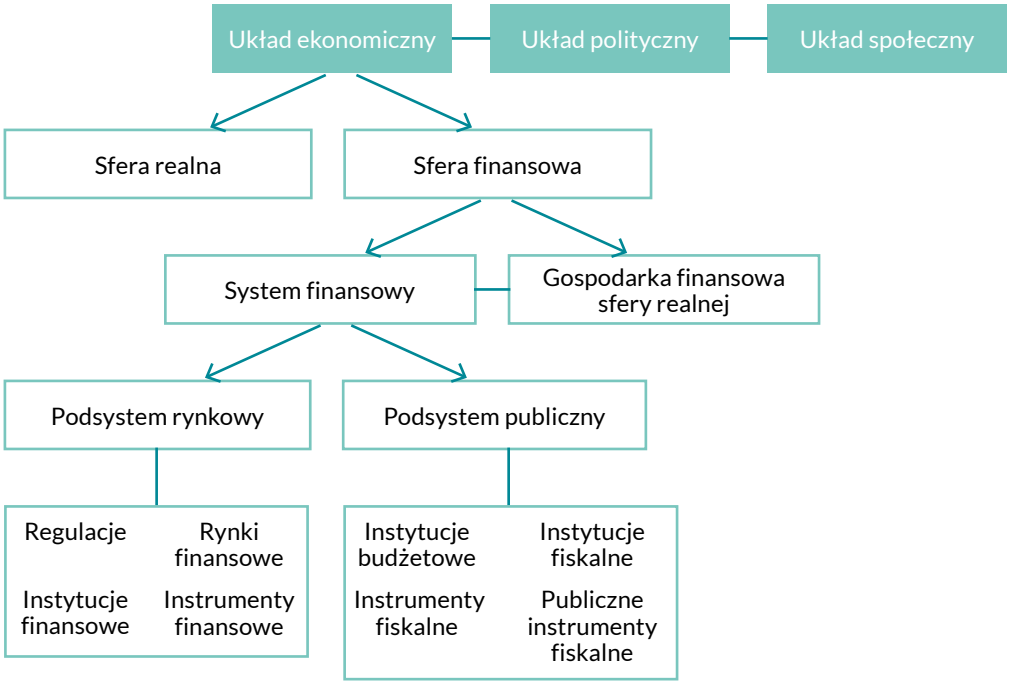
1.1.1. Struktura, modele i funkcje systemu finansowego

System finansowy to integralny element systemu ekonomicznego, który z kolei jest elementem systemu społecznego. W systemie gospodarki rynkowej system finansowy stanowi mechanizm, za pomocą którego świadczone usługi wyzwalają siły nabywcze w gospodarce. Skutkiem jego istnienia jest zjawisko współkreowania pienią-

[2] O. Szczepańska, *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego, Studium teoretyczno-porównawcze*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2008, s. 13.

[3] M. Iwanicz-Drozdowska (red.), *Stabilność finansowa*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2014, s. 3; W. Duisenberg, *The contribution of the euro financial stability* [w:] *Globalization of Financial Markets and Financial Stability – Challenges for Europe*, Baden-Baden 2001, s. 37–51.

dza przez podmioty niefinansowe (gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa) oraz przepływ między nimi strumieni pieniężnych[4].



Rys. 1. **Powiązania i struktura systemu finansowego**
Źródło: opracowanie własne na podstawie B. Pietrzak i in., *System finansowy w Polsce…, op. cit.*

Na system finansowy składają się[5]:

- instytucje finansowe (np. banki uniwersalne i specjalistyczne, w tym banki hipoteczne, niebankowe instytucje finansowe, fundusze inwestycyjne, zakłady ubezpieczeń, biura maklerskie);
- instrumenty finansowe (np. produkty kredytowe, instrumenty dłużne, jak obligacje klasyczne i zabezpieczone, jakimi są listy zastawne, a także finansowanie handlu, transakcje walutowe, transakcje zabezpieczające, doradztwo finansowe);
- rynki finansowe (np. rynek pieniężny, kapitałowy, walutowy, instrumentów pochodnych);
- infrastruktura prawno-instytucjonalna (np. regulacje prawne, systemy płatnicze, systemy rozliczania papierów wartościowych, instytucje pośrednictwa finansowego, podmioty regulacyjne i nadzorcze) oraz zasady, które określają sposoby ich funkcjonowania.

[4] B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *System finansowy w Polsce*, praca zbiorowa, PWN, Warszawa 2004, s. 17–18.

[5] *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2003–2003*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2004, s. 12.

Listy zastawne i banki hipoteczne są więc elementami systemu finansowego, a dedykowane ustawodawstwo i specjalny nadzór, jakiemu podlegają, stanowią element zasad określających ich funkcjonowanie.

Z punktu widzenia źródła finansowania rynku współczesne systemy finansowe funkcjonują w ramach modelu[6]:

- bankowego – model europejski, inaczej kontynentalny, gdzie banki są podstawą systemu finansowego i dominują na rynku usług finansowych;
- rynkowego – model angloamerykański, gdzie rynki finansowe stanowią istotną konkurencję dla banków i mają wiodącą rolę w pośrednictwie finansowym.

Listy zastawne i banki hipoteczne łączą zarysowane wyżej klasyczne modele systemów finansowych, gdyż banki udzielające hipotecznych kredytów mieszkaniowych są częścią modelu bankowego, natomiast emitowane listy zastawne są częścią rynkowego modelu systemu finansowego.

Oddziaływanie na gospodarkę i życie społeczne systemu finansowego może być analizowane przez pryzmat pełnionych przez niego funkcji[7]:

- monetarnej (realizacja i rozliczanie płatności),
- kapitałowo-redystrybucyjnej (kumulowanie i alokacja kapitału),
- kontrolnej (zarządzanie ryzykiem).

W ramach funkcji monetarnej różne podmioty mają zapewniony dostęp do pieniądza, który umożliwia realizację płatności. Zastosowanie pieniądza prowadzi do uproszczenia procesu wymiany i obniżenia jego kosztów. To z kolei przyczynia się do intensyfikacji handlu usługami i towarami, prowadząc do wzrostu efektywności gospodarowania i zwiększając dobrobyt społeczny[8].

Obsługa przez osobę indywidualną hipotecznego kredytu mieszkaniowego zaciągniętego w banku w postaci realizacji płatności rat odsetkowych i kapitałowych oraz pozyskanie środków z emisji i wykup listów zastawnych przez bank hipoteczny realizowane są w ramach funkcji monetarnej systemu finansowego.

W ramach funkcji kapitałowo-redystrybucyjnej następuje międzyokresowa alokacja zasobów finansowych między dysponentami nadwyżek finansowych a podmiotami poszukującymi finansowania. W związku ze zmianą wartości pieniądza w czasie, w wyniku inflacji, pieniądz gotówkowy zwykle nie jest najlepszą formą przechowywania wartości. W warunkach typowych system finansowy zapewnia zwrot powierzonego pieniądza wraz z odsetkami, po upływie wskazanego czasu. Usługi te polegają na przechowywaniu wartości w postaci aktywów finansowych. Kontrakty finansowania (kredyt lub obligacja) mają charakter zobowiązań i są przyrzeczeniem spłaty powierzonego kapitału wraz ze zdefiniowanym strumieniem odsetek.

---

[6] *Ibidem*, s. 14.

[7] B. Pietrzak i in., *System finansowy…*, *op. cit.*, s. 19. Szerszy przegląd funkcji i definicji systemu finansowego w: A. Matysek-Jędrych, *System finansowy – definicja i funkcje*, „Bank i Kredyt", 10/2007, s. 3–50, oraz w: P. Smaga, *Istota stabilności finansowej*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów" SGH, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2013.

[8] D. Begg, S. Fisher, R. Dornbusch, *Ekonomia*, przekł. B. Czarny, t. 2, PWE, Warszawa 1993, s. 95.

Z kolei kontrakty udziałowe (akcje lub udziały) stanowią przyrzeczenie zwrotu części wartości przedsiębiorstwa, powiększone o dywidendę.

Emisja listów zastawnych przez banki hipoteczne i ich zakup przez inwestorów dokonują się w ramach funkcji kapitałowo-redystrybucyjnej, podobnie jak finansowanie kredytów hipotecznych z depozytów ludności i firm.

Funkcja kontrolna i informacyjna systemu finansowego to monitorowanie strumieni pieniężnych, a szczególnie zainwestowanych środków, celem określenia prawidłowości oraz efektywności ich wykorzystania. Funkcja ta zawiera kontrolę finansową oraz wpływ instytucji i rynków finansowych na działania podmiotów niefinansowych. Dyscyplinujący charakter tej funkcji na uczestników rynków finansowych przejawia się w tym, że muszą oni uwzględniać reakcję rynków na swoje decyzje i zachowania.

Rynek bankowy, a banki hipoteczne w szczególności, jest ściśle regulowany. Dodatkowo, rekomendacje nadzoru mają na celu reagowanie na bieżące i ewentualne przyszłe ryzyka systemowe, celem zapewnienia bezpieczeństwa uczestników systemu finansowego i stabilności całego systemu (np. w zakresie kredytów walutowych czy minimalnego wkładu własnego kredytów hipotecznych).

Listy zastawne i emitujące je banki hipoteczne są częścią systemu finansowego i ewidentnie wypełniają wszystkie jego funkcje, wykraczające poza prostą obsługę płatności. Powierzanie przez osoby indywidualne i przedsiębiorstwa środków w postaci depozytów, z których następnie finansowana jest akcja kredytowa banków hipotecznych, realizuje się w ramach funkcji mobilizowania oszczędności. Udzielanie kredytów hipotecznych wymaga bardzo specjalistycznej wiedzy, m.in. z zakresu długoterminowej oceny zdolności kredytowej i wyceny zabezpieczeń, co wypełnia funkcję alokacji kapitału. Listy zastawne są instrumentami wymagającymi nadania zewnętrznego ratingu przez wiodące agencje ratingowe. Rating stanowi syntetyczny miernik relatywnej jakości kredytowej, przyczyniając się do obiektywizacji inwestycji w ramach funkcji kontrolnej. Hipoteczne listy zastawne są w końcu instrumentem konwersji ryzyka. Mamy tu do czynienia z agregacją i transferem hipotecznych kredytów mieszkaniowych do wydzielonej puli jednorodnych aktywów, która stanowi zabezpieczenie dla emitowanego na jej bazie specjalistycznego instrumentu, jakim jest list zastawny. List zastawny ogranicza ryzyko płynności dla emitenta, zapewniając mu długoterminowe finansowanie.

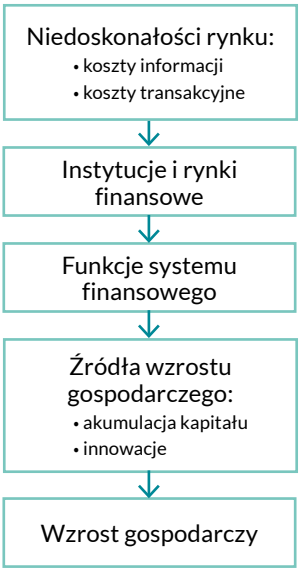
1.1.2. Znaczenie systemu finansowego

Ze względu na funkcje pełnione przez system finansowy, jego stabilność, sprawne działanie i rozwój mają istotne znaczenie dla sfery realnej gospodarki, a w efekcie dla szeroko rozumianego dobrobytu społecznego. Wypracowano wiele mierników ekonomicznych służących do opisu relacji pomiędzy systemem finansowym i jego stopniem rozwoju a wzrostem gospodarczym. Jednym z nich jest wielkość kredytowania sektora prywatnego w relacji do PKB oraz wielkość aktywów instytucji finansowych

w relacji do PKB[9]. Ponadto istnieje cały szereg wskaźników segmentowych systemu finansowego. I tak dla rynku kapitałowego wykorzystuje się: wskaźnik kapitalizacji giełdy w stosunku do PKB, wartość obrotów w stosunku do wielkości kapitalizacji giełdy oraz wartość rynku instrumentów pochodnych. Najczęściej używane są dwa pierwsze mierniki, obrazują bowiem one aktywność systemu finansowego jako całości. Ponadto badacze systemu finansowego często ograniczają analizę do sektora bankowego, który stanowi jego główny komponent.

Wiele badań wskazuje na dodatnią korelację między wzrostem gospodarczym a poziomem rozwoju systemu finansowego. Według ich autorów stabilny i efektywny system bankowy prowadzi do wzrostu oszczędności i przyczynia się do napływu kapitału, powodując jego akumulację, która z kolei stanowi kluczową przesłankę wzrostu gospodarczego.

Już w XIX wieku postawiono hipotezę, iż efektywna alokacja zasobów finansowych jest wspomagana przez rozwój systemu finansowego. Bagehot[10] stwierdził, że krytyczną rolę w uprzemysłowieniu Wielkiej Brytanii odegrały banki, które umożliwiły mobilizację kapitału i skierowały go do najbardziej obiecujących przedsięwzięć. Hicks[11] potwierdził tę hipotezę, stwierdzając, iż dzięki temu, że rozwinął się rynek kapitałowy, możliwa była rewolucja przemysłowa w tym kraju. Produkty wytwarzane w czasie rewolucji przemysłowej były wynalezione już wcześniej, ale wymagały istotnego i wydłużonego w czasie zaangażowania kapitału. Dopiero rozwój rynku kapitałowego stworzył warunki dla mobilizacji rozproszonych oszczędności. Drobni posiadacze nadwyżek kapitałowych nabywali akcje lub obligacje na giełdzie, swobodnie decydując o czasie upłynnienia tych aktywów. Z drugiej strony firmy uzyskały dostęp do długoterminowego finansowania inwestycji, którego wcześniej nie miały.



Rys. 2. **Relacja między stabilnym systemem finansowym a wzrostem gospodarczym**

Źródło: opracowanie własne na podstawie R. Levine, *Financial development and economic growth: Views and agenda*, „Journal of Economic Literature", 1997, t. 35, s. 691.

Źródłem takiego właśnie długoterminowego, stabilnego finansowania są także listy zastawne, emitowane przez banki hipoteczne, za pomocą których na szeroką skalę finansowane są kredyty mieszkaniowe w UE.

[9] *Financial Sector Assessment. A Handbook*, IMF, September 2005, s. 18.

[10] W. Bagehot, *Lombard Street. A description of the Money Market*, H.S. King, London 1873.

[11] J. Hicks, *A Theory of Economic History*, Clarendon Press, Oxford 1969, s. 143–145.

Schumpeter[12] stwierdził, że banki w sposób istotny pozytywnie wpływają na wzrost gospodarczy, inicjując zmiany technologiczne i poprawiając produktywność. Właściwie funkcjonujące banki identyfikują projekty o największym prawdopodobieństwie wprowadzenia produktów i procesów produkcyjnych o innowacyjnym charakterze. Współcześni reprezentanci tego nurtu, jak Levine[13], tłumaczą oddziaływanie systemu finansowego na wzrost gospodarczy, skupiając się na jego funkcji alokacji kapitału, która realizuje się w warunkach niepewności, w czasie i między podmiotami życia gospodarczego. Według Levine'a funkcje systemu finansowego są dla wszystkich krajów wspólne i niezmienne w czasie, natomiast zmienia się realizacja tych funkcji, co determinuje zróżnicowanie dynamiki wzrostu gospodarczego. Po przeprowadzeniu analizy danych z krajów charakteryzujących się różnym poziomem rozwoju gospodarczego stwierdził on, iż przyrost bogactwa danego kraju ma związek z określonymi zjawiskami w systemie finansowym:

- wyższym udziałem aktywów instytucji finansowych w PKB,
- wyższym udziałem niebankowych instytucji w systemie finansowym[14],
- większym rozmiarem rynku kapitałowego (kapitalizacji giełdy do PKB) i większej płynności (wolumenu obrotów do PKB).

Określone wyżej prawidłowości występują w danym czasie dla krajów na różnym etapie rozwoju gospodarczego, a także dla danych krajów na przestrzeni czasu. W krajach, gdzie rozwinięty jest zarówno system bankowy, jak i rynek kapitałowy, poziom wzrostu gospodarczego jest wyższy niż w krajach, gdzie jest rozwinięty tylko jeden z tych rynków (zwykle bankowy). Natomiast tam, gdzie rozwinięty jest system bankowy, występuje wyższy wzrost gospodarczy niż w krajach, gdzie oba te rynki nie są rozwinięte[15].

Beck, Levine i Loayza[16] dowiedli, że rozwinięty system finansowy to jeden z elementów wpływających na łączną wydajność produkcji, a w efekcie na wzrost gospodarczy. Im lepiej funkcjonuje system finansowy, tym lepsza jest alokacja zasobów, co z kolei podnosi łączną wydajność produkcji i przyczynia się do wzrostu gospodarczego w długim okresie.

W raporcie Banku Światowego[17] poświęconym oddziaływaniu systemu finansowego na wzrost gospodarczy wskazano, że rozwój systemu finansowego powoduje:

- wzrost dochodu narodowego (w długim okresie czasu),
- redukcję ubóstwa,
- zmniejszenie fluktuacji aktywności gospodarczej i dochodów.

---

[12] J. Schumpeter, *Teoria rozwoju gospodarczego*, przekł. J. Grzywicka, PWN, Warszawa 1960.

[13] R. Levine, *Financial development…*, *op. cit*., s. 688–726.

[14] Na przykład zakładów ubezpieczeń czy funduszy inwestycyjnych.

[15] R. Levine, *Stock markets, economic development, and capital control liberalization*, Perspective, Investment Company Institute, December 1997, s. 1–7.

[16] T. Beck, R. Levine, N. Loayza, *Finance and the sources of growth*, „Journal of Financial Economics", January 2000, Vol. 58, No. 1–2, s. 261–300.

[17] *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, The World Bank, Policy Research Report, Washington 2001.

Zastosowany w raporcie model regresji wykazał, dla krajów o zróżnicowanym poziomie zamożności wyrażonym w PKB *per capita*, że podwojenie kredytu dla sektora prywatnego w relacji do PKB powoduje przyspieszenie wzrostu gospodarczego o 2 pkt proc.

Ostatnio prowadzone badania potwierdzają, że wzrost pośrednictwa finansowego (*financial depth*) prowadzi do wzrostu gospodarczego, zarówno w gospodarkach rozwiniętych, jak i w krajach, które dokonały transformacji ekonomicznej[18]. Można zatem przyjąć, że stabilny i rozwinięty system finansowy – w tym rynek kapitałowy instrumentów dłużnych, którego przedstawicielem są listy zastawne – warunkuje wzrost gospodarczy i prowadzi do polepszenia dobrobytu społecznego.

Znaczenie systemu finansowego dla gospodarki rośnie systematycznie od końca lat 70. XX wieku. Jest to wynik liberalizacji i deregulacji rynku finansowego – procesów, które doprowadziły do zniesienia przeszkód administracyjnych tłumiących konkurencję na rynkach finansowych – oraz rozluźnienia regulacji, które stały na straży ryzyka działalności instytucji finansowych[19]. Na procesy te nałożył się postęp w obszarze informatyki i telekomunikacji, co doprowadziło do szeregu nowych zjawisk i zmian strukturalnych w systemie finansowym. W ostatnich kilku dekadach wzrost aktywów finansowych istotnie przekraczał dynamikę wzrostu gospodarki realnej. W rezultacie wzrosło znaczenie pośrednictwa finansowego, mierzonego proporcją wielkości aktywów finansowych do PKB. Wskaźnik ten w krajach wysoko rozwiniętych rósł systematycznie, w wielu przypadkach przekraczając kilkakrotnie PKB. Przykładowo w Wielkiej Brytanii nastąpił wzrost ze 110% do 377%, w Niemczech ze 182% do 353%, a w USA ze 111% do 257% PKB (z początku lat 80. XX wieku do roku 2000)[20].

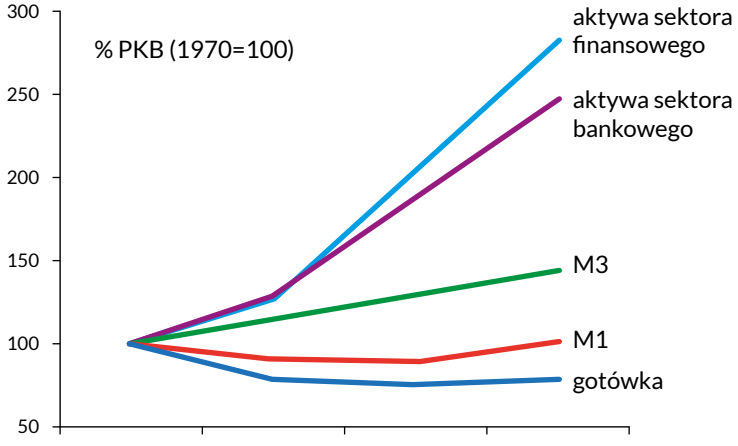
Rosnący poziom pośrednictwa finansowego wiąże się ze zmianą struktury systemu finansowego. Kilkakrotnemu wzrostowi aktywów systemu finansowego towarzyszył jeszcze bardziej dynamiczny przyrost aktywów rynku kapitałowego akcji i obligacji. Na przykład nastąpił wzrost udziału wolumenu akcji w PKB USA z 25% do 132% czy obligacji z 53% do 157% (w latach 1980–2000). Podobne dynamiki zaobserwowano w Niemczech i Wielkiej Brytanii. Spadek udziału w PKB agregatów monetarnych M1 i M2 łączył się ze wzrostem udziału w PKB niemonetarnych aktywów fi-

[18] P. Arestis, G. Chortareas, G. Magkonis, *The financial development and growth nexus: a meta-analysis*, „Journal of Economic Surveys", Vol. 29, Issue 3, s. 549–565, July 2015; K.B. Luintel, M. Khan, R. Leon-Gonzalez, G. Li, *Financial development, structure and growth: New data, method and results*, „Journal of International Financial Markets, Institutions and Money", Vol. 43, s. 95–112, July 2016; A. Akimov, A. Wijeweera, B. Dollery, *Financial development and economic growth: evidence from transition economies*, „Applied Financial Economics", Vol. 19/2009 Issue 12, s. 999–1008, 14 May 2009; M. Petkovski, J. Kjosevski, *Does banking sector development promote economic growth? An empirical analysis for selected countries in Central and South Eastern Europe*, „Economic Research-Ekonomska Istraživanja", Vol. 27 Issue 1, 2014.

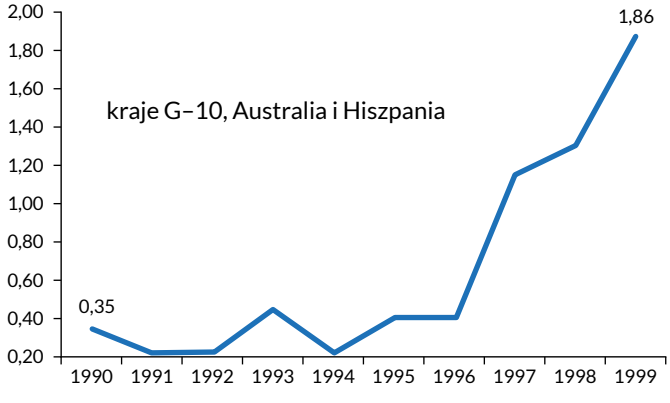
[19] E. Miklaszewska, *Deregulacja rynków finansowych a zmiany w strategiach banków komercyjnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2004, s. 7.

[20] G.J. Schinasi, *Safeguarding Financial Stability…*, *op. cit.*

nansowych[21]. Na stosunkowo stabilnym poziomie w stosunku do PKB pozostawał pieniądz gotówkowy w obiegu[22].



Rys. 3. **Globalna dynamika wzrostu aktywów finansowych w latach 1970–2000**
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych G.J. Schinasi, *op. cit.* (średnia dla USA, Niemiec, Wielkiej Brytanii, Japonii, Francji, Włoch, Kanady i Holandii).



Rys. 4. **Wartość fuzji i przejęć w sektorze finansowym w stosunku do PKB w latach 1990–1999 (w %)**
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *Report on Consolidation in the Financial Sector*, BIS, January 2001.

[21] M1 i M2 to definicje pieniądza oparte na kryterium płynności (numeracja rośnie ze spadkiem płynności agregatu pieniężnego). Różne kraje mają nieco odmienne klasyfikacje i metody pomiaru agregatów, i tak np. w USA M1 zawiera gotówkę pozostającą w obiegu i na rachunkach bankowych, natomiast M2 zawiera M1 i terminowe depozyty oszczędnościowe. [Za:] P. Bofinger, *Monetary Policy. Goals, Institutions, Strategies and Instrumentals*, Oxford Press, Oxford 2001.

[22] Banknoty i bilon będący poza kasami bankowymi.

Obecnie instytucje finansowe oferują znacznie szerszy zakres usług w porównaniu do tradycyjnego banku, ograniczającego się głównie do pozyskiwania depozytów i udzielania kredytów. Banki posiadają szeroki wachlarz produktów i usług finansowych, obejmujących niejednokrotnie klasyczne usługi bankowe oraz usługi inwestycyjne, doradcze, maklerskie czy ubezpieczeniowe. Pod koniec XX wieku firmy i banki rosły powszechnie poprzez fuzje i przejęcia. W efekcie, na skutek wzrostu integracji w ujęciu sektorowym i transgranicznym, również systemy finansowe coraz bardziej integrują się w ramach poszczególnych krajów i w ramach układów międzynarodowych. Początkowo fuzje i przejęcia dokonywały się w przeważającej mierze w tych samych sektorach i krajach, a obecnie dotyczą różnych sektorów systemu finansowego i różnych krajów.

Jednocześnie wzrósł poziom komplikacji oferowanych produktów finansowych. Rozwój nowych metod matematycznych i technik komputerowych umożliwił powstanie inżynierii finansowej (*financial engineering*), a na jej gruncie nowych produktów finansowych – instrumentów pochodnych (*derivatives*). Ruch cen derywatów zależy od zmiany cen instrumentów bazowych, które zabezpieczają np. kurs walutowy, stopę procentową, cenę akcji, obligacji lub kombinację tych baz[23]. Instrumenty pochodne mogą też służyć nie zabezpieczeniu ryzyka, do którego zostały stworzone, ale do spekulacji. Większa skala ich oddziaływania wynika z wbudowanego efektu dźwigni finansowej. Przedmiot rozliczenia stanowi różnica cenowa, liczona od umownej kwoty kontraktu, a nie cała kwota. Istnieje bardzo duża różnorodność produktów pochodnych, które pozwalają na korzystne rozproszenie ryzyka na rynkach finansowych. Zarazem stanowią one źródło ryzyka dla nieprofesjonalnych podmiotów i instytucji prowadzących spekulację derywatami. Spekulacja instrumentami pochodnymi na dużą skalę stanowi zagrożenie dla stabilności systemu finansowego. Skomplikowany charakter derywatów stanowi wyzwanie zarówno dla uczestników rynku finansowego, jak i dla instytucji nadzorczych i regulacyjnych. Wartość rynku instrumentów pochodnych wzrosła 70-krotnie w latach 1986–2004[24].

Podsumowując, współczesne systemy finansowe charakteryzuje[25]:

- urynkowienie: wzrost wolumenu transakcji pochodnych i zwiększenie wagi instrumentów rynkowych w proporcji do tradycyjnych produktów bankowych (depozytów i kredytów);
- konsolidacja: wzrost skali działania instytucji finansowych, łączenie różnych rodzajów usług w jednej instytucji finansowej, spadek liczby instytucji przy wzroście ich bilansów na skutek fuzji i przejęć oraz ekspansji rynkowej. W rezultacie powstały duże i złożone podmioty o wartości aktywów często przekraczających wielkość PKB kraju pochodzenia;
- globalizacja: wzrost skali działalności transgranicznej, wzrost złożoności i rozmiarów instytucji finansowych oraz pogłębiająca się integracja rynków finansowych[26].

[23] A. Sławiński, *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006, s. 63–81.

[24] G.J. Schinansi, *Safeguarding Financial…*, *op. cit*., s. 12.

[25] W. White, *Are changes in financial structure exceeding safety nets?*, BIS, Working Paper, No. 145.

[26] K. Rybiński, *Globalizacja a rynki finansowe*, Seminarium Akademii Ekonomicznej w Krakowie, 20.04.2006.

Mimo że deregulacja ma swoich zagorzałych zwolenników[27], rosnąca skala działania instytucji finansowych i komplikacja systemu finansowego stanowią wyzwanie dla zachowania jego stabilności i adekwatnego nadzoru. Szczególnym wyzwaniem są np. konglomeraty finansowe, które często mają charakter międzynarodowy, co podnosi ich poziom złożoności. Działania nadzorcze nie powinny być barierą dla innowacji i rozwoju, ale należy zadać sobie pytanie, czy obecna wielkość rynków i podmiotów finansowych oraz ich skomplikowanie nie przekroczyły bariery, za którą nieproporcjonalnie rośnie ryzyko kolejnych baniek spekulacyjnych mogących doprowadzić do globalnego megakryzysu finansowego. W tej sytuacji należałoby zastanowić się nad administracyjnym ograniczeniem wielkości instytucji finansowych, tak aby zarządzalna była ich ewentualna upadłość. W pewnym sensie efekt ten próbuje się uzyskać, zwiększając wymogi kapitałowe i płynnościowe oraz poprzez mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*bail-in*). Z drugiej strony, projekt europejskiej unii bankowej konserwuje obecny stan – instytucji zbyt dużych, by upaść. Należałoby także dokonać czytelnego rozdziału aktywności na działalność bankową i ubezpieczeniową, a w ramach działalności bankowej dokonać wydzielenia bardziej ryzykownej bankowości inwestycyjnej. Jednocześnie należy poszukiwać właściwych rozwiązań i instrumentów dla poszczególnych rynków, jak np. rozwój listów zastawnych dla ograniczenia ryzyka strukturalnej luki płynności w polskim systemie finansowym.

1.1.3. Kryzys systemu finansowego

Skala znaczenia systemu finansowego dla gospodarki oraz życia społecznego szczególnie dobitnie ujawnia się w sytuacji kryzysu finansowego i wynikających z niego kosztów. Koszty te ponoszą nie tylko bezpośredni interesariusze (akcjonariusze, deponenci, wierzyciele i dłużnicy), ale także podatnicy obciążeni wydatkami publicznymi na ratowanie systemu finansowego. Koszty te są ponoszone przez wszystkich obywateli, kryzys bankowy bowiem wpływa negatywnie na sferę realną gospodarki i powoduje obniżenie wzrostu gospodarczego, prowadząc do obniżenia poziomu dobrobytu społeczeństwa. Doświadczenia krajów dotkniętych kryzysem potwierdzają, że koszty kryzysu, mierzalne i niemierzalne, zarówno dla gospodarki, jak i dla społeczeństwa, są wysokie. Spadek zaufania społecznego do systemu finansowego jest trudny do oszacowania, a jego oddziaływanie na działanie systemu trwa dalej, po zakończeniu kryzysu.

Większość publikacji w tym przedmiocie skupia się na kosztach fiskalnych rozwiązania kryzysu, które są wynikiem działań pomocowych skarbu państwa. Wielkość ta przedstawia wysokość transferów od podatników do podmiotów dotkniętych w sposób bezpośredni kryzysem. Na koszty fiskalne składają się wydatki sektora publicznego, poniesione w celu uzdrowienia systemu finansowego. Obejmują one:

- dokapitalizowanie banków,
- wypłaty dla deponentów z publicznych systemów gwarantowania depozytów.

[27] A. Greenspan, *Era zawirowań. Krok w nowy wiek*, tłum. A. Krajewski, T. Krzyżanowski, J. Radkiewicz, P. Skolimowski, Warszawskie Wydawnictwo Literackie MUZA SA, Warszawa 2008.

Jednakże metoda ta przedstawia zaledwie część problemu. Inną metodą jest szacunek strat w dochodzie narodowym, który określa zmniejszenie się dobrobytu społeczeństwa w wyniku kryzysu bankowego. Metoda ta przedstawia bardziej kompletny obraz kosztów poniesionych przez społeczeństwo w wyniku kryzysu.

Analiza danych dla największych kryzysów w latach 1997–2000 wskazuje, że koszty fiskalne są najwyższe dla tzw. kryzysów bliźniaczych[28]. Rynki wschodzące wykazują wyższą wrażliwość na koszty fiskalne kryzysu bankowego od rynków rozwiniętych. Przyczyną może być wyższy udział banków kontrolowanych przez skarb państwa, a tym samym wyższa skłonność państwa do udzielenia pomocy zagrożonym bankom.

Bardziej kompleksowe podejście do oszacowania kosztów fiskalnych kryzysu finansowego zaproponowali Eschenbach i Schuknecht[29]. Przeprowadzili oni analizę kryzysów w latach 90. XX wieku w wybranych krajach rozwiniętych i zaproponowali miarę kosztów kryzysu w postaci stosunku poziomu długu publicznego do PKB. Jest to najczęściej stosowany długookresowy wskaźnik stabilności finansów publicznych. Określili oni trzy kanały, poprzez które generowane są koszty fiskalne przez kryzys finansowy:

- zmniejszenie wpływów podatkowych do budżetu,
- wzrost wydatków bezpośrednich budżetu (zasilenie kapitałowe banków),
- wzrost kosztu obsługi długu publicznego i zmniejszenie wpływów budżetowych w reakcji na kryzys finansowy ze strony inwestycji, konsumpcji i zatrudnienia (efekt drugiej rundy).

Koszty kryzysu bardziej wszechstronnie określa wartość utraconego PKB jako wielkość odchylenia dynamiki wzrostu PKB od jego trendu długoterminowego, w okresie trwania kryzysu. Miara ta wskazuje, na ile obniżył się dobrobyt społeczeństwa z tytułu kryzysu bankowego. Występują tu pewne problemy metodologiczne: określenie momentu rozpoczęcia i zakończenia kryzysu[30] oraz wybór referencyjnego, potencjalnego punktu odniesienia dla rzeczywistego poziomu dochodu narodowego, co determinuje pomiar kosztów kryzysu. Bordo i inni[31], a także IMF[32] szacują utratę PKB poprzez sumowanie różnic między rzeczywistymi stopami zwrotu w czasie kryzysu a stopą zwrotu wynikającą z trendu z okresu sprzed kryzysu. Otrzymuje się w ten sposób odchylenie procentowe rzeczywistego PKB na koniec kryzysu wobec poziomu, jaki zostałby osiągnięty w sytuacji bez kryzysu. IMF przyjmuje trend za okres trzech lat sprzed kryzysu, podczas gdy Bordo i in. przyjmują

[28] J. Frenkel, A. Rose, *Currency crashes in emerging markets: Empirical indicators*, NBER, 1996.

[29] F. Eschenbach, L. Schuknecht, *The fiscal costs of financial instability revisited*, EBC, Working Paper, No. 191, Frankfurt 2002.

[30] Powszechnie stosowaną bazą danych kryzysów bankowych jest opracowanie G. Caprio, D. Klingebiel, *Episodes of Systemic and Borderline Financial Crisises*, World Bank, Washington 2003.

[31] M. Bordo, B. Eichengreen, D. Klingebiel, M. Martinez-Peria, *Is the crisis problem growing more severe?*, „Economic Polic", April 2001, Vol. 16, No. 32, s. 51–82.

[32] *Financial crisises: Characteristic and Indicators of Vulnerability*, World Economic Outlook, May 1998, Chapter IV.

okres pięciu lat. Z kolei Hoggarth i Saporta[33] jako punkt odniesienia przyjmują średnie tempo wzrostu PKB z dziesięciu lat przed kryzysem, tj. zgodnie z dynamiką wynikającą z potencjału gospodarki.

Należy podkreślić, że metoda polegająca na szacowaniu straty PKB nie określa straty spowodowanej kryzysem, a jedynie identyfikuje, o ile zmniejszył się PKB w czasie kryzysu[34]. IMF[35] oraz Demirgöç-Kunt i Detragiache[36], a także Kaminsky i Rainhard[37] dowodzą, że kryzysy bankowe i spowolnienie gospodarki często współwystępują ze sobą. W związku ze spowolnieniem gospodarki i tak doszłoby do obniżenia PKB. Pytanie jednak pozostaje: w jakim rozmiarze, jeśli w ogóle, kryzys bankowy jako taki generuje dodatkową stratę PKB? Zaproponowano dwie metody, aby odpowiedzieć na to pytanie. Analizując dane na przestrzeni dłuższego czasu dla grupy krajów, Bordo i in.[38] zaobserwowali, że straty PKB były wyższe podczas recesji połączonej z kryzysem bankowym niż podczas recesji, której nie towarzyszył kryzys bankowy. Podobne badania przeprowadzili i wyniki uzyskali Hoggarth i Saporta[39].

Kluczowe dla analizy systemu finansowego jest, aby ocena jego stabilności miała miejsce, zanim ewentualne problemy doprowadzą do sytuacji kryzysowej. Badania nad wyprzedzającymi wskaźnikami kryzysowymi przeprowadzili Navajas i Thegeya[40], którzy analizując dane za lata 2005–2012, dowodzą wysokiej korelacji między wybranymi parametrami stabilności finansowej a ryzykiem rozwinięcia się zjawisk kryzysowych.

[33] *Financial crisises…*, *op. cit.*

[34] D. Serwa, *Larger crisises cost more: impact of banking sector instability on output growth*, MPRA Paper, No. 7804, 17 March 2008.

[35] *Financial crisises…*, *op. cit.*

[36] A. Demirgöç-Kunt, E. Detragiache, *The determinants of banking crisis in developed and developing countries*, IMF, Staff Papers, 1998, No. 45, s. 81–109.

[37] G. Kaminsky, C. Rainhard, *The twin crisis: The cause of banking and balance of payment problems*, American Economic Review 1999, No. 89, s. 473–500.

[38] M. Bordo, B. Eichengreen, D. Klingebiel, M. Martinez-Peria, *Is the crisis …*, *op cit.*, s. 51–82.

[39] Hoggarth G., Saporta V., *Cost of banking system instability: Some empirical evidence*, Bank of England, Financial Stability Review, June 2001.

[40] M.C Navajas, A. Thegeya, *Financial Soundness Indicators and Banking Crises*, International Monetary Fund, IMF Working Paper, No. 13/263, December 2013.

Tab. 1. **Kryzys bankowy a utrata PKB**

Rodzaje kryzysów	Liczba kryzysów	Średnia skumulowana strata PKB
IMF: 1975–1997		
Wszystkie	56	11,6%
Kryzysy bankowe	22	7,5%
Kryzysy bliźniacze	32	14,4%
Kraje rozwinięte	12	10,2%
Kraje wschodzące	42	12,1%
M. Bordo, B. Eichengreen, D. Klingebiel, M. Martinez-Peria: 1973–1997		
Kryzysy bankowe	26	6,2%
Kryzysy bliźniacze	27	18,6%
G. Hoggarth, V. Saporta: 1977–1998		
Wszystkie	43	16,9%
Kryzysy bankowe	23	5,6%
Kryzysy bliźniacze	20	29,9%
Kraje rozwinięte	13	23,8%
Kraje wschodzące	30	13,9%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych G. Hoggarth, V. Saporta, *Cost of banking system…*, *op. cit.*, s. 155.

Obecny globalny kryzys finansowy składa się z trzech faz[41]:

1. Od 2007 roku do połowy września 2008 roku (upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers). Nastąpiło wtedy załamanie rynku kredytów hipotecznych w USA o niższej jakości kredytowej (*subprime*) i instrumentów na nich opartych.
2. Od połowy września 2008 roku do połowy 2010 roku (kryzysu zadłużeniowego Grecji). Nastąpił wtedy spadek zaufania na rynku międzybankowym, co spowodowało wzmożoną interwencję banków centralnych w celu zapewnienia płynności.
3. Od połowy 2010 roku do chwili obecnej. Charakteryzuje ją nadmierne zadłużenie krajów południowej Europy, co przekłada się na problemy finansowe banków tych krajów.

Kryzys finansowy, który wynika z utraty stabilności systemu finansowego, prowadzi do obniżenia PKB, określającego ogólny poziom rozwoju gospodarczego, a w przeliczeniu na mieszkańca będącego miernikiem dobrobytu społecznego. Dbałość o stabilność systemu finansowego sprzyja więc stabilności i niezakłóconemu rozwojowi gospodarki, a tym samym stabilności i zwiększaniu budżetu państwa, co niesie wymierne korzyści społeczne. Polski system finansowy, w którym duży udział

[41] M. Iwanicz-Drozdowska (red.), *Stabilność finansowa…*, *op. cit.*, s. 2.

mają zagraniczne instytucje finansowe, odczuwa trwający globalny kryzys finansowy. Mimo że nie doszło do zarażenia kryzysem banków działających w Polsce, to istotnie przemodelowuje on polski sektor bankowy. Banki zagraniczne są zmuszone do wyprzedaży swoich polskich spółek dla poprawy współczynników kapitałowych. Oddziały banków zagranicznych stają się niekonkurencyjne cenowo z uwagi na wysoki koszt płynności spółek macierzystych oraz zmuszone są do ograniczenia akcji kredytowej z powodu wzrostu wymogów kapitałowych. Prowadzi to do przyspieszonej konsolidacji polskiego rynku bankowego i jego polonizacji, a w praktyce, z uwagi na ograniczoną wielkość i apetyt kapitału prywatnego, do jego nacjonalizacji. Z punktu widzenia rynkowego jest to proces niekorzystny, który prowadzić może do: wzrostu cen usług bankowych, zmniejszenia jakości obsługi i ograniczenia innowacji. W przypadku banków kontrolowanych przez państwo można oczekiwać zwiększenia ryzyka kredytowego z uwagi na wzrost zaangażowania w projekty o charakterze politycznym. Zwiększenie udziału banków posiadających centrum decyzyjne w Polsce jest generalnie pozytywnym zjawiskiem, ale idące w parze z „upaństwowieniem" może zwiększać ryzyko hazardu moralnego. Mimo że Polska gospodarka nie doznała recesji w czasie ostatniego kryzysu, to jednak obserwujemy spadek dynamiki PKB, będący pochodną spadku dynamiki PKB u jej głównych partnerów handlowych za granicą, który z kolei jest wynikiem globalnego kryzysu finansowego. Na niesprzyjającą globalną sytuację finansową nakłada się występująca w polskim systemie finansowym strukturalna luka płynności. Stwarza ona istotne ryzyko systemowe, które prowadzić może do rozwoju sytuacji kryzysowej, tym bardziej, im bardziej niestabilne jest zewnętrzne otoczenie finansowe Polski.

1.1.4. Pojęcie stabilności finansowej

W literaturze nie notowano do niedawna odrębnego terminu „stabilność finansowa", więc nie była ona w związku z tym obiektem badań. W okresie funkcjonowania systemu z Bretton Woods rynki finansowe były silnie uregulowane, występował daleko idący protekcjonizm, a państwo ingerowało w gospodarkę. W okresie od zakończenia II wojny światowej wystąpił zaledwie jeden kryzys bankowy[42]. Postępująca liberalizacja w latach 80. i 90. XX wieku przyniosła nowe zjawiska kryzysowe i od końca lat 70. udokumentowano 69 kryzysów bankowych[43]. Duża częstotliwość kryzysów i ich nowe cechy spowodowały, że skupiła się na nich uwaga ekonomistów, którzy starali się zrozumieć ich genezę i naturę, aby wypracować metody zapobiegania im w przyszłości. Uwaga badaczy przeniosła się ze zjawiska kryzysu na stan stabilności systemu finansowego, aby zrozumieć zjawiska zaburzające tę stabilność i znaleźć sposoby im zapobiegające.

[42] M. Bordo, B. Eichengreen, D. Klingebiel, M. Martinez-Peria, *Is the crisis …, op. cit.*

[43] G. Caprio, D. Klingebiel, *Episodes of Systemic and Borderline Financial Crisises*, World Bank, Washington 2003.

W latach 90. XX wieku pojawił się termin „stabilność finansowa"[44], ale dotąd nie została sformułowana powszechnie akceptowana definicja tego pojęcia. Wielu autorów przedstawiło własną definicję[45]. Stabilność finansowa jest często określana jako stan, w którym nie występuje zagrożenie kryzysem finansowym – ale wtedy zdefiniowania wymaga określenie „kryzys finansowy". Mishkin[46] dokonał przeglądu kryzysów bankowych oraz teorii ich przyczyn. Z kolei Kindleberger[47] dodatkowo przedstawił zastosowane metody rozwiązywania zjawisk kryzysowych na przestrzeni wieków. Bezpośrednią, pozytywną definicję zaproponował Issing, stwierdzając, że jest to „stan, w którym system finansowy jest zdolny w trwały sposób wypełniać swoje funkcje, tj. efektywnie alokować fundusze od oszczędzających do najbardziej produktywnych inwestorów"[48]. W interpretacji Padoa-Schioppa „stabilność finansowa to stan, w którym system finansowy jest zdolny wytrzymać szoki bez tworzenia warunków do kumulowania się procesów, które w konsekwencji zakłócą alokację kapitału oraz przebieg płatności w gospodarce"[49]. Z kolei Szpringer definiuje stabilność finansową jako „takie otoczenie instytucjonalne, które długookresowo sprzyja wzrostowi gospodarczemu"[50].

Większość definicji ma charakter zaprzeczający, czyli czym stabilność finansowa nie jest[51]. Istotę problemu dobrze oddaje definicja stabilności finansowej Kaufmana[52], według której stabilność finansowa wymaga zapewnienia, aby najważniejsze instytucje finansowe były stabilne, czego przejawem jest regulowanie swoich zobowiązań bez zakłóceń i bez pomocy zewnętrznej. Słabością tej definicji jest jej zbytnia ogólnikowość. Inne podejście prezentuje Schinassi. Zaletą jego definicji, mimo braku szczegółowości, jest katalog parametrów, które umożliwiają badanie stabilności finanso-

[44] Pojęcie stabilność finansowa (*financial stability*) zostało najprawdopodobniej użyte po raz pierwszy w 1994 roku przez Bank Anglii. Wcześniej, w węższym ujęciu, stabilność systemu bankowego była przedmiotem zainteresowania m.in. Banku Anglii i Banku Francji, które dostrzegły tę problematykę i realizowały ów obowiązek już pod koniec XIX wieku. W.A. Allen, G. Wood, *Defining and achieving financial stability*, „Journal of Financial Stability", 2, s. 152–153.

[45] A. Crockett, *Why is financial stability a goal of public policy?*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review 1997, No. 4, s. 6.

[46] F. Mishkin, *Anatomy of a financial crisis*, NBER, Working Paper, No. 3934, 1991.

[47] C. Kindleberger, *Szaleństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*, przekł. A. Olejniczak, WIG-Press, Warszawa 1999.

[48] O. Issing, *Monetary and financial stability: Is there a trade-off?*, BIS, Conference on Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle, 28–29 March 2003, s. 1.

[49] T. Padoa-Schioppa, *Central banks and financial stability: exploring the land in between*, The second ECB Central Banking Conference on the Transformation of the European Financial System, 24–25 October 2002, Frankfurt, s. 20.

[50] W. Szpringer, *Prawo i ekonomia stabilności finansowej*, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2015, s. 14.

[51] S.S. Poloz, *Financial stability: a worthy goal, but how feasible?*, „Journal of Banking and Finance", 30(12), 2006, s. 3423–3427.

[52] G.G. Kaufman, *Central banks, asset bubbles, and financial stability*, Working Paper, 98/12, Federal Reserve Bank of Chicago, 1998, s. 3.

wej przez obserwację jej objawów[53]. Uważa on, że „stabilność finansowa ma miejsce wówczas, gdy system jest zdolny satysfakcjonująco wypełniać jednocześnie trzy swoje podstawowe funkcje. Po pierwsze, efektywnie i sprawnie dokonuje alokacji środków od oszczędzających do inwestorów. Po drugie, ryzyko finansowe jest wyceniane prawidłowo, również w perspektywie czasu, i jest relatywnie dobrze zarządzane. Po trzecie, system finansowy jest w takim stanie, że może łagodnie absorbować realne i finansowe szoki"[54].

Katalog kryteriów, które powinna obejmować definicja stabilności finansowej, zaproponowali Alen i Wood[55]. Stwierdzili oni, że stabilność finansowa jest właściwością systemu, a system jest stabilny, gdy po szoku powraca samoistnie do stanu równowagi[56]. Zdefiniowali brak stabilności finansowej jako stan, w którym istotna liczba podmiotów (gospodarstw domowych i firm) lub pojedynczych rządów doznaje kryzysu finansowego. Zgodnie z powyższym tokiem rozumowania stabilność finansowa to stan, w którym możliwość wystąpienia niestabilności jest mała, więc podmioty nie biorą jej pod uwagę w procesie podejmowania decyzji. W warunkach stabilności inwestorzy zawierają transakcje w poczuciu bezpieczeństwa po racjonalnych cenach wynikających z analizy fundamentalnej.

Ze względu na swoją różnorodność i ogólnikowy charakter wszystkie powyższe definicje nie rozstrzygają jednoznacznie, czym jest stabilność finansowa i jak ją mierzyć[57]. Definicje stabilności finansowej wypracowały na swój użytek także banki centralne[58]. Za EBC, stabilność finansowa to stan, w którym system finansowy, który obejmuje pośredników finansowych, rynki i ich infrastrukturę, jest w stanie zabsorbować szoki i nierównowagi finansowe na tyle, aby ograniczyć występowanie zakłóceń w procesie pośrednictwa finansowego, których dotkliwość zaburzałaby zyskowną alokację oszczędności[59]. Warto w tym miejscu zauważyć, że System Rezerwy Federalnej USA nie definiuje pojęcia stabilności finansowej. Wspólny charakter definicji banków centralnych kładzie nacisk na zachowanie funkcjonowania systemu finansowego w sytuacji wystąpienia szoków. W ten sposób są one zbliżone do definicji Schinasiego.

Mimo istniejących różnic proponowane definicje pojęcia stabilności finansowej mają wiele cech wspólnych[60]. Odnoszą się one do głównych funkcji, jakie realizuje system finansowy w gospodarce, oraz relacji między jego sprawnością a sferą realną gospodarki. Relacja ta jest dwustronna. Sprawne działanie realnej gospodarki zależy od poziomu sprawności systemu pośrednictwa finansowego. Z kolei kondycja gospodarki oddziałuje na system finansowy i może być dla niego źródłem zewnętrznych

[53] M. Iwanicz-Drozdowska (red.), *Stabilność finansowa…*, *op. cit.*, s. 4.

[54] G.J. Schinasi, *Safeguarding financial…*, *op. cit.*, s. 82.

[55] W.A. Allen, G. Wood, *Defining…*, *op. cit.*

[56] Podobnie jak w zjawiskach fizycznych. *Ibidem*, s. 159–160.

[57] M. Iwanicz-Drozdowska (red.), *Stabilność finansowa…*, *op. cit.*, s. 5.

[58] Przykłady definicji pojęcia stabilności finansowej banków centralnych zaprezentowano w: M. Iwanicz-Drozdowska (red.), *Stabilność finansowa…*, *op. cit.*, s. 5–6.

[59] *Financial Stability Review*, European Central Bank, Frankfurt am Main, May 2016.

[60] O. Szczepańska, Stabilność…, *op. cit*., s. 34–35.

szoków. Szok może być spowodowany zmianą m.in.[61]: popytu zagranicznego, ceny ropy naftowej, postaw pracowników i ich związków, wydajności pracy, sentymentu na rynku walutowym, stosunku do ryzyka na rynku akcji.

Istotność zmiany jednego lub większej liczby czynników szokowych będzie zależała od podatności danej gospodarki na tę klasę czynników[62]. W mechanizmie transmisji szoków należy zidentyfikować źródła i skalę ryzyka, kanały, którymi będzie się ono przenosiło, oraz wpływ na system finansowy[63]. Szok może uderzyć w sferę realną gospodarki[64] lub w sektor finansowy[65]. Może on wpływać na wszystkie podmioty (szok makro) lub na indywidualne instytucje działające na rynku (szok mikro). Wpływ szoku objawia się zaraz po jego wystąpieniu (transmisja pierwotna), a następnie ponownie (transmisja wtórna).

System finansowy, który jest stabilny, nie oznacza systemu statycznego. Wręcz przeciwnie, winien on być dynamiczny, rozwijać się, ale być zarazem efektywny. Stabilne powinny być funkcje systemu finansowego, nie zaś sposób ich realizacji[66]. System statyczny, przeregulowany, nie skłania do podejmowania naturalnego ryzyka biznesowego i mimo że nie jest narażony na utratę stabilności, to stagnacja może być barierą dla wzrostu gospodarczego. Ponadto nie wszystkie obszary muszą przez cały czas działać z najwyższą efektywnością, aby zapewnić stabilność systemu finansowego. Jak stwierdził Greenspan, dla spełnienia warunku stabilności system finansowy może nawet poruszać się na kole zapasowym[67]. Mechanizm dostosowań wewnętrznych sprawia, że system ma zdolność do zapobiegania, aby zagrożenia lub szoki nie przekształcały się w kryzys finansowy. Oznacza to, że stabilność finansowa to stan zdolności do samodzielnego zapobiegania kryzysom.

Duże zróżnicowanie i ogólny charakter definicji są skutkiem złożoności natury stabilności finansowej. Goodhart[68] podnosi kwestię trudności zdefiniowania i pomiaru stabilności finansowej. Dotąd nie powstał model wyjaśniający i umożliwiający prognozowanie stabilności finansowej. Nie jest to obojętne dla rządów i instytucji publicznych, w tym banków centralnych, których zadaniem jest wspieranie w prak-

---

[61] C.A.E. Goodhart, *A framework for accessing financial stability?*, „Journal of Banking and Finance", 30(12), 2006, s. 3419.

[62] Przykładowo Rosji czy Norwegii na zmianę ceny ropy naftowej albo Niemiec lub Chin na dobra eksportowe.

[63] A. Haldane, S. Hall, S. Pezzini, *A new approach to assessing risks to financial stability*, Financial Stability Paper, 2, Bank of England London, 2007, s. 4.

[64] Na przykład gwałtowny spadek PKB istotnie pogarsza sytuację ekonomiczną klientów banków, przekładając się na rentowność i poziom kapitałów banków.

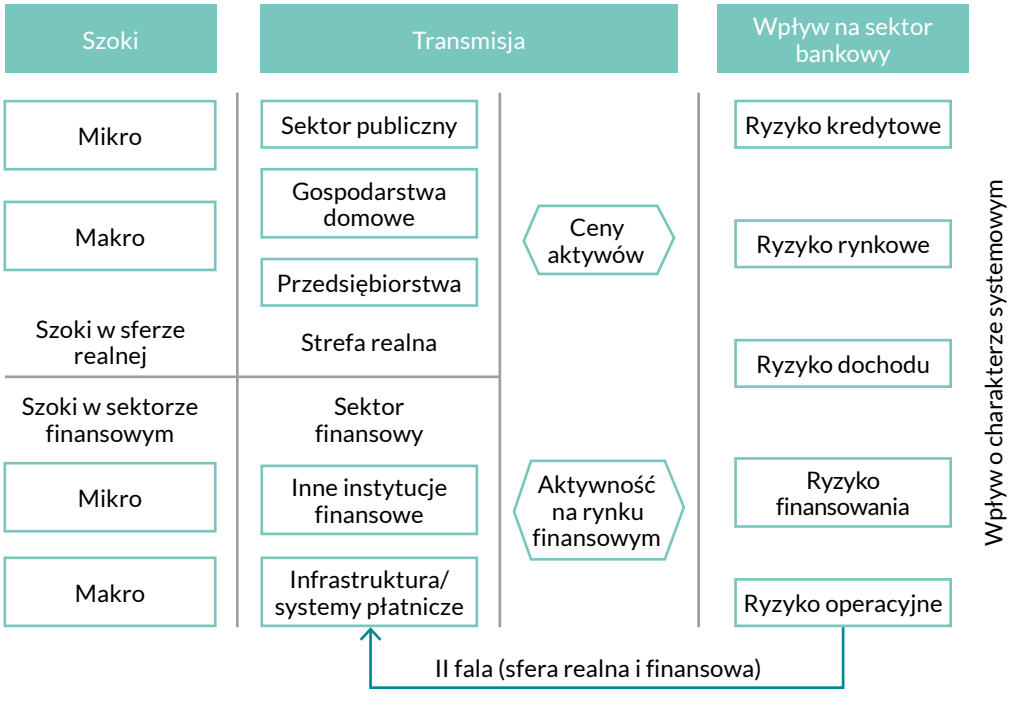
[65] Przykładowo wskutek strukturalnej nierównowagi będącej wynikiem zmniejszenia awersji do ryzyka.

[66] S. Daltung, *The relationship between price stability and financial stability*, Riksbank, Economic Review 2001, No. 4, s. 9.

[67] A. Greenspan, *Do efficient markets mitigate financial crisis?*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Financial Markets Conference, 1999. Więcej rozważań na temat stabilności systemu finansowego oraz praktycznych aspektów zarządzania stabilnością finansową w: A. Greenspan, *Era zawirowań..., op. cit*.

[68] C.A.E. Goodhart, *A framework for assessing financial stability?*, „Journal of Banking and Finance" 2005, No. 30, s. 3415–3422.

tyce stabilności finansowej. Ocena ryzyka utraty stabilności oraz ograniczenia, jakim podlegają ich działania dla zapewnienia stabilności finansowej, są wynikiem wielu uwarunkowań[69].



Rys. 5. **Mechanizm transmisji zaburzeń**
Źródło: Haldane i in., *A new approach…*, *op. cit.*, s. 5.

Trudność w zdefiniowaniu pojęcia stabilności finansowej jest wynikiem[70]:

- skomplikowania i różnorodności powiązań gospodarczych (w tym międzynarodowych),
- dynamiki innowacji finansowych,
- szybkości przepływu kapitału (w szczególności spekulacyjnego).

Polityka publiczna stoi przed wyzwaniem pogodzenia celów osiągnięcia stabilności finansowej oraz wzrostu efektywności systemu finansowego. System finansowy nie może być barierą dla wzrostu gospodarczego. Musi się dostosowywać, aby zapewniać właściwe warunki rozwoju sfery realnej gospodarki. Im większe skrępowanie systemu finansowego narzuconymi przez władze nadmiernymi mechanizmami ochronnymi, tym mniejsze ryzyko podejmowane przez podmioty finansowe i w rezultacie mniejsza efektywność systemu finansowego. Na przykład im wyższe są wymogi kapitałowe, tym stabilność banków jest większa i mniejsza jest ich podatność na szoki. Jednocześnie wyższe koszty kapitału powodują utratę możliwości inwesty-

[69] G.J. Schinasi, *Defining financial stability*, IMF, Working Paper, No. WP/04/187, 2004, s. 11.
[70] M. Iwanicz-Drozdowska (red.), *Stabilność finansowa…*, *op.cit.*, s. 6.

cyjnych. Nadmierna regulacja negatywnie wpływa na konkurencję na rynku finansowym, pogarszając dostępność i prowadząc do wzrostu cen usług finansowych, co stoi w sprzeczności z potrzebami klientów[71].

Trudność zdefiniowania i pomiaru stabilności finansowej powoduje również problem oceny realizacji celu. Brak jest obiektywnej jednostki miary dla zjawiska stabilności finansowej[72]. Nie można więc określić za pomocą miernika, na ile system finansowy odbiega od stanu stabilności. W związku z tym instytucje publiczne i banki centralne nie mają na celu zapewnienia stabilności finansowej, a jedynie działają na jej rzecz. Prognozowanie rozwoju systemu finansowego jest trudne, a ocena jego stabilności musi uwzględniać nie tylko zagrożenia bieżące, ale również obejmować słabości, ryzyka oraz zaburzenia, które mogą pojawić się w przyszłości. Nie mając miernika stabilności, nie można prognozować jego zmiany w przyszłości. Zorientowanie na przyszłość jest szczególnie istotne z uwagi na konieczność oceny stopnia kumulacji ryzyka i nierównowagi oraz po to, aby uwzględnić przesunięcia w czasie między stosowaniem narzędzi polityki publicznej a osiągniętymi rezultatami tych działań. Ponadto efekty działań w obszarze stymulowania stabilności finansowej mogą być niespójne w czasie. Te same instrumenty zastosowane w krótkim czasie mogą wspierać stabilność finansową, podczas gdy w długim okresie mogą być szkodliwe. Przykładowo pomoc publiczna może wspierać doraźne rozwiązanie problemu, natomiast może też zachęcać do hazardu moralnego[73] w przyszłości.

Stabilność finansowa i stabilność systemu bankowego są często utożsamiane. Skala oddziaływania banków na efektywność systemów finansowych zależy od modelu systemu finansowego – czy jest to model bankowy, czy rynkowy. Niezależnie jednak od funkcjonującego modelu, stabilność sektora bankowego jest warunkiem niezbędnym dla stabilności całego systemu finansowego. Utrzymaniu stabilności finansowej sprzyjają: siła realnej gospodarki, właściwe zachowanie uczestników rynku, efektywna infrastruktura systemu finansowego, dobre i stabilne regulacje prawne oraz sprawnie działająca sieć bezpieczeństwa finansowego.

Dążenie do zmniejszenia podatności systemu finansowego na zaburzenia prowadzi do zwiększenia jego odporności i zachowania stabilności. Głównym elementem systemu finansowego są banki, więc w tym obszarze powinna koncentrować się przede wszystkim praca badawcza nad zwiększaniem jego stabilności, co sprzyja rozwojowi gospodarczemu i dobrobytowi społecznemu, poprzez zapobieganie rozwojowi procesów kryzysowych. Niniejsze opracowanie stanowi przyczynek do realizacji tego zadania. Realizację celu utrudnia jednak brak ogólnie przyjętej definicji i miernika poziomu stabilności finansowej.

---

[71] W. Baka, *Bankowość europejska*, PWN, Warszawa 2005, s. 42.

[72] Więcej na temat aktualnego stanu badań miar stabilności finansowej, w tym testów warunków skrajnych (*stress test*ów) w: T. Chmielewski, *Pomiar i ocena stabilności finansowej* [w:] M. Iwanicz-Drozdowska (red.), *Stabilność finansowa*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2014.

[73] Pokusa nadużycia to obniżenie dyscypliny rynkowej polegające na podejmowaniu nadmiernego ryzyka dla maksymalizacji zysku z założeniem, że ewentualne straty pokryją lub współfinansują środki publiczne.

1.2. Sieć bezpieczeństwa finansowego

Działania na rzecz zachowania stabilności systemu finansowego realizowane są przez sieć bezpieczeństwa finansowego. Stabilność finansowa stanowi dobro publiczne[74], a konsumenci usług wytwarzanych przez system finansowy korzystają z dobrodziejstw jego stabilności bez wzajemnego ograniczania dostępu. Zaufanie do systemu finansowego daje korzyści wszystkim jego uczestnikom, nie powodując kosztów dla innych. Z tego powodu stabilność finansowa stanowi zainteresowanie władz publicznych. Dbanie o stabilność finansową to zadanie wielowymiarowe, w które są zaangażowane instytucje publiczne i prywatne, w poszczególnych fazach rozwoju zdarzeń w systemie finansowym. Żadna instytucja nie bierze na siebie samodzielnej odpowiedzialności za wykonanie tego zadania. Zespół regulacji i instytucji, których zadaniem jest ochrona przed destabilizacją, to sieć bezpieczeństwa systemu finansowego[75]. Na sieć bezpieczeństwa finansowego składają się przede wszystkim następujące podmioty publiczne[76]:

- rządy (reprezentowane przez ministerstwa finansów),
- banki centralne,
- instytucje nadzoru finansowego,
- systemy gwarantowania depozytów i instytucje uporządkowanej likwidacji.

Sieć bezpieczeństwa finansowego jest istotna dla zachowania stabilności bezpieczeństwa finansowego, ale nie jest jego gwarantem. Nie odgrywa ona roli zarządzającego, ale niejako rolę stróża, a ryzyko podejmują i zarządzają nim działające na rynku instytucje finansowe, które ponoszą pełną odpowiedzialność za swoje działania.

Trudność budowy efektywnej sieci bezpieczeństwa finansowego wymaga pogodzenia sprzecznych interesów, w tym wyboru pomiędzy deregulacją a pełną regulacją systemu finansowego. W praktyce szuka się właściwej proporcji między oboma rozwiązaniami, a punkt równowagi jest dynamiczny i zmienia się w czasie, m.in. jako funkcja poziomu rozwoju systemu finansowego[77]. Zaangażowanie polityki publicznej nie oznacza jednak całkowicie eliminacji upadłości banków[78]. Inaczej zakłócone były przesłanki do właściwego zarządzania w instytucjach finansowych i stworzone warunki do akceptowania nadmiernego ryzyka i pokusy nadużycia. Celem tej polityki nie jest więc wspieranie każdego banku, ale zabezpieczenie i zachowanie zaufania w stosunku do systemu finansowego jako całości[79]. Kształt rozwiązań regulacyjnych

---

[74] O. Szczepańska, *Stabilność finansowa…*, *op. cit.*, s. 40.

[75] O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, A. Pawlikowski, *Instytucjonalne uwarunkowania stabilności finansowej, na przykładzie wybranych krajów*, NBP, „Materiały i Studia" 2004, nr 173, s. 8–9.

[76] Dodatkowe rozwiązania rynkowe podnoszą dyscyplinę rynku poprzez ograniczenie ryzyka w systemie finansowym lub ograniczenie zaangażowania podmiotów publicznych (np. poprzez niepubliczne fundusze gwarantowania depozytów czy limity pożyczek międzybankowych).

[77] S. Flajterski, *W sprawie nowej strategii i polityki bezpieczeństwa na rynkach finansowych Unii Europejskiej (synteza)*, referat na konferencję „Polska wobec redefinicji Strategii Lizbońskiej", IBnGR, Polskie Forum Strategii Lizbońskiej, Warszawa, 10 grudnia 2004.

[78] H. Davis, *Managing Financial Crisis*, speech at UK City University, 26 February 2003.

[79] O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, A. Pawlikowski, *Instytucjonalne uwarunkowania…*, *op. cit.*, s. 8–9.

jest skutkiem ścierania się interesu publicznego (skupiającego się na stabilności) i interesu prywatnego instytucji finansowych (dążących do podnoszenia efektywności działania). Żaden z tych interesów nie powinien mieć głosu dominującego[80]. Celem polityki publicznej jest wspieranie mechanizmów wolnego rynku, korygowanie jego niedoskonałości, aby zminimalizować ryzyko destabilizacji oraz koszty ewentualnego kryzysu finansowego. Dlatego też żaden z elementów składowych sieci bezpieczeństwa finansowego, ani system ten jako całość, nie biorą odpowiedzialności za stabilność finansową, tylko współdziałają dla jej zapewnienia. Działanie to ma charakter ciągły i realizuje się w dwóch fazach:

- zapobiegania kryzysom – rozwiązania instytucjonalne i regulacyjne, polegające na podejmowaniu działań wyprzedzających w celu usunięcia nieprawidłowości i zapobieżenia ich kumulacji w przyszłości[81];
- zarządzania kryzysowego – działania na rzecz rozwiązania sytuacji kryzysowej, w celu minimalizacji jego skutków, w tym kosztów[82].

Cele i funkcje stabilności finansowej są w różnych krajach podobne, jednak każdy kraj ma swoją specyfikę organizacyjną, dobór zadań i przedsięwzięć pomocowych. Zróżnicowanie to wynika z[83]: przesłanek historycznych, etapu rozwoju rynku, struktury systemu finansowego oraz polityki władz w zakresie protekcjonizmu i wolności gospodarczej.

Literatura i badania empiryczne nie dają jednoznacznej odpowiedzi, które z tych uwarunkowań ma największy wpływ na kształt i działania sieci bezpieczeństwa finansowego. Tworzą ją głównie organy publiczne, tak więc parlament i rząd mają istotny wpływ na jej powstanie i ostateczny kształt wynikający z polityki gospodarczej i podejścia do problemu stabilności finansowej. Z drugiej strony, struktura i poziom rozwoju rynku finansowego prowadzi do ewolucji sieci bezpieczeństwa finansowego w czasie, jako odpowiedź na zmiany dokonujące się w systemie finansowym.

Aktywność sieci bezpieczeństwa finansowego w celu zapewnienia stabilności finansowej, dynamicznie dostosowująca się do zmian zachodzących w systemie finansowym, jest przede wszystkim domeną władz publicznych, z uwagi na pierwszorzędne znaczenie stabilności systemu finansowego dla rozwoju gospodarczego państwa oraz dobrobytu jego obywateli.

---

[80] E. Miklaszewska, *Deregulacja rynków finansowych a zmiany w strategiach banków komercyjnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2004, s. 9.

[81] J. Osiński, *Stabilność finansowa w Polsce – aspekty systemowe*, Polski system bankowy. Stan i perspektywy od A do Z, „Bank i Kredyt" 2006, nr 11–12.

[82] W literaturze spotyka się także identyfikację trzech faz: (1) zapobiegania kryzysowi, (2) zarządzania kryzysem i (3) rozwiązania kryzysu, por. G.J. Schinasi, *Safeguarding…*, *op. cit.*

[83] O. Szczepańska, *Podstawowe przesłanki, założenia i struktura sieci bezpieczeństwa finansowego w świetle teorii i doświadczeń międzynarodowych*, „Bezpieczny Bank" nr 1 (26)/2005.

1.2.1. Elementy sieci bezpieczeństwa finansowego i ich współdziałanie

Głównym regulatorem i dysponentem środków publicznych w państwie jest rząd i to on odgrywa główną rolę w procesie zapobiegania kryzysom, poprzez rozwiązania instytucjonalne i regulacje systemu finansowego. Prawo powinno tworzyć ramy dla bezpieczeństwa transakcji podmiotów finansowych działających na rynku. Rząd kreuje również charakter i zadania pozostałych podmiotów, które tworzą sieć bezpieczeństwa finansowego. Rząd poprzez parlament decyduje o sposobie i zakresie nadzoru nad systemem finansowym oraz kompetencjach banku centralnego. Publiczny system gwarancji depozytów także tworzony jest na poziomie władzy wykonawczej. Jako główny katalizator zmian rząd wpływa na efektywność sieci bezpieczeństwa finansowego.

Władza publiczna powinna dążyć do realizacji działań prostabilnościowych o charakterze wyprzedzającym (*ex ante*), aby nie dopuścić do wysokich kosztów działań naprawczych. W sytuacji wystąpienia zaburzenia stabilności finansowej władza publiczna dokonuje interwencji w ramach działań *ex post*, celem przywrócenia równowagi systemu finansowego. Rząd jest reprezentowany w tym zakresie przez ministra finansów, który pełni funkcję łącznika między parlamentem a systemem finansowym.

Do najczęściej stosowanych narzędzi prostabilnościowych zalicza się[84]:

- przyjęcie odpowiedzialności za zobowiązania instytucji finansowych,
- zasilenie płynnością,
- zasilenie kapitałem,
- reformy systemu finansowego.

Podstawowym narzędziem antykryzysowym rządów są gwarancje skarbu państwa zabezpieczające zobowiązania banków. W przeszłości wiele rządów obejmowało swoimi gwarancjami wszystkie zobowiązania banków, tak aby zapobiec panice bankowej i odbudować zaufanie do całego systemu finansowego. Gwarancje rządowe są z reguły ograniczone w czasie[85].

Podstawową funkcją banku centralnego, w systemie sieci bezpieczeństwa finansowego, jest instytucja pożyczkodawcy ostatniej instancji. Polega ona na dyskrecjonalnym zapewnieniu płynności dla indywidualnego banku lub systemu finansowego jako całości. Jest to działanie w odpowiedzi na negatywny szok powodujący radykalny wzrost popytu na pieniądz rezerwowy, którego nie da się zaspokoić z prywatnych lub innych źródeł[86]. Funkcja ta jest wyłączną kompetencją banków centralnych i jest stosowana w fazie zarządzania kryzysowego[87].

---

[84] M. Iwanicz-Drozdowska (red.), *Stabilność finansowa…*, *op. cit.*, s. 7.

[85] O. Szczepańska, P. Sotomska-Krzysztofik, M. Pawliszyn, *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*, „Materiały i Studia" 2004, nr 179, s. 18.

[86] X. Freixas, C. Giannini, G. Hoggarth, F. Soussa, *Lender of the last resort. A review of literature*, Bank of England Financial Stability Review, November 1999.

[87] Narodowy Bank Polski pełni tę funkcję w ramach, które określa ustawa i zgodnie z jej zapisami. Por. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim, Dz.U. z 2013 r. poz. 908, z późn. zm., art. 42.1, art. 42.2 i art. 42.4.

W sytuacji kryzysowej rządy inicjują rozwiązania prawne w celu rozwiązania kryzysu. Podczas kryzysu bankowego w Skandynawii na początku lat 90. XX wieku przegłosowano regulacje pozwalające rządowi na przejęcie banków zagrożonych upadłością. Jednocześnie praw zostali pozbawieni dotychczasowi akcjonariusze, aby ograniczyć pokusę nadużycia w przyszłości[88]. Podobne rozwiązania przyjęto podczas obecnego globalnego kryzysu finansowego. Przyniósł on bezprecedensową skalę wsparcia publicznego dla sektora finansowego w celu zapobieżenia masowych upadłości instytucji finansowych. W efekcie krytyki skali zaangażowania środków publicznych wypracowano rozwiązania mające przenieść koszty ewentualnych przyszłych upadłości podmiotów finansowych głównie na ich właścicieli i wierzycieli instytucjonalnych.

Aby chronić klientów detalicznych banków, tworzone są systemy gwarantowania depozytów. Są one aktywowane w fazie zarządzania kryzysowego w celu umożliwienia wypłaty środków przez deponentów z upadłego banku. Fundusze gwarancyjne ograniczają istotnie ryzyko systemowe w sposób pośredni. Fakt ich istnienia powoduje wzmocnienie zaufania do systemu finansowego w społeczeństwie. Depozytariusze, mając świadomość, że ich środki są prawnie chronione, nie wycofują ich z banku tylko dlatego, że pojawiła się wątpliwość co do jego kondycji finansowej. Praktyka rynkowa nie wypracowała jednego dominującego modelu systemu gwarancyjnego[89].

Polski Bankowy Fundusz Gwarancyjny uczestniczy w procedurach naprawczych i był aktywnie zaangażowany w restrukturyzację systemu bankowego w Polsce w latach 90. XX wieku[90], a także w ostatnich latach w związku z restrukturyzacją sektora SKOK[91] i upadkiem spółdzielczego SK Banku w 2015 roku.

Powrót do zagadnienia stabilności finansowej był także skutkiem samych procesów w systemie finansowym. Wzrost konkurencji oraz pojawienie się nowych i skomplikowanych instrumentów finansowych były efektem nasilającej się od lat 80. XX wieku deregulacji i liberalizacji systemu finansowego. Znaczący przyrost aktywów finansowych w stosunku do PKB spowodował, że ryzyka związane z zachwianiem stabilności finansowej zaczęły przeważać nad klasycznymi kryzysami gospodarczymi, wynikającymi z cykliczności gospodarki. Na te dwa procesy nałożyło się pojawienie zjawiska baniek spekulacyjnych[92], których pęknięcie może powodować bezpośrednie zagrożenie dla zachowania stabilności systemu finansowego. W strukturze celów banków centralnych znaczenie stabilności finansowej sukcesywnie rośnie

---

[88] P. Sotomska-Krzysztofik, O. Szczepańska, *Kryzysy finansowe w krajach skandynawskich*, NBP, „Materiały i Studia" 2007, nr 216.

[89] H. Polijaniuk, *Systemy gwarantowania depozytów w krajach Unii Europejskiej*, „Bezpieczny Bank" nr 4 (11)/2000.

[90] J. Szambelańczyk (red.), *Systemy gwarantowania depozytów w Polsce i na świecie. Dziesięć lat Bankowego Funduszu Gwarancyjnego*, PWE, Warszawa 2005.

[91] Od 29 listopada 2013 roku depozyty zgromadzone w spółdzielczych kasach oszczędnościowo-kredytowych są również chronione przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny.

[92] Silnego wzrostu cen wybranych instrumentów finansowych przy stabilnym poziomie cen dóbr i usług konsumpcyjnych.

od lat 90. XX wieku[93]. Zwiększa się rola pośredniego oddziaływania banków centralnych na system finansowy – prewencyjna i w procesie zarządzania kryzysowego. W konsekwencji dynamicznego wzrostu obrotów w systemach płatniczych banki centralne zwiększyły także swoje zaangażowanie w celu wzmocnienia bezpieczeństwa systemów płatności.

Nowym zjawiskiem, które pojawiło się na przełomie XX i XXI wieku, było przesunięcie odpowiedzialności nadzorczej nad całym systemem finansowym z banku centralnego do dedykowanej instytucji nadzoru zintegrowanego. Dynamiczny rozwój systemu finansowego wymusił potrzebę nadzoru nad nowymi sektorami rynku finansowego: ubezpieczeniami, funduszami inwestycyjnymi, innymi instytucjami i rynkami finansowymi. W efekcie zainicjowane zostało łączenie i integracja odrębnych dotąd nadzorów nad sektorem bankowym, ubezpieczeniowym i rynkiem kapitałowym w ramach jednego wspólnego urzędu nadzoru[94]. W większości jednak krajów nadzór nad systemem finansowym sprawuje nadal bank centralny, a tam, gdzie wprowadzono instytucję nadzoru zintegrowanego, bankom centralnym pozostawiono odpowiednie mechanizmy oddziaływania na kształt nadzoru.

Po 2000 roku wiele krajów przeprowadziło proces integracji nadzoru w banku centralnym[95]. Nadzór taki niesie szereg korzyści. Mniejsza jest liczba szczebli pośrednich w komunikowaniu informacji nadzorczych, a EBC ma szybszy i łatwiejszy dostęp do źródła danych, co zyskuje na znaczeniu w sytuacji kryzysu o charakterze transgranicznym.

Mimo trendu w kierunku integracji nadzoru finansowego nie można mówić o modelu dominującym. Chociaż w wielu krajach wprowadzono nadzór zintegrowany, to pozostają liczne rynki, gdzie nadzór nad systemem finansowym pozostał w gestii banku centralnego.

Podmioty tworzące sieć bezpieczeństwa finansowego mają swoje kompetencje i specjalizacje w wypełnieniu zadań na kolejnych etapach działania skoncentrowanego na wspieraniu stabilności systemu finansowego. Ich realizacja nie jest możliwa w oderwaniu od działań pozostałych instytucji. Przykładowo na etapie zarządzania kryzysowego nadzór stanowi źródło danych o sytuacji finansowej danego podmiotu finansowego, a także opiniuje program naprawczy. Instytucje nadzoru nie mają instrumentów do rozwiązania kryzysu. W tym celu niezbędna jest współpraca z rządem i bankiem centralnym.

Uczestnictwo w sieci bezpieczeństwa finansowego dla systemu gwarantowania depozytów i nadzoru finansowego stanowi pierwszorzędne zadanie statutowe. Z kolei rząd i bank centralny mają również inne zadania, do których zostały powołane. Priorytetem dla banku centralnego jest stabilność cen, dla której osiągnięcia niezbęd-

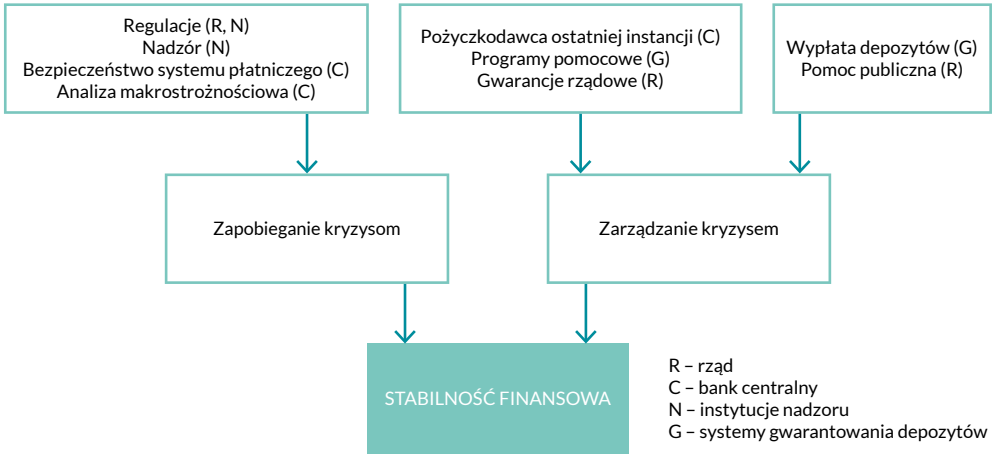
[93] O. Szczepańska, *Stabilność finansowa…*, s. 10.

[94] M. Iwanicz-Drozdowska, *Nadzór nad działalnością bankową w Unii Europejskiej,* referat na konferencję „Polska wobec redefinicji Strategii Lizbońskiej", Polskie Forum Strategii Lizbońskiej, IBnGR, Warszawa, 10 grudnia 2004.

[95] M. Cihak, R. Podpiera, *Is one watchdog better than three? International experience with integrated sector supervision*, IMF, Working Paper, No. 05/06, 2006.

na jest stabilność finansowa. Podobnie dla rządu, stabilność finansowa stwarza warunki do prowadzenia efektywnej polityki społeczno-gospodarczej.

Dobra współpraca między elementami sieci bezpieczeństwa finansowego jest warunkiem jej skuteczności. Elementy sieci są wzajemnie komplementarne. Dopiero cały i spójny system może być skuteczny. W czasie kryzysu finansowego, kiedy decyzje są podejmowane pod presją czasu i wymagane są często szybkie i niestandardowe działania, dobrze zorganizowana współpraca między elementami sieci bezpieczeństwa finansowego ma kluczowe znaczenie. Coraz częściej podnoszona jest kwestia formalizacji współpracy między elementami sieci bezpieczeństwa finansowego. W niektórych krajach, m.in. w Wielkiej Brytanii, Szwecji i Australii, podpisano formalne porozumienia między instytucjami sieci bezpieczeństwa finansowego. Ma to szczególne znaczenie w przypadkach, w których nadzór bankowy został wydzielony z banku centralnego i stanowi kompetencje samodzielnej instytucji zewnętrznej.



Rys. 6. **Schemat sieci bezpieczeństwa finansowego**
Źródło: O. Szczepańska, *Stabilność finansowa…, op. cit.*, s. 63.

Rozwój rynków finansowych oraz wzrost skali i zakresu działania banków powodują, że rośnie waga współpracy w zakresie budowania stabilności finansowej na poziomie międzynarodowym, co ma szczególne znaczenie w sytuacjach kryzysowych. Rozwój integracji rynków finansowych oraz postępująca transgraniczność operacji instytucji finansowych stworzyły nowe wyzwania dla Unii Europejskiej i jej krajowych systemów sieci bezpieczeństwa finansowego.

Niezależnie od przyjętego modelu nadzoru (bank centralny czy instytucja zintegrowanego nadzoru finansowego), w porównaniu z bankami uniwersalnymi, banki hipoteczne i listy zastawne podlegają jeszcze większej kontroli nadzorczej. Wynika ona z szeregu dedykowanych regulacji i stanowi o ich wysokim bezpieczeństwie i prostabilnościowym charakterze. Inwestycje w listy zastawne nie podlegają systemom gwarantowania depozytów dla osób indywidualnych, gdyż inwestują w te in-

strumenty głównie inwestorzy profesjonalni. List zastawny stanowi natomiast kwalifikowane zabezpieczenie szeroko wykorzystywane przez banki komercyjne w krajach UE dla transakcji odkupu (repo) z bankami centralnymi. Jest on źródłem płynności dla posiadającej go instytucji finansowej w sytuacji kryzysu na rynku finansowym. Listy zastawne są więc chętnie kupowane przez banki, tym bardziej że nie podlegają one mechanizmowi restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*bail-in*). Istotną słabością systemową jest jednak brak podmiotu jednoznacznie odpowiedzialnego za stabilność systemu finansowego w ramach sieci bezpieczeństwa finansowego. Jako najbardziej predystynowany, rolę taką powinien odgrywać bank centralny. Już teraz w większości krajów publikuje on raport o stabilności finansowej. Jest on najbardziej kompetentnym do tego organem i nadzoruje kluczowy – z punktu widzenia stabilności systemowej – sektor bankowy.

Tab. 2. **Funkcje sieci bezpieczeństwa finansowego**

Etap	Instrumenty	Nadzór finansowy	Bank centralny	System gwarantowania depozytów	Rząd
Zapobieganie kryzysom	Regulacje	√			
	Kontrola	√			
	Sankcje	√			
	Bezpieczeństwo systemu płatniczego		√		
	Analiza makro-ostrożnościowa		√		
Zarządzanie kryzysem	Pożyczkodawca ostatniej instancji		√		
	Programy naprawcze	√		√	
	Wypłata depozytów gwarantowanych			√	
	Pomoc publiczna				√

√ oznacza występowanie danej funkcji

Źródło: O. Szczepańska, *Stabilność finansowa…, op. cit.*, s. 62.

1.2.2. Nowy paradygmat stabilności finansowej

Doświadczenie trwającego globalnego kryzysu finansowego sprawia, że zmienia się paradygmat stabilności finansowej[98]. Ewoluuje podejście do systemu finansowego, samej stabilności finansowej, a także systemu regulacji i funkcji nadzoru. Dynamicznemu wzrostowi wielkości systemu bankowego towarzyszy jego przenikanie do szeroko rozumianego sektora finansowego oraz do gospodarki realnej. W efekcie powstają podmioty finansowe, które mają znaczenie systemowe, w tym instytucje płatnicze o takim znaczeniu. Nadmiernie wzrósł wskaźnik dźwigni finansowej (wielkości aktywów do posiadanych kapitałów), zwiększyła się też rola bankowości równoległej (usług finansowych pozostających poza nadzorem sektorowym). W rezultacie nastąpił wzrost znaczenia stabilności finansowej rozumianej jako cel polityki gospodarczej, prowadzący do powstania polityki makroostrożnościowej. W systemie regulacji i nadzoru obserwuje się intensyfikację prac i centralizację na poziomie europejskim oraz dążenie do wypełnienia luk prawnych oraz wzmocnienia pozycji banków centralnych.

Nowy paradygmat bankowości, w odróżnieniu od klasycznego ujęcia – transferu (rozliczenia) i transformacji środków finansowych (termin i ryzyko) – zaczął konstytuować szerszy układ kategorii w triadzie: środki finansowe, ryzyko, zaufanie. W nowym układzie, stabilność finansowa w ujęciu narodowym i globalnym stanowi wartość nadrzędną i wymaga ograniczenia swobody działalności dla wspólnego dobra, które przeciwstawiane jest egoizmom rynkowym. Globalny kryzys finansowy i jego skutki społeczno-gospodarcze stały się przyczynkiem do przywrócenia równowagi pomiędzy kapitałem społecznym i ekonomicznym. Funkcja doradztwa finansowego winna być realizowana w zgodzie z istotą instytucji zaufania publicznego, jaką są podmioty finansowe. System finansowy stanowi dobro publiczne, a kapitał społeczny stał się determinantą jego stabilności[99].

Stabilność finansowa stanowi podstawowy warunek zapewnienia przez gospodarkę realną miejsc pracy i wzrostu gospodarczego. Ostatni kryzys obnażył poważne ułomności nadzoru finansowego, który nie przewidział negatywnych zjawisk o charakterze makroostrożnościowym, a w konsekwencji nie zapobiegł kumulacji ryzyka w ramach systemu finansowego. Pojawiła się więc potrzeba uregulowań, które zapewniłyby równe warunki konkurencji w UE dla wszystkich instytucji finansowych oraz usunięcie najpoważniejszych słabości nadzoru nad pogłębiającymi swoją integrację rynkami finansowymi. Raport grupy Larosière'a przedstawiony 25 lutego 2009 roku zalecił m.in. powołanie organu UE do nadzoru ryzyka w systemie finansowym

[98] M. Iwanicz-Drozdowska (red.), *Restrukturyzacja banków w Unii Europejskiej w czasie globalnego kryzysu finansowego*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2015; S. Claessens, L. Codres, *The Regulatory Responses to the Global Financial Crisis. Some Uncomfortable Questions*, IMF 2014; M. Dawatripont, X. Freixas (eds.), *The Crisis Aftermatch. New Regulatory Paradigms*, CEPR 2012; J. Szambelańczyk, *Stabilność systemu bankowego a paradygmat bankowości*, „Finanse": czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN, 2010, nr 1(2), s. 39–65.

[99] J. Szambelańczyk, *Stabilność systemu bankowego…, op. cit.*

UE jako całości[100]. Podobne zmiany przeprowadzono w USA ustawą Dodd-Frank, którą zreformowano system nadzoru finansowego[101].

Jednym z głównych ryzyk systemowych i zagrożeń dla stabilności finansowej jest procykliczne zachowanie podmiotów rynkowych. Spowolnienie gospodarcze następujące po okresie nadmiernej akcji kredytowej często prowadzi do poważnych strat w instytucjach finansowych i może powodować mechanizm błędnego koła. Działania na rzecz wzmocnienia bilansów banków prowadzą do zmniejszenia finansowania dla realnej gospodarki, pogłębiając spowolnienie gospodarcze, które jeszcze bardziej osłabia kapitały banków. Zjawisko to wymaga tworzenia buforów kapitałowych w bankach w momentach wzrostu ryzyka warunków ogólnosystemowych, celem ewentualnej absorbcji nieplanowanych strat i kontynuacji stabilnego finansowania gospodarki[102].

Aby zapobiegać kryzysom, polityka makroostrożnościowa musi działać *ex ante*, mimo że powoduje to koszty dla instytucji finansowych. Funkcjonowanie nadzoru i jego struktura stanowi spore wyzwanie ekonomiczne i regulacyjne. Podstawowy problem to: jak powinny być zaprojektowane instytucje nadzoru i jakimi powinny dysponować narzędziami w czasie i miejscu, na poziomie krajowym i unijnym, aby w sytuacji niepewności i ryzyka przyczyniać się do budowania stabilności finansowej. Dodatkowa trudność leży w braku ogólnie przyjętej definicji stabilności finansowej, a w efekcie w jej pomiarze. Powszechnie stosowane są testy warunków skrajnych i powinny odnosić się one do systemu finansowego jako całości, nie zaś tylko do pojedynczych banków. Nadzór finansowy musi być w stanie ocenić prawdopodobieństwo wystąpienia, poziom zagrożenia i szybkość rozwoju potencjalnego wstrząsu[103].

Aktualnym wyzwaniem w UE jest zarządzanie stabilnością systemu finansowego, na który składają się kraje strefy euro objęte projektem europejskiej unii bankowej (EUB) oraz kraje UE nienależące do strefy euro, a które mogą być zainteresowane zachowaniem spójności z EUB w ramach tzw. zróżnicowanej spójności (*differentiated integration*)[104]. Mimo że kraje przystępujące spoza strefy euro nie mają prawa głosu, można wymienić dla nich szereg korzyści wynikających z przystąpienia do EUB[105].

---

[100] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady UE nr 1092/2010 z 24 listopada 2010 r. w sprawie unijnego nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym i ustanowienia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego, Dz.Urz. UE L 331/2 PL z 15.12.2010.

[101] M. Menkes, *Reforma systemów nadzoru finansowego UE i USA*, Zeszyty Naukowe Kolegium Gospodarki Światowej SGH, Warszawa 5 maja 2011.

[102] Zalecenie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego z 18 czerwca 2014 r. w sprawie wytycznych dotyczących ustalania wskaźników bufora antycyklicznego.

[103] M. Galbiati, K. Soramäki, *Clearing networks*, „Journal of Economic Behavior & Organization", Vol. 83, Issue 3, August 2012.

[104] E. Ferran, *European Banking Union and the EU Single Financial Market: a more differentiated integration, or disintegration?*, University of Cambridge, Faculty of Law Research Paper No. 29/2014, July 2014.

[105] M. Ciechocki, *Członkostwo w euro jako element długofalowej strategii bezpieczeństwa*, Centrum Europejskie Natolin, Analiza Natolińska nr 2/2015, a także: *Czy i kiedy kraje spoza strefy euro powinny wstąpić do Unii Bankowej? Aktualizacja stanowiska*, EKF, http://www.efcongress.com/sites/default/files/rekomendacja_czy_i_kiedy_kraje_spoza_strefy_euro_powinny_wstapic_do_unii_bankowej.pdf (dostęp 17.03.2016).

Mogą one np. uzyskać wyższą reputację, skutkującą tańszym finansowaniem na rynkach międzynarodowych. Zainteresowane udziałem mogą być też duże podmioty finansowe na rynku krajowym, będące spółkami córkami banków, które mają swoje siedziby w krajach członkowskich. Należy jednak jednocześnie zauważyć, że EUB nie adresuje przyczyn kryzysu finansowego, a dodatkowo konserwuje strukturę banków zbyt dużych, by upaść[106].

Postępujący proces europeizacji legislacji i nadzoru finansowego UE wydaje się nieunikniony, ale wymaga ciągłego dążenia do równowagi pomiędzy efektywnością a bezpieczeństwem w ramach nie tylko strefy euro, ale całego systemu europejskiego[107]. Należy jednak zauważyć, że rynki wysoko konkurencyjne mogą być odporne na kryzys (np. Kanada i Australia), ale mogą też mieć problemy z utrzymaniem stabilności (np. Holandia, Szwajcaria)[108]. Silna konkurencja sprzyja podejmowaniu nadmiernego ryzyka, które może prowadzić do kryzysu i upadłości. Z kolei brak konkurencji w sektorze finansowym sprzyja obniżeniu efektywności i innowacji, które leżą w interesie klienta i konsumenta usług finansowych. Równocześnie organy antymonopolowe winny uważnie przyglądać się instytucjom „zbyt dużym, by upaść", które mając gwarancje publiczne *implicite*, łatwo mogą popaść w hazard moralny i ulec pokusie nadużycia na koszt podatników.

Jednolity mechanizm nadzorczy i sanacyjny osłabiają wady gwarancji *implicite*. Dalsze ich osłabienie powinien przynieść jednolity, unijny system gwarancji depozytów. Ważne z perspektywy konkurencji jest też planowane w UE rozdzielenie dużych banków na komercyjne i inwestycyjne – zmniejszenie koncentracji banków ma sprawić, że łatwiej będzie je poddać procesowi restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*recovery/resolution*). Pozytywnie oceniane są regulacje podnoszące wymogi kapitałowe i płynnościowe, zapobiegające zbyt dużej ekspozycji na ryzyko, a także tworzące bezpieczną i efektywną infrastrukturę rynku[109].

---

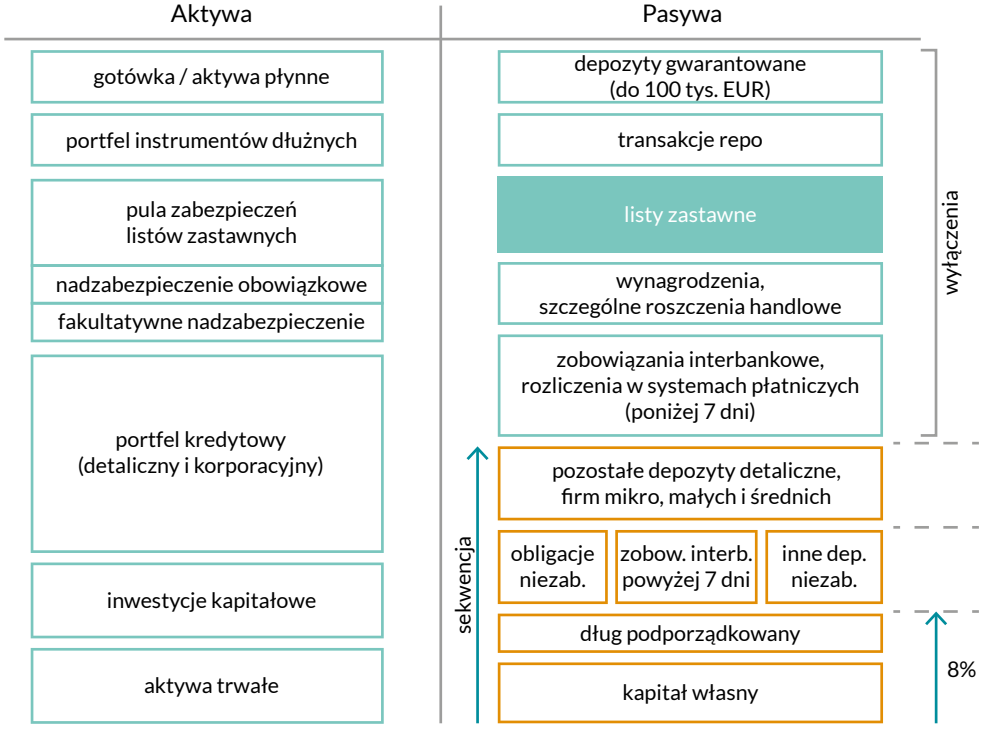
[106] L. Pawłowicz, *Unia bankowa – sukces czy klęska jednolitego rynku usług finansowych*, „Zarządzanie i Finanse", Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot, lipiec 2013, Vol. 11, Nr 2, część 1, s. 457–467.

[107] A. Nadolska, *Stabilność finansowa jako naczelna zasada prawa rynku finansowego UE*, „Monitor Prawa Bankowego" nr 01(50)/2015; A. Nadolska, *Komisja Nadzoru Finansowego w nowej instytucjonalnej architekturze europejskiego nadzoru finansowego*, Wolters Kluwer, Warszawa 2014; A. Nadolska, *Granice europeizacji regulacji nadzoru nad rynkiem finansowym UE*, „Zeszyty Prawnicze" BAS, nr 3/2015.

[108] F. Allen, D. Gale, *Competition and Financial Stability*, Ohio State University Press, „Journal of Money, Credit and Banking", Vol. 36, No. 3 (June 2004, Part 2); *Competition Issues in the Financial Sector. Key Findings, Competition Committee*, OECD, Paris 2011; E. Carletti, P. Hartmann, *Competition and Stability. What's Special about Banking?*, ECB 2002; M. Carlson, K.J. Mitchener, *Branch Banking, Bank Competition and Financial Stability*, Federal Reserve Board, Washington D.C. 2005; I. Kokkoris, *Competition vs. Financial Stability in the Aftermath of the Crisis in the UK*, „The Antitrust Bulletin", Vol. 59, No. 1, Spring 2014; M. McElwe, *Law and regulation for global financial markets: competition law, financial stability and the rules of the game*, „Law and Financial Markets Review", Vol. 4, Issue 5, 2010; M. Hall, A. Nucara, *United States: EU Competition Law Enforcement Continues To Focus On Financial Services*. http://www.mondaq.com/unitedstates/x/257408/Antitrust+Competition/EU+Competition+Law+Enforcement+Continues+to+Focus+on+Financial+Services (dostęp 18.03.2016).

[109] *CRD IV/CRR, MiFID II/MiFIR* czy *EMIR*.

Celem restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji jest doprowadzenie problemowej instytucji do stanu, w którym posiada ona wymagany kapitał regulacyjny albo wyposażenie należności i pasywów w kapitał wystarczający do przetranferowania. Organy naprawcze mogą to osiągnąć przez spisanie w straty lub konwersję kwalifikowanych pasywów. Ma tu zastosowanie zasada, że żaden wierzyciel nie może być traktowany gorzej niż w przypadku zwykłej upadłości (*no worse off principle*). Proces restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji wymaga, aby zachowana był określona sekwencja zdarzeń. Polega ona na tym, że spisanie w straty zaczyna się od udziałowców i zawiera różne klasy aktywów, w zależności od ich rankingu. Wybrana klasa aktywów jest wyłączona z restrukturyzacji. Lista wyłączeń zawiera m.in. listy zastawne, które spełniają wymogi dyrektywy zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (*UCITS*), co stanowi potencjalnie problem obciążenia aktywów (obciążone aktywa nie mogą służyć procedurze restrukturyzacyjnej).



Rys. 7. **Instrument dekapitalizacji w procesie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji**
Źródło: opracowanie własne na podstawie W. Kälberer (red.), 2014 *ECBC European Covered Bond Fact Book, ECBC Publication*, 9th edition, Brussels September 2014, s. 61.

Reguła dekapitalizacji (*bail-in*) zakłada, że 8% całkowitej wielkości pasywów, w tym kapitały własne, musi być spisane w straty lub zamienione na akcje. Dopiero wtedy może mieć zastosowanie zasada ograniczonej elastyczności w zakresie wyłączenia pewnych kategorii kwalifikowanych pasywów w ramach mechanizmu restrukturyzacji (*BRRD*). Wielkość ta jest ograniczona do 5% całkowitej wielkości pasywów

z uwzględnieniem kapitałów własnych. Jeżeli środki są nadal niewystarczające do zaspokojenia wierzycieli, organa restrukturyzujące mogą podjąć kroki celem pozyskania dodatkowych funduszy z alternatywnych źródeł. Wcześniej wszystkie pasywa niezabezpieczone i podporządkowane muszą być poddane procedurze dekapitalizacji. Dodatkowymi źródłami finansowania mogą być w ostateczności środki publiczne oraz środki pochodzące z Europejskiego Mechanizmu Stabilizacyjnego (*ESM*).

Listy zastawne nie są bezpośrednio dotknięte regułą dekapitalizacji (*bail-in*). Z drugiej jednak strony minimalne wymogi kapitałowe kwalifikowanych pasywów (*MREL*), które narzuca mechanizm restrukturyzacji (*BRRD*), mają pośredni wpływ na listy zastawne. Intencją tych rozwiązań jest zagwarantowanie, aby instytucja finansowa mogła być, w razie potrzeby, zlikwidowana w dowolnym momencie. Powoduje to, że obciążenie aktywów z tytułu emisji listów zastawnych w sposób pośredni ma związek z regułą dekapitalizacji. W sytuacji gdy banki hipoteczne nie mogą przyjmować depozytów, organ restrukturyzacyjny może je wyłączyć z wymogu kapitałowego kwalifikowanych pasywów. Rozwiązanie takie jest możliwe wtedy, gdy likwidacja banku może być przeprowadzona w ramach krajowej procedury upadłościowej lub innych mechanizmów zgodnych z mechanizmem restrukturyzacji.

Wymóg dokapitalizowania i delewarowania banków w UE i wynikające stąd ryzyko ograniczenia dostępnego finansowania dla gospodarki realnej było przesłanką, która legła u podstaw projektu utworzenia unii rynków kapitałowych (*CMU*)[110]. Wzmocnienie rynku kapitałowego instrumentów dłużnych ma powstrzymać niebezpieczny dalszy wzrost sektora bankowego, który w UE odgrywa nadmiernie dużą rolę w stosunku do wielkości gospodarek.

Mimo trwającego kryzysu finansowego sektor bankowy w UE zachowuje bardzo dużą wielkość, zarówno w ujęciu bezwzględnym (42,9 bln EUR), jak i w relacji do unijnego PKB (blisko 350%[111]). Największe banki europejskie posiadają aktywa wielkości PKB kraju pochodzenia. Banki te stały się zbyt duże, aby upaść, i jednocześnie zbyt duże, aby je uratować, a do tego ich struktura jest zbyt złożona, aby można je było zrestrukturyzować i poddać uporządkowanej likwidacji[112]. Europejskie przedsiębiorstwa pozyskują finansowanie głównie w bankach (ponad 80%)[113]. Podobnie na świecie, w roku 1998 największych pięć banków posiadało około 8% globalnych aktywów bankowych. Dziesięć lat później udział ten wzrósł do 16%[114]. Nasilenie tej tendencji było szczególnie widoczne ostatnich latach.

---

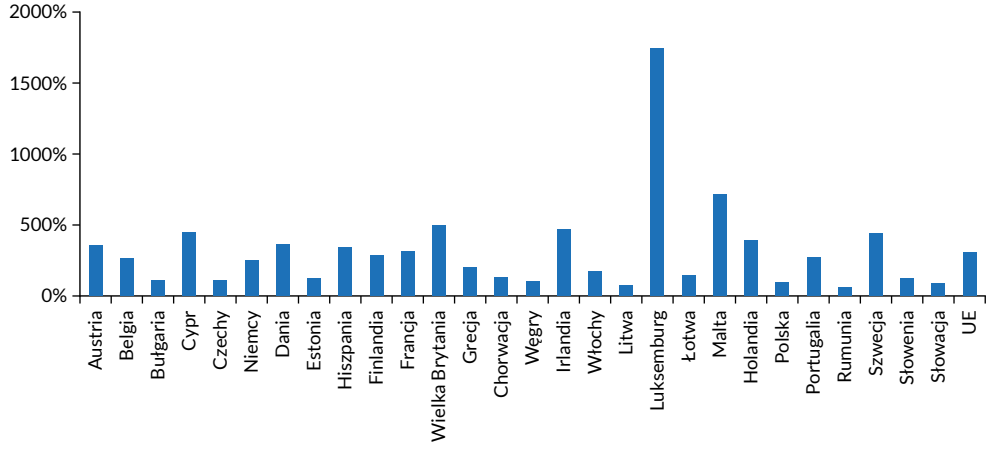
[110] Stanowisko polskich ekspertów dotyczące konsultacji KE w zakresie unii rynków kapitałowych zostało opracowane przez Europejski Kongres Finansowy we współpracy z Komitetem Nauk o Finansach. http://www.efcongress.com/sites/default/files/analizy/stanowisko_ekf_dot._cmu.pdf; http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=COM:2015:63:FIN&from=EN (dostęp 18.09.2016).

[111] Dla porównania w USA stanowią jedynie 70% PKB.

[112] *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on structural measures improving the resilience of EU credit institutions*, COM(2014) 43 final, Brussels.

[113] W USA proporcja ta jest odwrotna na korzyść rynku kapitałowego instrumentów dłużnych.

[114] A.G. Haldane, *Banking on the state*, Bank for International Settlements, 2009.



Rys. 8. **Aktywa sektora bankowego w stosunku do PKB w UE w roku 2014 (w %)**
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat i Europejskiego Banku Centralnego.

We wrześniu 2015 roku KE przedstawiła plan działania na rzecz stworzenia unii rynków kapitałowych[115]. Jego celem jest budowa jednolitego rynku kapitałowego w UE. Projekt ten stanowi kluczowy element planu inwestycyjnego, w ramach priorytetów Komisji Junkera[116]. Alternatywne źródła finansowania mogą doskonale uzupełniać finansowanie bankowe. Rynki kapitałowe, kapitał podwyższonego ryzyka (*venture capital*), finansowanie społecznościowe oraz zarządzanie aktywami są szeroko stosowanymi narzędziami finansowania w innych częściach świata, a stosunkowo mało wykorzystywanymi w UE. Dlatego też powinny one odgrywać większą rolę w finansowaniu przedsiębiorstw europejskich, w tym *SME* i start-upów. Zwiększenie różnorodności źródeł finansowania jest zaletą dla firm i realizowanych inwestycji. Jednocześnie istotnie poprawiają one stabilność finansową oraz łagodzą utrudnienia w pozyskaniu finansowania bankowego przez przedsiębiorstwa w czasie problemów w sektorze bankowym. KE przedstawiła kilka inicjatyw w ramach pierwszego etapu unii rynków kapitałowych. Składają się na nie m.in. ożywienie sekurytyzacji wysokiej jakości oraz konsultacje w zakresie funduszy podwyższonego ryzyka i listów zastawnych.

W kontekście listów zastawnych pomiędzy dekapitalizacją (*bail-in*) a unią rynków kapitałowych występuje konflikt koncepcji. Listy zastawne są atrakcyjne dla inwestorów, bo jako jedyne z instrumentów dłużnych nie podlegają spisaniu w straty lub konwersji na akcje, ale z drugiej strony jest to niespójne z dążeniem do minimalizacji zaangażowania środków publicznych do ratowania problemowych banków. Jednocześnie należy zauważyć, że postępująca konsolidacja polskiego sektora bankowego wpisuje się negatywnie w trendy, które doprowadziły do powstania banków zbyt dużych, by upaść, co przyczyniać się może do zmniejszenia stabilności polskiego

[115] *Unia rynków kapitałowych: plan działania na rzecz bardziej dynamicznego finansowania przedsiębiorstw i inwestycji*, Komunikat prasowy, Komisja Europejska, Bruksela, 30 września 2015, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-5731_pl.htm (dostęp 17.09.2016).

[116] Przewodniczącego KE Jean-Claude'a Junkera.

systemu finansowego. Do czasu zbudowania wystarczającego prywatnego kapitału krajowego w sektorze finansowym bezpieczniejsze z punktu widzenia stabilności systemowej byłoby, gdyby zagraniczne banki wycofujące się z Polski były przejmowane przez inne instytucje międzynarodowe o wysokich współczynnikach kapitałowych.

1.2.3. Ryzyko systemowe i polityka makroostrożnościowa

Globalizacja przyczyniła się do rozsiania ryzyka systemowego. Proces ten został wzmocniony przez pozabilansowe innowacje finansowe, jak sekurytyzacja i derywaty, za pomocą których nastąpił transfer ryzyka z podmiotów finansowych na niefinansowe. W efekcie organy nadzorcze, przy braku właściwej przejrzystości sprawozdań finansowych, miały trudność oceny rzeczywistego poziomu ryzyka instytucji finansowych.

Ryzyko systemowe występuje na poziomie mikroekonomicznym i makroekonomicznym. Według koncepcji mikroekonomicznej ryzyko systemowe stanowi niebezpieczeństwo, że brak zdolności jednego uczestnika rynku do wywiązania się z zobowiązań płatniczych przełoży się na cały system płatności poprzez brak takiej zdolności u innych uczestników rynku. Zakłócenia w systemie płatności mogą powodować problemy płynności i zdestabilizować rynek finansowy oraz obniżyć zaufanie do niego. Ryzyko systemowe jest w tym ujęciu charakterystyczne dla banków, w mniejszym wymiarze dotyczy firm inwestycyjnych, a w najmniejszym zakładów ubezpieczeniowych[117]. Koncepcja makroekonomiczna definiuje ryzyko systemowe jako zdarzenie nagłe i nieprzewidziane, mogące doprowadzić do załamania systemu finansowego na tyle, że na dużą skalę będzie zagrożona aktywność gospodarcza[118].

Wyróżnia się trzy rodzaje ryzyka systemowego. Pierwsze oznacza silny wstrząs makroekonomiczny, którego negatywne skutki przekładają się na całą gospodarkę. Drugie to mająca źródło mikroekonomiczne reakcja łańcuchowa, która początkowo dotyczy podmiotów, które utraciły płynność, lecz szybko przenosi się na podmioty wypłacalne. Trzeci rodzaj to ryzyko systemowe o charakterze egzogenicznym (np. wojna, rewolucja, kryzys polityczny czy klęska żywiołowa), rozwijające się niezależnie od stopnia powiązań w systemie finansowym[119].

Wzrost zaangażowania branży ubezpieczeniowej w produkty czysto bankowe, dążenie do zwiększania efektywności w sytuacji przedłużającej się recesji gospodarczej i niskich stóp zwrotu, a także wzrost ryzyka papierów skarbowych powodują, że rośnie zagrożenie dla sektora ubezpieczeniowego z tytułu ryzyka systemowego[120]. Po-

[117] P. Smaga, *Lekcje z kryzysu finansowego*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, „Zarządzanie Publiczne", nr 4(26)/2013; P. Smaga, *Istota ryzyka systemowego*, INE PAN, „Studia Ekonomiczne", nr 1 (LXXX)/2014; P. Smaga, *Wpływ procykliczności na sprawowanie nadzoru makroostrożnościowego*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny", Rok LXXVI, z. 1/2014; P. Smaga, *Istota stabilności finansowej*, „Studia i Prace KZiF", SGH nr 124/2013.

[118] W. Szpringer, *Prawo i ekonomia…*, s. 21.

[119] J. Majczyk, *Znaczenie megainstytucji finansowych w świetle ryzyka systemowego*, Wydział Zarządzania Uniwersytet Gdański, „Zarządzanie i Finanse", Vol. 4, Issue 1, 2012.

[120] T.H. Bednarczyk, *Czy sektor ubezpieczeniowy kreuje ryzyko systemowe?*, „Studia Oeconomica Posnaniensia", Vol. 1, nr 11/2013.

nadto możliwość przeniesienia przez bank działalności do innej jurysdykcji znacznie osłabia skuteczność regulacji ostrożnościowych[121].

Jakościowy charakter ryzyka systemowego powoduje, że sama analiza ilościowa staje się niewystarczająca. Zarządzanie nim leży w kompetencji państwa, a rozkład systemu finansowego osłabia i może doprowadzić nawet do braku suwerenności kraju, gdy zarząd walutą zostanie przejęty przez zagranicznych wierzycieli. Rolą państwa jest identyfikacja źródeł ryzyka systemowego. Stosuje się w tym celu techniki tradycyjne (określające poziom ryzyka w systemie) i zaawansowane (modele inteligencji rynkowej)[122]. Pomocna jest w tym wykładnia EBC przedstawiona w Systemic Impact Assessment Handbook. Większość stosowanych metod ma na celu tworzenie mechanizmów wczesnego ostrzegania. Z kolei do identyfikacji powiązań systemowych wykorzystuje się często jednocześnie kilka metod, zależnie od ich spójności, specyfiki systemu, zasobu danych i przyjętych koncepcji ekonomicznych[123]. Wytyczne w tym zakresie wydały: Międzynarodowy Funduszu Walutowy, Bank Rozrachunków Międzynarodowych oraz Rada Stabilności Finansowej.

Instytucje, które są ważne systemowo, nie są tożsame z pojęciem „zbyt duże, aby upaść". Rozmiar nie jest głównym kryterium klasyfikacji. Stosuje się tu formułę czterech C[124], która sprowadza się do określenia prawdopodobieństwa zaistnienia efektu „zarażenia". Swoisty efekt domina powstaje wskutek powiązań, koncentracji oraz warunków (kontekstu), w jakich ujawniają się problemy finansowe[125].

Wzajemne zależności nadzoru mikro- i makroostrożnościowego są złożone i mogą powodować konflikt interesów. Podnoszona w związku z tym jest wątpliwość co do zasadności umiejscowienia obu instytucji nadzoru w banku centralnym. Celem ograniczenia tego zagrożenia i promowania podejścia integralnego zaproponowano powołanie odrębnych instytucji, jakimi są rady ds. ryzyka systemowego, np. *European Systemic Risk Board* w UE czy *Federal Systemic Oversight Council* (*FSOC*)[126] w USA.

Po wybuchu kryzysu w latach 2007–2008 obserwuje się zjawisko przenikania się dwóch modeli bankowości centralnej – modelu wąskiego (gdzie bank centralny dba jedynie o politykę pieniężną) i modelu rozszerzonego (gdzie bank centralny dodatkowo pełni funkcję regulacyjną i nadzorczą)[127]. Banki centralne stanęły pod presją

---

[121] J.K. Solarz, *Bankowość międzynarodowa*, Twigger, Warszawa 2004; P.R. Krugman M. Obstfeld, *Ekonomia międzynarodowa, Teoria i polityka*, t. 2, PWA, Warszawa 2007.

[122] P. Skrzyński, *Zastosowanie teorii kolektywnej inteligencji do opisu paradygmatu niewidzialnej ręki rynku*. Akademia Górniczo-Hutnicza, Kraków 2010.

[123] *Macroprudential regulation: where central bankers stand depends on how they thin*k, The Conversation, 26 września 2014; L. Alessi, C. Detken, *Identifying Excessive Credit Growth and Leverage*, ECB 2014.

[124] Z angielskiego: *contagion*, *correlation*, *concentration i conditions*/context.

[125] J.B. Thomson, *On Systemically Important Financial Institutions and Progressive Systemic Mitigation, Federal Reserve Bank of Cleveland*, Policy Discussion Paper, No. 7, September 2009; M. Labonte, *Systemically Important or „to Big to Fail" Financial Institutions*, Congressional Research Service, September 2014; D.A. Price, *Sifting for SIFI's*, Federal Reserve, Regional Focus, Second Quarter, Richmond 2011.

[126] *Ibidem*, s. 25–26.

[127] Złożony, hybrydowy model bankowości centralnej rozwinął się m.in. w Niemczech, we Francji, Włoszech i Wielkiej Brytanii. Patrz: L. Cuocolo, V. Miscia, *The Gentle Revolution of European Banking*

zorientowania polityki monetarnej na cele gospodarcze: wychodzenie z recesji, ożywienie koniunktury, zwalczanie bezrobocia i użycie niestandardowych instrumentów, jak: luzowanie ilościowe, informowanie o perspektywicznych kierunkach polityki monetarnej, czy też prowadzony na dużą skalę skup aktywów[128]. Przyjęcie przez *Fed* zasad „zbyt duży, by upaść" i „kreatywnej niejednoznaczności" przyczyniły się do wzrostu hazardu moralnego, tworząc nowe obszary zagrożeń dla stabilności finansowej. Twierdzi się, że bank centralny USA odszedł w ten sposób od uzasadnionej ekonomicznie roli pożyczkodawcy ostatniej instancji[129].

Kryzys rozbudził dyskusje o wielości celów banku centralnego, co może wpłynąć na jego niezależność[130]. Bank centralny winien używać narzędzi polityki pieniężnej, aby stymulować rozwój rynków finansowych w kierunku spójnym z koncepcją stabilności finansowej w perspektywie długoterminowej. Dotychczasowe działania miały charakter doraźny, krótkoterminowy i nie przyczyniały się do stabilizacji systemu w długiej perspektywie. Zastosowane programy luzowania ilościowego nie zmieniały patogennej struktury systemu finansowego, charakteryzującej się skłonnością do podejmowania nadmiernego ryzyka.

Kreacja pieniądza w sposób praktycznie nieograniczony[131] prowadzi do licznych nieefektywności, np. zaburzenia relacji w cenach zasobów, nadmiernego użycia jednych zasobów w stosunku do innych, sztucznie niskich stóp procentowych, zakłócenia cen aktywów, nieoptymalnej alokacji kapitału i redystrybucji dobrobytu. Krytykowana jest koncepcja elastycznego pieniądza na rzecz powrotu do pieniądza stabilnego, niezależnego od zabiegów politycznych. Wydaje się, że taki system będzie niestabilny w dłuższym horyzoncie, co doprowadzi do kolejnych kryzysów. Bardziej efektywnym pośrednikiem finansowym od banków jawi się w tej sytuacji rynek kapitałowy, co legło u podstaw projektu unii kapitałowej[132].

Stabilność systemu finansowego jako całości można osiągnąć przez monitoring wybranych wskaźników makroekonomicznych. Doświadczenie ostatniego kryzysu sprzyja poglądowi, że banki centralne powinny nie tylko ponownie przejąć nadzór mikroostrożnościowy, ale też poszerzyć swoje kompetencje o nadzór makroostrożnościowy.

Regulation: Models and Perspectives in Supervision, BAFFI Center on International Markets, Money and Regulation, BAFFI Center Research Paper Series No. 2014–164.

[128] F.S. Mishkin, K. Matthews, M. *Giuliodori, The Economics of Money, Banking & Financial Markets*, European Edition, Pearson Education Limited, Edinburgh 2013.

[129] M.D. Bordo, *Rules for a lender of last resort: An historical perspective*, „Journal of Economic Dynamics and Control", Vol. 49, December 2014.

[130] W.F. Todd, *Money and Banking. A Constitutional Perspective*; A. Leijonhufvud, *Monetary Muddles* i N.J. Michel, *A Roadmap for Monetary Policy Reforms*, „The Cato Journal", Vol. 35, No. 2, Spring-Summer 2015.

[131] Zwolennicy polityki luzowania ilościowego argumentują, że deflacja jest większym zagrożeniem niż inflacja.

[132] D.S. Schlichter, *Paper Money Collapse. The Folly of Elastic Money*, Wiley, New Jersey 2014; U. Bindseil, *Monetary Policy Operations and the Financial System*, Oxford University Press, Oxford 2014.

Wzrost roli banku centralnego w zapewnieniu stabilności systemu finansowego przejawia się w czterech obszarach[133]:

- systemu płatniczego,
- nadzoru bankowego,
- analizy makroostrożnościowej,
- polityki informacyjnej.

Obok realizowanych wcześniej funkcji nadzoru systemu bankowego i systemu płatniczego kluczowym obszarem zainteresowania nadzoru staje się obecnie polityka makroostrożnościowa i wynikająca z niej polityka informacyjna. Analiza makroostrożnościowa dąży do zrozumienia mechanizmów interakcji systemu finansowego i gospodarki realnej, aby poznać genezę i istotę kryzysów finansowych i zapobiegać im w przyszłości, a polityka informacyjna ma na celu upublicznianie wyników prowadzonych analiz i wysyłanie sygnałów ostrzegawczych o występujących zagrożeniach.

Z punktu widzenia zależności z polityką monetarną i mikroostrożnościową wyróżnia się cztery rodzaje umiejscowienia polityki makroostrożnościowej: bank centralny, instytucja nadzoru rynku finansowego, rząd lub ciało kolegialne (składające się z wymienionych wcześniej instytucji). Z uwagi na dostęp do danych i relatywną niezależność bank centralny zdaje się najlepszym wyborem[134].

Określone zadania oraz narzędzia makroostrożnościowe zostały wprowadzone do kompetencji EBC[135]. EBC ma kluczowe zadanie w ramach nadzoru systemowego: dostarcza infrastrukturę niezbędną do bezpiecznego i efektywnego działania systemów płatniczych oraz przekłada na normy i standardy cele nadzoru systemowego, a także wydaje niezbędne regulacje w tym zakresie[136]. Utworzenie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego (*European Systemic Risk Board – ESRB*) w ramach Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego[137] (*European System of Financial Supervision – ESFS*) stanowi istotny postęp na drodze zapobiegania kryzysom i zmaterializowania się ryzyka systemowego w UE. ESRB odpowiedzialne jest za nadzór makroostrożnościowy nad unijnym syste-

---

[133] R. Wierzba, recenzja książki O. Szczepańskiej, *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego*, „Bank i Kredyt", nr 11/2008.

[134] D. Schoenmaker, *Allocating macroprudential powers*, ESRB, Reports of Advisory Scientific Committee No. 5, November 2014; *The consequences of the Single Supervisory Mechanism for Europe's macro-prudential policy framework*, ESRB, Reports of Advisory Scientific Committee No. 3, September 2013.

[135] Rozporządzenie Rady nr 1024/2013 z dn. 15 października 2013 r. powierzające Europejskiemu Bankowi Centralnemu szczególne zadania w odniesieniu do polityki związanej z nadzorem ostrożnościowym nad instytucjami kredytowymi; D. Głuch, L. Škovranová, M. Stenström, *Central Bank Involvement in Macroprudential Oversight*, „Legal Working Papers Series", No. 14/2013.

[136] European Oversight Policy Framework, European Central Bank, Frankfurt am M., February 2009.

[137] ESFS tworzą Europejski Organ Nadzoru Bankowego (*European Banking Authority – EBA*), Europejski Organ Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (*European Securities and Markets Authority – ESMA*) oraz Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (*European Insurance and Occupational Pensions Authority – EIOPA*), stanowiące Wspólny Komitet Europejskich Urzędów Nadzoru (*Joint Committee of the European Supervisory Authorities –ESA*, oraz właściwe organy nadzoru krajów członkowskich.

mem finansowym[138]. Kolejnym krokiem jest europejska unia bankowa (*European Banking Union – EBU*) z jednolitym mechanizmem nadzorczym (*Single Supervisory Mechanism – SSM*), jednolitym mechanizmem sanacyjnym (*Single Resolution Mechanism – SRM*) i europejskim systemem gwarantowania depozytów (*Deposit Guarantee Schemes – DGS*)[139]. W strukturze unii bankowej rośnie znaczenie EBC w obszarze budowania stabilności systemu finansowego, który ma odgrywać główną rolę w procesie nadzoru makroostrożnościowego, odpowiadając jednocześnie za nadzór mikroostrożnościowy w ramach zintegrowanego nadzoru bankowego. EBU wyposażyła EBC dodatkowo w kompetencje w zakresie gwarantowania depozytów oraz tzw. fundusz restrukturyzacyjny (*resolution fund*), prowadząc do stworzenia „supernadzorcy", mającego bardzo szerokie uprawnienia regulacyjne i realne w zakresie funkcjonowania systemu finansowego w UE[140].

Europejska unia bankowa w obecnej postaci konserwuje system bankowy w kształcie, który doprowadził do kryzysu, zachowując banki „zbyt duże, by upaść". Stanowi ona, iż duże banki europejskie miałyby być ratowane solidarnie przez wszystkie kraje członkowskie, albowiem obciążenie dla kraju macierzystego stało się zbyt duże. Jest to niespójne z mechanizmem restrukturyzacji (*BRRD*) i regułą dekapitalizacji (*bail-in*), a EUB zamiast ograniczać, zwiększa ryzyko systemowe. Z drugiej strony, EBC szeroko wykorzystuje listy zastawne w ramach kolejnych programów skupu tych instrumentów, prowadząc aktywną politykę antykryzysową, prorozwojową i zapewnienia płynności instytucjom finansowym funkcjonującym w strefie euro. Ponadto KE w ramach przeprowadzonych na przełomie lat 2015/2016 konsultacji podjęła działania w kierunku harmonizacji rynku listów zastawnych w UE celem zwiększenia homogeniczności i efektywności tego rynku – może się to przyczynić do rozwoju polskiego rynku listów zastawnych i w konsekwencji zwiększenia stabilności polskiego systemu finansowego.

1.3. Stabilność polskiego systemu finansowego

Polski bank centralny nie miał do niedawna konkretnych podstaw prawnych do prowadzenia nadzoru systemowego i w tym zakresie opierał się na ogólnych zadaniach, które reguluje ustawa o Narodowym Banku Polskim (NBP), dotyczących działania na rzecz budowania stabilnego systemu finansowego i organizowania rozliczeń pieniężnych[141]. Szereg form właściwych dla nadzoru systemowego leżało w kompetencjach Komisji Nadzoru Finansowego (KNF), w szczególności w zakresie systemu rozrachunku papierów wartościowych. Ustawa o nadzorze makroostrożnościowym została wprowadzona w Polsce w roku 2015[142] w ramach wdrożenia zalecenia nr 2011/3 Europejskiej Rady ds.

---

[138] P. Stanisławiszyn, *Nadzór makroostrożnościowy w Unii Europejskiej. Jak bardzo potrzebny? Jak bardzo skuteczny?* [w:] W. Rogowski (red.), *Nowe koncepcje i regulacje nadzoru finansowego*, Oficyna Wydawnicza Instytutu Allerhanda, Kraków-Warszawa 2014.

[139] Z. Szpringer, *Unia Bankowa*, Seria „Infos", nr 3, Kancelaria Sejmu RP, Warszawa 2013.

[140] W. Szpringer, *Prawo i Ekonomia…*, *op. cit*., s. 103.

[141] Ustawa o NBP, art. 3.

[142] Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym, Dz.U. 2015 poz. 1513.

Ryzyka Systemowego[143] oraz rozporządzenia UE nr 575/2013[144]. Jej celem jest identyfikacja, ocena i monitoring ryzyka systemowego oraz podejmowanie działań celem minimalizacji tego ryzyka. Ustawa wprowadza do polskiego prawa dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2013/36/UE[145] w zakresie procedur ustalania buforów kapitałowych. Ustawa powołała do życia Komitet Stabilności Finansowej (KSF) jako organ nadzoru makroostrożnościowego, na który składają się wszystkie kluczowe podmioty sieci bezpieczeństwa finansowego. W kompetencji KSF znalazły się uprawnienia w zakresie wskazywania instytucji o znaczeniu systemowym i ustalanie buforów kapitałowych. Podział władzy w KSF stanowi próbę równoważenia wpływów jego członków[146].

1.3.1. Stabilność finansowa jako cel Narodowego Banku Polskiego

Według Narodowego Banku Polskiego (NBP) stabilność systemu finansowego to stan, w którym pełni on swoje funkcje w sposób efektywny i ciągły, nawet w sytuacji niekorzystnych i nieoczekiwanych zakłóceń o znaczącej skali[147]. Zaburzenia w jego funkcjonowaniu, a także w jego efektywności działania mają negatywny wpływ na przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe. Prowadzone przez banki centralne analizy i badania oraz publikowane przez nie raporty mają na celu wzmacnianie stabilności finansowej poprzez upublicznianie informacji o czynnikach ryzyka oraz ocenę jego odporności na ewentualne zaburzenia. Lepsze zrozumienie ryzyka występującego w systemie finansowym, jego skali i zakresu, sprzyja zachowaniu stabilności finansowej. Jest to wynik samodzielnej korekty działań uczestników rynku finansowego podejmujących nadmierne ryzyko, bez ingerencji regulatora w mechanizmy rynkowe. Stabilny system finansowy odgrywa kluczową rolę w procesie realizacji głównego celu banku centralnego, tj. utrzymania stabilnego poziomu cen. Tworzy on w ten sposób podstawę i jest koniecznym warunkiem osiągnięcia długookresowego zrównoważonego wzrostu gospodarczego.

Podstawowym zadaniem NBP jest utrzymanie stabilności cen, która z kolei jest silnie związana ze stabilnością systemu finansowego. Główną rolę w przekazywaniu do strefy realnej impulsów polityki pieniężnej odgrywa właśnie system finansowy, a jego niesta-

[143] Zalecenie nr 2011/3 Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego z 22 grudnia 2011 r. w sprawie mandatu makroostrożnościowego organów krajowych.

[144] Rozporządzenie UE nr 575/2013 z 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych.

[145] Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2013/36/UE z 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi.

[146] W zakresie nadzoru makroostrożnościowego KSF przewodniczy Prezes NBP, w zakresie zaś zarządzania kryzysowego, w sytuacji zagrożenia dla stabilności systemu finansowego, przewodniczy minister finansów.

[147] Narodowy Bank Polski, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html (dostęp 17.11.2015).

bilność mogłaby tę politykę i jej skuteczność utrudniać. Na NBP nałożone jest ustawowe zadanie podejmowania działań w celu tworzenia warunków dla budowania stabilności polskiego systemu finansowego oraz rozwoju systemu bankowego[148]. NBP współuczestniczy w formułowaniu skutecznej polityki regulacyjnej i nadzorczej, której niezbędnym elementem jest analiza stabilności systemu finansowego. Przyczyniają się one, wraz z polityką pieniężną, do osiągnięcia zrównoważonego wzrostu gospodarczego.

Aktywa sektora bankowego stanowią dwie trzecie całości polskiego systemu finansowego i dlatego zachowanie stabilności sektora bankowego ma największe znaczenie dla utrzymania stabilności systemu finansowego. Banki są kluczowe dla finansowania gospodarki i w rozliczeniach pieniężnych, a także dostarczają instrumenty do zarządzania ryzykiem finansowym. Z tego względu NBP przykłada dużą wagę do analizy i oceny zagrożeń mogących mieć wpływ na stabilność banków. Powierzenie NBP organizacji rozliczeń pieniężnych[149] jest kolejną przesłanką na rzecz zaangażowania banku centralnego w celu zapewnienia stabilnego systemu finansowego. Stabilność instytucji finansowych, które współtworzą systemy płatnicze, jest warunkiem koniecznym dla ich sprawnego działania.

Narodowy Bank Polski publikuje *Raport o stabilności systemu finansowego* w okresach półrocznych. Raport prezentuje wyniki analizy stabilności systemu finansowego i zawiera ocenę odporności systemu finansowego na ewentualne bieżące zaburzenia. Pełniejsze zrozumienie zakresu i skali ryzyka w systemie finansowym sprzyja zachowaniu stabilności finansowej, a polityka informacyjna NBP jest istotnym elementem utrzymania stabilności systemu finansowego. Na stabilność systemu finansowego wpływ mają uwarunkowania o charakterze zewnętrznym, na które składa się sytuacja: makroekonomiczna, na rynkach finansowych oraz na rynku mieszkaniowym.

Polski system finansowy zachowuje się stabilnie, chociaż źródłem istotnych zagrożeń pozostaje międzynarodowe otoczenie polskiej gospodarki. Powoduje ono, że system finansowy, a szczególnie sektor bankowy, musi utrzymywać wysoką odporność. Nadto zdarzeniem, które może znacząco negatywnie wpłynąć na bezpieczeństwo sektora bankowego, a w konsekwencji na finansowanie gospodarki, jest rozważana restrukturyzacja walutowych kredytów hipotecznych (udzielonych głównie we frankach szwajcarskich)[150].

Zasadniczą kwestią w zakresie kształtowania stabilności finansowej jest zachowanie odporności sektora bankowego na spowolnienie gospodarcze i zaburzenia rynkowe. Wyniki symulacji i testów warunków skrajnych, które służą do badania wrażliwości polskich banków na materializację warunków skrajnie niekorzystnych, wskazały na nadal dobrą odporność, chociaż gorszą w stosunku do poprzedniego okresu. Gorsza odporność sektora bankowego wynikała z niższej zyskowności, której głównymi przyczynami były: niskie stopy procentowe, wprowadzony podatek od aktywów,

[148] Ustawa o Narodowym Banku Polskim z 29 sierpnia 1997 r., (Dz.U. z 2013 r. poz. 908, z późn. zm.), art. 3 ust. 2 pkt 6 i 6a.

[149] *Ibidem*, art. 3 ust. 2 pkt 1.

[150] *Raport o stabilności systemu finansowego*, informacja dla prasy, Narodowy Bank Polski, Warszawa, 10 lutego 2016 r., http://www.nbp.pl/systemfinansowy/rsf022016kom.pdf (dostęp 23.03.2016).

zwiększone koszty z tytułu opłat na odbudowę i wzmocnienie BFG oraz składki na Fundusz Wsparcia Kredytobiorców.

Tab. 3. **Syntetyczna ocena stabilności polskiego systemu finansowego w II połowie 2015 r.**

Obszar oceny	Zmiana w okresie od ostatniej edycji „Raportu”
Bieżąca sytuacja finansowa sektora bankowego	▼
Zdolność do absorbowania szoków przez sektor bankowy	▼▼
Bieżąca sytuacja finansowa sektora SKOK	▶
Bieżąca sytuacja finansowa sektora niekredytowych instytucji finansowych	▶
Perspektywy otoczenia polskiej gospodarki	▲
Syntentyczna ocena perspektyw stabilności krajowego systemu finansowego	▼

▲▲ istotne polepszenie
▲ polepszenie
▶ bez zmian
▼ pogorszenie
▼▼ istotne pogorszenie

Źródło: *Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, luty 2016, prezentacja, s. 5.

Polski bank centralny przestrzegł przed działaniami osłabiającymi odporność sektora bankowego i jego możliwości budowy buforów kapitałowych. Szczególnie niekorzystny wpływ mogłaby mieć rozważana restrukturyzacja portfela walutowych kredytów hipotecznych. Według szacunków NBP sam koszt bezpośredni przeliczenia kapitału kredytów, biorąc pod uwagę konieczność ujęcia jednorazowego tego obciążenia w wynikach banków, spowodowałby stratę dla około 70% sektora bankowego.

Stabilność systemu finansowego to stan, w którym nie jego poszczególne instytucje, ale system jako całość wypełnia prawidłowo swoje główne funkcje. Może on być stabilny mimo zakłóceń w funkcjonowaniu pojedynczych podmiotów czy całych segmentów. Stan ten jednak nie może powodować znaczących zaburzeń ciągłości usług finansowych w gospodarce lub wymagać znaczącego wsparcia sektora finansowego ze środków publicznych.

W ocenie NBP sytuacja w sektorze bankowym, który stanowi największy segment polskiego systemu finansowego, pozostawała dobra i stabilna. Banki wykazały odporność nawet na znaczące pogorszenie warunków działalności, co potwierdził znacząco wyższy od wymagań minimalny poziom współczynników kapitałowych, a także niskie wskaźniki dźwigni finansowej. Bezpieczny poziom wskaźników osiągnięto mimo obniżenia się marży odsetkowej i pozaodsetkowej netto, które wpłynęły na pogorszenie się wyników banków, będących głównym źródłem tworzenia bufo-

rów kapitałowych. Bank centralny spodziewa się dalszego spadku zysków sektora bankowego w związku z obciążeniami na rzecz Funduszu Wsparcia Kredytobiorców, wzrostem opłat na BFG i wprowadzonym podatkiem bankowym.

Na przestrzeni ostatnich trzech lat dynamika przyrostu akcji kredytowej w sektorze niefinansowym była zbliżona do tempa wzrostu PKB. Jest to bezpieczne dla stabilności finansowej, nie powoduje nierównowagi i nie jest przeszkodą dla wzrostu gospodarczego. Banki mają dobrą sytuację płynnościową. Mała jest luka finansowania[151], wysoki jest udział depozytów detalicznych w pasywach, a zależność od finansowania rynkowego, które charakteryzuje się mniejszą stabilnością, jest niewielka.

Przeprowadzone testy warunków skrajnych, które objęły cykliczne badanie szoku makroekonomicznego, szoku rynkowego i szoku płynnościowego, potwierdziły wysoką odporność sektora bankowego. Przeprowadzona analiza nie uwzględniała restrukturyzacji walutowych kredytów hipotecznych. Przewalutowanie kredytów w tak dużej skali mogłoby spowodować dalszą negatywną rewizję wiarygodności kredytowej polskiego długu. Trudność odbudowy wymaganych buforów kapitałowych wynika z wprowadzonego podatku od aktywów. NBP wskazał na te zagrożenia, które powinny być uwzględnione w toczących się pracach nad restrukturyzacją walutowych kredytów hipotecznych. W polskiej gospodarce nie występują nierównowagi, które mogłyby stanowić zagrożenie dla wzrostu gospodarczego i bezpieczeństwa działania instytucji finansowych.

Obok wyników badań ryzyka systemowego *Raport o stabilności systemu finansowego* przedstawia także rekomendacje dla bezpośredniego lub pośredniego zmniejszenia ryzyka systemowego oraz zwiększenia odporności systemu finansowego w Polsce. NBP, w ramach bieżących zagadnień stabilnościowych, które wybijały się w ramach danego okresu informacyjnego, rekomendował m.in.[152]:

- powstrzymanie się od działań mogących stanowić zagrożenie dla stabilności systemu finansowego, a w szczególności w obszarze portfela walutowych kredytów hipotecznych;
- monitoring wpływu nowych obciążeń fiskalnych instytucji finansowych na sprawność działania systemu finansowego oraz przeciwdziałanie negatywnym skutkom ubocznym;
- zapewnienie przez banki adekwatnych buforów dochodowych u kredytobiorców długoterminowych finansujących się na bazie zmiennej stopy procentowej, na wypadek wzrostu poziomu stóp procentowych.

Zidentyfikowany przez NBP problem kredytów długoterminowych, opartych na zmiennej stopie procentowej, dotyczy całego rynku hipotecznych kredytów mieszkaniowych. W przypadku walutowych kredytów hipotecznych zastosowane bufory dochodowe okazały się niewystarczające w sytuacji gwałtownej aprecjacji franka szwajcarskiego w stosunku do złotego. Jakość kredytowa tego portfela jest nadal lepsza niż

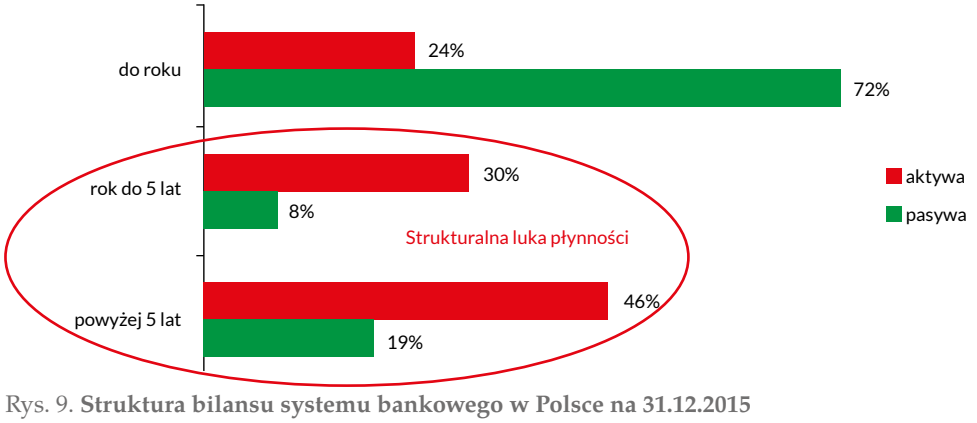
[151] Luka finansowania to różnica między sumą kredytów dla sektora niefinansowego, rządowego i samorządowego, a sumą depozytów przyjętych od tych sektorów, wyrażona jako procent wartości kredytów.

[152] *Raport o stabilności systemu finansowego…, op. cit.*

portfela złotowego. Niemniej powstała silna presja społeczna, która doprowadziła do aktualnie debatowanej restrukturyzacji walutowych kredytów hipotecznych, stanowiącej obecnie największe bezpośrednie zagrożenie dla stabilności polskiego systemu finansowego. Podobnie negatywny efekt może przynieść wzrost złotowych stóp procentowych, które są na historycznie niskim poziomie. Implikowałoby to bardzo poważny problem społeczny, większy niż w przypadku walutowych kredytów hipotecznych. W odróżnieniu od ryzyka walutowego prawdopodobieństwo wzrostu stóp procentowych w przyszłości jest nie tylko większe, co graniczące z pewnością. Pytaniem nie jest, czy stopy wzrosną, tylko w jakiej skali i w jakim przedziale czasu, oraz czy płynność finansowa konsumentów wytrzyma zwiększone obciążenie z tytułu wzrostu raty kredytowej. Jak pokazuje przykład kredytów frankowych, nadal nie gwarantuje to zniesienia poważnego ryzyka systemowego. Jednym ze sposobów ograniczenia tego ryzyka jest rozwój emisji listów zastawnych opartych na stałej stopie procentowej. Obszarem kwalifikującym się do listy ryzyk systemowych, którego waga nie została dotąd wystarczająco doceniona przez NBP, jest również strukturalna luka płynności. Zagadnienie to jest tym bardziej poważne, że nakłada się na zidentyfikowane wyżej ryzyko wynikające z finansowania długoterminowych kredytów hipotecznych na bazie zmiennej stopy procentowej.

1.3.2. Strukturalna luka płynności

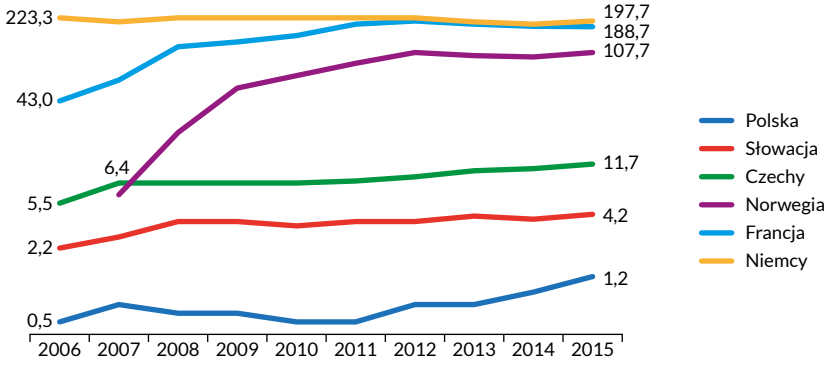
Głównym niedocenianym źródłem ryzyka systemowego w Polsce pozostaje niedopasowanie struktury terminowej aktywów i pasywów. Strukturalna luka płynności ma swoje źródło w tym, że długoterminowe kredyty, a szczególnie mieszkaniowe kredyty hipoteczne są finansowane przez banki za pomocą krótkoterminowych depozytówi tzw. osadów na rachunkach bieżących. Aktywa sektora bankowego o zapadalności powyżej 1 roku utrzymują się w ostatnich latach na poziomie 1,2 bln złotych, podczas gdy odpowiednie pasywa stanowią zaledwie 1/3 tej wielkości (według stanu na koniec 2015 roku). Do tego więcej niż 1/3 aktywów banków o zapadalności ponad rok i około 40% przyrostu w puli kredytów w Polsce stanowią hipoteczne kredyty mieszkaniowe.



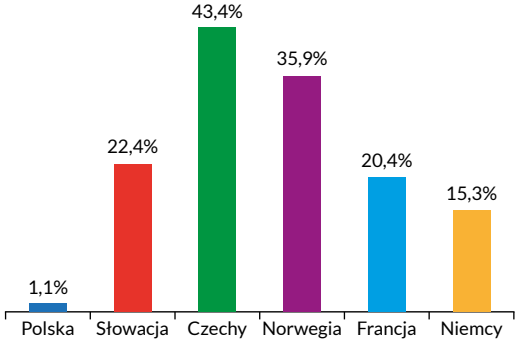
Rys. 9. **Struktura bilansu systemu bankowego w Polsce na 31.12.2015**

Źródło: opracowanie własne na podstawie publikacji *Raport o sytuacji banków w 2015 r.*, A. Kotowicz (red.), Urząd Komisji Nadzoru Bankowego, Warszawa 2016 r., s. 64.

Duża dysproporcja w strukturze zapadalności aktywów i terminów wymagalności pasywów tworzy ryzyko płynności i zdaniem Komisji Nadzoru Finansowego niezbędne jest podjęcie przez banki skutecznych działań w kierunku pozyskania stabilnych, długoterminowych źródeł finansowania. Potrzeba ta wynika z konieczności wypełnienia wymagań płynności strukturalnej (*CRD IV*). Do rozwiązania tego problemu może przyczynić się uaktywnienie emisji przez banki obligacji długoterminowych, których – w przeciwieństwie do depozytów – nie można zerwać przed terminem zapadalności[153]. Wzrost bezpieczeństwa systemu bankowego stymulowałby rozwój obligacji zabezpieczonych, a szczególnie listów zastawnych, cieszących się wśród inwestorów najwyższą wiarygodnością kredytową. Wiarygodność ta w krajach borykających się z kryzysem finansowym jest wyższa niż obligacji rządowych. Także w przypadku emisji polskich listów zastawnych, pod rządami znowelizowanej ustawy, mogą one liczyć na istotną premię w ocenie kredytowej (*up-lift*) w stosunku do ratingu emitenta, powyżej ratingu obligacji rządowych.



Rys. 10. **Rynek listów zastawnych w wybranych krajach UE w latach 2006–2015 (w mld EUR)**
Źródło: W. Kälberer (red.), *2016 ECBC European Covered Bond Fact Book*, ECBC Publication, 11th edition, Brussels August 2016.



Rys. 11. **Finansowanie kredytów hipotecznych za pomocą listów zastawnych w wybranych krajach UE w roku 2014**
Źródło: W. Kälberer (red.), *2016 ECBC European Covered Bond…*, *op. cit.* oraz *Hypostat 2015. A review of Europe's mortgage and housing markets*, European Mortgage Federation, September 2015.

[153] *Rekomendacje dla zwiększenia bezpieczeństwa polskiego systemu bankowego poprzez rozwój rynku listów zastawnych*, Kongres Bankowości Detalicznej, Warszawa 2013.

Według opinii analityków agencji ratingowej Fitch, ratingi listów zastawnych dla których podstawą są kredyty walutowe (w euro i frankach szwajcarskich), nie mają możliwości osiągnięcia poziomów cenowych emisji w złotych z uwagi na ryzyko walutowe oraz dodatkowo ryzyko polityczne dyskutowanej ustawy o pomocy „frankowiczom". Prawdopodobnie rating takich instrumentów ograniczony byłby do poziomu długu niezabezpieczonego plus maksymalnie do dwóch punktów, w związku z ochroną listów zastawnych w przypadku postępowania upadłościowego emitenta. W zakresie walutowych kredytów hipotecznych kluczowe będą rozstrzygnięcia ustawowe co do wsparcia kredytobiorców we frankach.

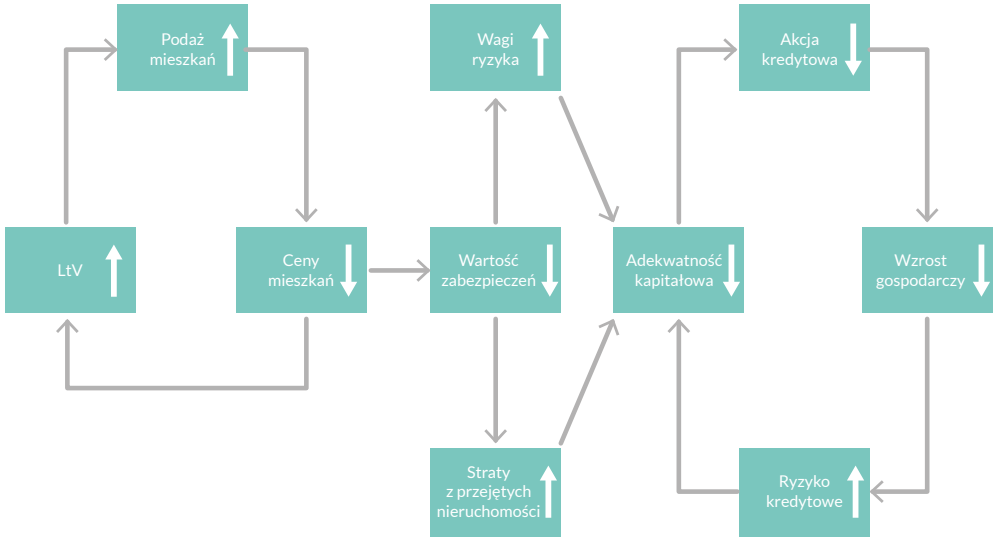
Mimo że ustawa o listach zastawnych została uchwalona w roku 1997, to polski rynek listów zastawnych pozostaje w początkowej fazie rozwoju. Działają na nim jedynie trzy banki hipoteczne: mBank Hipoteczny, Pekao Bank Hipoteczny i PKO Bank Hipoteczny, a finansowanie kredytów hipotecznych za pomocą listów zastawnych jest marginalne. Podczas gdy finansowanie hipotecznych kredytów mieszkaniowych w krajach Europejskiego Obszaru Gospodarczego przeciętnie wynosi ponad 20%, w Polsce ledwie przekracza 1%.

Ryzyko destabilizacji polskiego systemu finansowego ulega zwiększeniu. Zmniejsza się zdolność banków do generowania zysków i budowania buforów kapitałowych na wypadek ewentualnych zaburzeń. Nad sektorem bankowym ciąży ryzyko restrukturyzacji kredytów frankowych, która może istotnie osłabić stabilność systemową. Do tego głównym niedocenianym źródłem ryzyka systemowego pozostaje w Polsce brak dopasowania struktury terminowej w zakresie aktywów i pasywów, które w szczególności dotyczy mieszkaniowych kredytów hipotecznych. Sytuacja ta w ostatnich latach istotnie się nie zmieniła i nie uległa poprawie. Banki mają dużą zdolność do transformacji walut i terminów zapadalności, ale jak pokazuje praktyka, bezpieczeństwo takiego modelu finansowego jest dobre tylko wtedy, gdy rynki działają efektywnie. Z chwilą pojawienia się zaburzeń i reakcji łańcuchowej na rynkach model ten przestaje działać. Tak jak wcześniej na rynkach międzynarodowych wyczerpał się model pożyczania w japońskim jenie i inwestowania w innych walutach (*carry forward*), tak aktualnie jesteśmy obserwatorami fluktuacji modelu finansowania walutowego na polskim rynku kredytów hipotecznych. Działając *ex ante*, należałoby uporządkować problem terminów zapadalności, zanim sytuacja przybierze rozmiary bieżącego zagrożenia systemowego. Tak jak NBP nie dostrzegał istotnego zagrożenia w historycznym portfelu hipotecznych kredytów walutowych do czasu, gdy pojawiły się propozycje jego restrukturyzacji, tak obecnie nie kwalifikuje on strukturalnej luki płynności jako zagrożenia systemowego. Po stronie bankowej trudne do wyobrażenia jest finansowanie inwestycji klienta kredytem w rachunku bieżącym, a to właśnie robią banki, finansując kredyty hipoteczne. Udzielają one finansowania długoterminowego za pomocą krótkoterminowych depozytów i osadów na rachunkach bieżących. Sytuacja ta ewidentnie stwarza ryzyko ciągłości finansowania akcji kredytowej hipotecznych kredytów mieszkaniowych. Do tego blisko połowa finansowania hipotecznego jest ciągle denominowana w walutach obcych, co stwarza dodatkowe ryzyko systemowe. Rozważana restrukturyzacja dobrych jakościowo hipotecznych kredytów walutowych, która nie ma uzasadnienia systemowego, stanowić będzie niebezpiecz-

ny precedens dla ewentualnego domagania się w przyszłości restrukturyzacji hipotecznych kredytów mieszkaniowych udzielonych w złotych, opartych na zmiennej stopie procentowej. Sytuacja ta kreuje zwiększone ryzyko systemowe i sprawia, że polski sektor bankowy staje się bardziej podatny na szoki zewnętrzne w otoczeniu, które ciągle nie może uporać się z wyjściem z kryzysu finansowego.

1.3.3. Projekt restrukturyzacji hipotecznych kredytów walutowych

Przykładem poważnego zagrożenia dla stabilności finansowej z obszaru bankowości hipotecznej jest dyskutowana obecnie w Polsce restrukturyzacja walutowych kredytów hipotecznych. Mimo że nowe kredyty hipoteczne są w 99% udzielane w złotych, to kredyty walutowe nadal stanowią około 43% portfela aktywnych umów kredytowych. W odpowiedzi na projekt ustawy restrukturyzacji hipotecznych kredytów walutowych przygotowanej przez Kancelarię Prezydenta RP Urząd Komisji Nadzoru Finansowego przeprowadził badanie i oszacował skutki tej propozycji[154].



Rys. 12. **Spirala makrofinansowa restrukturyzacji kredytów frankowych**
Źródło: *Raport o stabilności systemu finansowego*, Narodowy Bank Polski, luty 2016, prezentacja, s. 33.

KNF objęła badaniem wszystkie banki działające w Polsce, w których bilansach znajdowały się należności walutowe podmiotów niefinansowych[155]. Kwalifikowane banki stanowiły istotny udział w zagregowanych aktywach (88%) i kapitałach (90%) sektora bankowego w Polsce. Propozycja ta dotyczyła kredytów i pożyczek aktywnych,

[154] *Informacja w zakresie skutków projektu ustawy o sposobach przywrócenia równości stron niektórych umów kredytu i umów pożyczki. Wpływ na instytucje kredytowe*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2016.

[155] Według stanu na 30 listopada 2015 roku.

ale także spłaconych oraz spisanych w ciężar rezerw i odpisów. Łączna kwota zwrotu z tytułu różnic kursowych wyniosła 15,2 mld złotych, z czego 12,1 mld złotych dotyczyło kredytów i pożyczek pozostających w bilansach banków. Istotną kwotę w tej wartości stanowił zwrot różnic kursowych pobranych w chwili udzielania finansowania.

Wpływ proponowanej ustawy oszacowano dla czterech scenariuszy wynikających z zapisów ustawy[156] i przyjęto dwa warianty:

A. stałego kursu wymiany złotego i stawki oprocentowania z dnia 31 grudnia 2015 roku,
B. stałego kursu wymiany złotego powiększonego o 25% w stosunku do stawki oprocentowania z dnia 31 grudnia 2015 roku.

Przyjęto założenie, że banki odzyskają od 50% (założenie I) do 85% (założenie II) aktualnej wartości zabezpieczenia. Niższa wartość nieruchomości została założona z tytułu zwiększonej podaży (po masowym przejęciu przez banki) i przyspieszonej sprzedaży.

Wariant B, będący testem warunków skrajnych dla procesu restrukturyzacji, uwzględniono w analizie z uwagi na istotne prawdopodobieństwo jego materializacji w kontekście silnego osłabienia złotego w latach 2008–2009 oraz możliwego zaburzenia rynku walutowego w procesie restrukturyzacji. Wariant B stanowił pewien punkt odniesienia, ale nawet jego częściowa realizacja istotnie zwiększała koszty restrukturyzacji.

Proponowana restrukturyzacja, niezależnie od przyjętego wariantu i scenariusza, powodowała bardzo wysokie obciążenia dla banków, od 44,6 mld złotych (scenariusz 3) do 67,2 mld złotych (scenariusz 2). Najbardziej prawdopodobny wariant (scenariusz 4), stanowił kombinację udziałów scenariuszy 1–3, zależnie od profilu portfeli kredytowych poszczególnych banków. Skutki tego scenariusza były następujące:

- Mimo dużych kosztów restrukturyzacji (66,9 mld złotych) współczynnik kapitałowy sektora bankowego wyniósł 10,56%.
- Zmniejszenie funduszy własnych poszczególnych banków determinowane było udziałem w aktywach banku portfela hipotecznych kredytów walutowych, aktywnością kredytową banku w latach 2007–2008, a także jego efektywnością i siłą buforów dochodowych.
- W konsekwencji wystąpiłoby niesymetryczne obciążenie banków. Dla pewnej grupy banków zmniejszenie funduszy własnych byłoby istotne i ich poziom po restrukturyzacji nie spełniałby wymogów regulacyjnych.
- W przypadku sześciu banków łączny poziom współczynnika kapitałowego (*TCR*) nie spełniałby wymogu 8%, a w przypadku czterech spadłby poniżej 4%. Banki te były istotne z punktu widzenia stabilności systemu finansowego. Posiadały one 344,7 mld złotych aktywów, 208,5 mld złotych depozytów sektora niefinansowego, z czego 137,8 mld złotych środków gwarantowanych przez BFG (co stanowiłoby 22% udziału w sektorze bankowym).

[156] Scenariusze zgodnie z odpowiednimi artykułami projektu ustawy: scenariusz 1 (art. 5), scenariusz 2 (art. 6), scenariusz 3 (art. 7). W scenariuszu 4 bank szacował opłacalność restrukturyzacji dla konsumenta i zakładał najbardziej prawdopodobny wariant, który będzie przez niego wybrany (ze scenariuszy 1–3).

- Restrukturyzacja mogłaby spowodować reakcję rynku prowadzącą do osłabienia złotego. Warunki zbliżone do wariantu B byłyby więc racjonalnie prawdopodobne. W rezultacie wskazanego przez banki scenariusza 4B (uwzględniającego osłabienie złotego), jako najbardziej prawdopodobnego, łączne obciążenie banków wzrosłoby do 103,4 mld złotych, co stanowiłoby około dwóch trzecich funduszy własnych sektora bankowego.
- Obniżenie współczynnika kapitałowego (*TCR*) poniżej 4% w wariancie 2 dotyczyłoby sześciu banków. Banki te były istotne w sektorze finansowym, a ich łączna wartość aktywów wynosiła 382,7 mld złotych.
- Obniżenie *TCR* poniżej 50% wymaganego poziomu byłaby przesłanką ich likwidacji[157], w następstwie czego zagrożone byłyby depozyty klientów w tych bankach. Koszty obciążyłyby budżet państwa z tytułu BFG (do kwoty 100 tys. euro na klienta) oraz samych klientów sektora niefinansowego (dla nadwyżki powyżej 100 tys. euro na klienta).

Tab. 4. **Koszty restrukturyzacji kredytów walutowych w wariancie najbardziej prawdopodobnym (scenariusz 4)**

Rodzaj obciążenia	Przyczyna obciążenia	Warunek zaistnienia	Wariant A	Wariant B
Obciążenia banków	Restrukturyzacja kredytów	Realizacja restrukturyzacji	66,9 mld zł	103,4 mld zł
Obciążenia budżetu państwa	Wypłata środków gwarantowanych	Zagrożenie działalności banku*	137,8 mld zł	144,3 mld zł
Obciążenia konsumentów	Brak możliwości wypłaty depozytów	Zagrożenie działalności banku*	70,7 mld zł	77,9 mld zł

(*) *TCR* < 4%

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Informacji w zakresie skutków projektu…*, *op. cit.*, s. 10.

Zgodnie z obowiązującymi regulacjami przewalutowanie kredytu i umorzenie jego części wymagałoby rozpoznania w księgach rachunkowych według wartości godziwej w ujęciu jednorazowym. Projektowana ustawa w zaproponowanym kształcie powodowałaby poważne skutki finansowe, które mogłyby nie tylko zaburzyć stabilność finansową indywidualnych banków, ale prowadzić do utraty zaufania do systemu finansowego jako całości, a nawet doprowadzić do kryzysu finansowego.

Aktualnie prowadzone prace nad tzw. ustawą frankową, według stanu na początek 2017 roku, uwzględniają ostrzeżenia nadzoru i można oczekiwać, że ewentualne rozwiązanie będzie istotnie mniejszym obciążeniem dla banków, w porównaniu z pierwotną propozycją. Niemniej jednak, podobnie jak podatek bankowy, obniży ono zdolność banków do tworzenia buforów kapitałowych i płynnościowych oraz do finansowania akcji kredytowej. Tym samym zmniejszyłaby się więc także zdolność banków do finansowania kredytów hipotecznych. Docelowo można się spodziewać,

[157] Zgodnie z obowiązującą Ustawą Prawo bankowe (art. 147).

że banki przeniosą z premią wzrost kosztów działalności na konsumenta. Podwyżka ta nie musi dotyczyć tylko marży kredytów hipotecznych, ale może objawiać się także we wzroście cen innych usług bankowych. W świetle prac nad restrukturyzacją walutowych kredytów hipotecznych emisja listów zastawnych opartych na aktywach walutowych (np. kredytów frankowych) miałaby dużą trudność w uplasowaniu na rynku ze względu na wysokie ryzyko prawne i wiązałaby się z istotnie niższym ratingiem i odpowiednio wyższym kosztem finansowania w stosunku do aktywów opartych na pierwszorzędnych kredytach złotowych.

1.3.4. Podatek bankowy a stabilność finansowa i listy zastawne

Liderzy G-20 w roku 2000 rozważali wprowadzenie globalnego podatku bankowego, jako kompensaty masowej pomocy publicznej, ale koncepcja ta nie została zrealizowana[158]. Nic nie wskazuje również na wprowadzenie jednolitego podatku bankowego w UE, a z uwagi na negatywne skutki dla sektora bankowego i całej gospodarki rząd Węgier planuje obniżenie najwyższego do niedawna podatku w UE od działalności bankowej.

W listopadzie 2015 roku Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową (IBnGR) opublikował stanowisko[159] będące opinią środowiska bankowego na etapie procesu legislacyjnego wobec planów wprowadzenia podatku bankowego w Polsce. W opracowaniu wskazano, że wprowadzony w ostatnich latach w niektórych krajach podatek bankowy był reakcją na hazard moralny banków i bardzo wysokie koszty, które w efekcie ponieśli podatnicy[160]. Prywatne banki doprowadziły do kryzysu finansowego i uratowane zostały w ramach olbrzymiej pomocy publicznej[161], więc w konsekwencji winny te środki zwrócić do budżetu. Koszty zapobieżenia katastrofie systemu finansowego w niektórych krajach były tak wysokie, że na krawędzi bankructwa stanęły same państwa[162]. W Polsce taka sytuacja się nie wydarzyła z uwagi na sprawny nadzór bankowy, który podjął adekwatne, restrykcyjne działania profilaktyczne.

Argumentem za wprowadzeniem podatku bankowego w Polsce była wysoka stopa zwrotu z kapitału, z tytułu m.in. zwolnienia z podatku VAT usług finansowych. Prowadziło to do opinii, że niskie obciążenie sektora bankowego, przy nadmiernie wysokich jego kosztach, prowadzi do niezasłużenie wysokiej rentowności banków. Opinia ta dałaby się obronić w przeszłości, ale obecnie nie znajduje potwierdzenia.

---

[158] P. Deca i P. Masiukiewicz, *Podatek bankowy*, C.H. Beck, Warszawa, grudzień 2013.

[159] L. Pawłowicz, *Stanowisko Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową wobec opodatkowania banków w Polsce*, Bankowy Fundusz Gwarancyjny, „Bezpieczny Bank" nr 4(61)/2015, Warszawa 2015.

[160] *Rentowność sektora bankowego w Polsce*, Raport Deloitte i IBnGR, Kongres Bankowości Detalicznej, listopad 2015.

[161] Pomoc w Unii Europejskiej na ratowanie banków w postaci zasilenia kapitałowego, pożyczek i gwarancji wyniosła 10,3% PKB UE z 2008 roku.

[162] Na przykład dług publiczny w Irlandii był przed kryzysem finansowym najniższy w strefie euro i wynosił 25%, a w jego trakcie urósł do 123% w roku 2014.

W okresie od rozpoczęcia ostatniego kryzysu finansowego rentowność sektora bankowego w Polsce jest na poziomie rentowności innych sektorów gospodarki[163]. Średni zwrot z kapitału (*ROE*) w sektorze bankowym wynosi około 10% i jest znacząco niższy niż w np. w przemyśle chemicznym czy w budownictwie[164]. Ponadto przewidywana stopa zwrotu w roku 2016 i kolejnych latach będzie istotnie niższa z uwagi na dodatkowe opłaty, w tym na rzecz BFG i funduszu wsparcia kredytobiorców. Dodatkowym obciążeniem jest planowana ustawa restrukturyzująca walutowe kredyty mieszkaniowe. Tak więc nawet bez dodatkowego podatku banki będą realnie obciążone istotnie wyższą stopą opodatkowania. Dodatkowy podatek bankowy powodujący niską stopę zwrotu z kapitału może zniechęcić inwestorów do polskiego sektora bankowego i obniżyć jego bezpieczeństwo, które było jednym z atutów polskiej gospodarki.

Krótkoterminowy cel fiskalny nie jest spójny z długoterminowym celem stabilnościowym opodatkowania sektora bankowego. Przeważająca część krajów UE, w których wprowadzono podatek bankowy, wykorzystuje uzyskane wpływy na powiększanie funduszy stabilizacyjnych (np. Niemcy, Belgia, Szwecja, Portugalia, Słowacja czy Cypr). Z punktu widzenia stabilności systemu finansowego rozwiązaniem korzystniejszym byłoby takie sprofilowanie obciążenia, które stymuluje większe bezpieczeństwo systemu poprzez zasilenie funduszy stabilizacyjnych, tj. w przypadku Polski – BFG[165].

Kraje, które wprowadziły podatek bankowy, oparły go o różne podstawy[166]. W UE zdecydowanie najwięcej krajów przyjęła jako podstawę opodatkowania pasywa banków, pomniejszone o kapitały własne. IBnGR[167] zarekomendował dodatkowy podatek od zysków jako najprostsze rozwiązanie, podkreślając, że powinno ono mieć charakter systemowy i prowadzić do poprawy stabilności finansowej.

Od lutego 2016 roku obowiązuje w Polsce podatek od aktywów sektora finansowego, obejmujący m.in. banki, SKOKi, firmy ubezpieczeniowe i pożyczkowe. Zdecydowano się na najwyższą skalę opodatkowania wśród obowiązujących regulacji w wysokości 0,44% rocznie[168]. Próg podatkowy został określony w wysokości 4 mld złotych dla banków i spółdzielczych kas oszczędnościowo kredytowych[169]. Z podatku zwolniony został Bank

---

[163] *Rentowność sektora bankowego w Polsce…, op. cit.*

[164] *Średnie stopy zwrotu spółek GPW z podziałem na sektory*, http://www.biznesradar.pl/sektory-gpw/ (dostęp 26.03.2016) oraz *Rentowność sektora bankowego…, op.cit.*

[165] Poza wpłatami na fundusz pomocowy, banki ponoszą na rzecz BFG opłatę stabilizacyjną. Gwarantowane wypłaty deponentom obniżyły fundusz BFG w 2015 roku o około 3 mld złotych. W efekcie w roku 2015 nastąpił 80% wzrost obciążenia banków na BFG do kwoty około 2,2 mld złotych. Ten swoisty parapodatek stanowi około 0,24 aktywów ważonych ryzykiem i można przypuszczać, że nie zmniejszy się on w najbliższym czasie z uwagi na trwającą restrukturyzację sektora SKOK i bankowości spółdzielczej.

[166] Na przykład podatek od wielkości aktywów, wielkości pasywów, od transakcji lub podwyższony CIT. Modele, wady i zalety różnych rozwiązań przedstawiono w: M. Marcinkowska, *Dodatkowe podatki i opłaty od banków – potrzeby praktyki i dylematy teorii finansów*, Prace Naukowe UE we Wrocławiu Nr 170 oraz K. Jajuga (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Problemy wiodące,* Wrocław 2011, s. 100–127.

[167] *Stanowisko Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową…, op. cit.*

[168] *Ustawa o podatku od niektórych instytucji finansowych* z 15 stycznia 2016 (Dz.U. 2016 poz. 68).

[169] 2 mld złotych dla firm ubezpieczeniowych i 200 mln złotych dla firm pożyczkowych.

Gospodarstwa Krajowego i inne banki państwowe, które mogą powstać w przyszłości. Zgodnie z ustawą firmy ubezpieczeniowe i pożyczkowe nie mogą się sztucznie dzielić, aby obejść podatek, a limit aktywów, powyżej którego należny jest podatek, dotyczy całej grupy kapitałowej, a nie pojedynczych podmiotów. Z podstawy opodatkowania wyłączone są fundusze własne i obligacje zakupione na finansowanie długu publicznego. Z podatku wyłączone są również podmioty podlegające postępowaniu naprawczemu.

W opinii EBC[170] przyjęta w Polsce podstawa opodatkowania może stanowić zachętę do zmniejszenia sumy bilansowej, celem obniżenia podstawy opodatkowania, a kształt wprowadzonego podatku bankowego może zachęcać banki do sprofilowania się na bardziej ryzykownych produktach, operacjach pozabilansowych i prowadzić do transferu aktywów za granicę. EBC zwrócił uwagę, że w odróżnieniu od regulacji, które zostały wprowadzone w większości państw członkowskich, polskie rozwiązanie nie jest związane z ryzykami występującymi w systemie finansowym ani też nie ma związku z uprzednio udzieloną pomocą publiczną. Zdaniem EBC podatek bankowy powinien zapewniać bardziej zrównoważony podział obciążeń ewentualnych upadłości instytucji finansowych między podatników a sektor finansowy i minimalizować ryzyka kreowane przez te instytucje. Podatek bankowy zapewniający dodatkowe wpływy na bieżące potrzeby budżetowe winien być przeanalizowany przez pryzmat negatywnych potencjalnych skutków dla sektora finansowego i całej gospodarki, jak: zwiększenie niepewności, obniżenie stabilności finansowej, pogorszenie warunków kredytowania dla klientów, ograniczenie działalności, zmniejszenie dostępności finansowania, spadek akcji kredytowej, a w efekcie obniżenie wzrostu gospodarczego[171].

Podatek bankowy ma także niekorzystny wpływ na rozwój bankowości hipotecznej. Marże kredytów hipotecznych są stosunkowo niskie w porównaniu z innymi produktami kredytowymi. Banki hipoteczne mogą realizować ograniczony katalog czynności i w odróżnieniu od banków uniwersalnych nie mogą rozwijać alternatywnych produktów wyżej marżowych, o wyższym profilu ryzyka. Zmiana marży o wysokość podatku bankowego, powiększona o podatek dochodowy, zmniejsza zdolność kredytową konsumenta do obsługi długu, wydłuża okres finansowania i istotnie zwiększa jego koszt. Podatek bankowy w obecnym kształcie podważa również sens listów zastawnych, te same aktywa albowiem są opodatkowane dwa razy[172]: raz jako aktywo i drugi raz jako list zastawny, penalizując krajowych inwestorów. Ostatecznie w procesie legislacyjnym nie zaakceptowano następujących propozycji wyłączenia z podstawy opodatkowania, w zakresie banków hipotecznych:

- aktywów będących podstawą emisji listów zastawnych;
- aktywów buforowych (podstawionych do wypłaty w czasie kolejnych 6 miesięcy) w wysokości odsetek od wyemitowanych listów zastawnych;

[170] Sejm RP wystąpił do EBC o opinię w sprawie projektu ustawy. EBC opiniuje regulacje wpływające na stabilność finansową krajów członkowskich.

[171] *Opinia Europejskiego Banku Centralnego o podatku od niektórych instytucji finansowych*, CON/2016/1, Europejski Bank Centralny, Frankfurt nad Menem 12 stycznia 2016 r.

[172] M. Grec, *Podatek bankowy w Polsce – konsekwencje wprowadzonych zmian*, Uniwersytet Gdański, Sopot 2016, s. 96.

- instrumentów pochodnych stanowiących zabezpieczenie listów zastawnych w obrocie;
- aktywów powstałych w ramach transakcji na papierach wartościowych będących podstawą emisji listów zastawnych.

Alternatywnie proponowano, aby pomniejszyć podstawę opodatkowania o wyemitowane listy zastawne, co również nie zostało przyjęte przez ustawodawcę[173].

Podobnie jak dyskutowana restrukturyzacja walutowych kredytów hipotecznych, choć w mniejszym wymiarze, podatek bankowy obniża zdolność banków do tworzenia buforów kapitałowych i płynnościowych oraz do finansowania akcji kredytowej, w tym finansowania kredytów hipotecznych, przy założeniu, że wzrost kosztów działalności banków nie będzie mógł być przeniesiony na konsumenta. Ponadto, biorąc pod uwagę stopę zwrotu z aktywów polskich banków hipotecznych wynoszącą około 20 pb, podatek bankowy w wysokości 44 pb czyni te banki strukturalnie niedochodowymi, powyżej progu podatkowego 4 mld złotych. Wprowadzony podatek bankowy ma charakter czysto fiskalny i nie adresuje kwestii stabilności systemu finansowego, a co więcej – hamuje rozwój bankowości hipotecznej. Ponieważ zgodnie z ustawą banki, w odróżnieniu od firm ubezpieczeniowych, nie podlegają kumulowaniu podatku bankowego w ramach grupy kapitałowej, można teoretycznie sobie wyobrazić, że dany bank macierzysty utworzy więcej niż jeden bank hipoteczny. Bank hipoteczny pełniłby praktycznie funkcję spółki celowej dla emisji do 4 mld złotych. Z drugiej strony nie wiadomo, jak na takie techniczne rozwiązanie zapatrywałby się nadzór bankowy i czy nie zostałoby to potraktowane jako próba obejścia podatku. Innym rozwiązaniem byłoby utworzenie banku hipotecznego w jurysdykcji poza Polską, przy założeniu potwierdzenia korzyści podatkowych i braku innych obciążeń fiskalnych wynikających z takiego rozwiązania. Podobne zastrzeżenia jak dla poprzedniego rozwiązania może mieć w tym przypadku nadzór bankowy i urząd skarbowy. Bank hipoteczny mógłby alternatywnie zostać ograniczony do modelu emisyjnego. Kredyty hipoteczne byłyby w tym wypadku w całości udzielane przez bank macierzysty, który ponosiłby, na zasadzie umownej, koszt obsługi podatku od aktywów przejmowanych przez bank hipoteczny, w związku z emisją listów zastawnych. Jeszcze innym rozwiązaniem byłoby przejęcie przez BGK albo nowo powołany państwowy bank hipoteczny, tak samo zwolniony z podatku bankowego, całości rynku emisyjnego polskich listów zastawnych. Rozwiązanie takie stawiałoby jednak pod znakiem zapytania sens istnienia dotychczasowych komercyjnych banków hipotecznych. Wydaje się więc, że w tej sytuacji, biorąc pod uwagę istniejącą infrastrukturę banków hipotecznych oraz walory listów zastawnych, ich prostabilnościowy charakter i znaczenie dla finansowania rozwoju budownictwa mieszkaniowego w Polsce, najprostszym rozwiązaniem byłoby ich wyłączenie z podstawy opodatkowania. Podwójne opodatkowanie aktywów zachęcać będzie polskie banki hipoteczne do wychodzenia z emisją listów zastawnych na rynki międzynarodowe.

[173] M. Grec, *Podatek bankowy…*, *op. cit.*, s.101.

Podsumowanie

W niniejszym rozdziale dokonano usystematyzowania pojęcia systemu finansowego i jego stabilności. Przedstawiono narzędzia stabilności finansowej stosowane przez sieć bezpieczeństwa finansowego, wpływ obecnego globalnego kryzysu finansowego na stabilność finansową i stosowane rozwiązania prostabilnościowe. Dokonano także oceny stanu stabilności polskiego systemu finansowego, z jego największymi wyzwaniami, w tym strukturalną luką płynności, która zgodnie z przyjętą hipotezą badawczą może być ograniczona za pomocą listów zastawnych. W rozdziale dokonano również weryfikacji postawionej hipotezy pomocniczej, że: „wzrost stabilności polskiego sektora bankowego prowadziłby do wzrostu stabilności polskiego systemu finansowego".

Badania literatury nie doprowadziły autora do opinii, które sfalsyfikowałyby postawioną wyżej hipotezę pomocniczą. Jedyną istotną słabością pojęcia stabilności finansowej jest jej jakościowy charakter i brak wymiernego miernika. Przeprowadzona kwerenda dostępnych materiałów, w tym wielu danych empirycznych, pozwoliła jednakże na zebranie argumentów, które hipotezę tę wspierają. System bankowy jest głównym elementem systemu finansowego, tak więc poprawa jego stabilności ma kluczowe znaczenie z punktu widzenia stabilności systemu finansowego jako całości i mimo braku jednoznacznego, ilościowego miernika poziomu stabilności finansowej nie daje to przesłanek do odrzucenia postawionej wyżej hipotezy pomocniczej.

Szereg badań empirycznych dowodzi także, że stabilność finansowa wspiera rozwój gospodarczy, a jej brak, a w szczególności skrajna niestabilność, która prowadzi do kryzysu finansowego, powoduje zakłócenia gospodarcze i nierównowagi budżetowe, które skutkują zaburzeniami w tkance społecznej. Dążenie do zachowania stabilności systemu finansowego sprzyja więc rozwojowi gospodarczemu i dobrobytowi społecznemu, poprzez zapobieganie powstawaniu i rozwojowi procesów kryzysowych.

2. Listy zastawne

W niniejszym rozdziale podjęto próbę usystematyzowania wiedzy na temat listów zastawnych, a w szczególności hipotecznych listów zastawnych. Dokonano w nim przeglądu aparatu pojęciowego w tym zakresie wraz z unikalną charakterystyką tego instrumentu, zasadą podwójnego regresu, która implikuje jego wysokie bezpieczeństwo, oraz pozostałych walorów listów zastawnych mających pozytywny wpływ na stabilność systemową. W dalszej części zarysowano mechanizm powstania listów zastawnych i banków hipotecznych na ziemiach polskich, które stanowiły awangardę rynków europejskich. Zaprezentowano w nim także obecne rozwiązania prawne, organizacyjne i ostrożnościowe w krajach UE w zakresie listów zastawnych. Na tym tle przedstawiono bariery rozwoju i wdrożone rekomendacje dla aktywizacji polskiego rynku listów zastawnych. Przedstawiono tutaj także uwarunkowania polskiego rynku listów zastawnych oraz sformułowano wnioski odnośnie do perspektyw jego rozwoju, a w konsekwencji poprawy stabilności polskiego systemu finansowego. W rozdziale poddano weryfikacji kolejną z hipotez pomocniczych, według której „do rozwoju rynku listów zastawnych przyczyniłoby się zwiększenie ich atrakcyjności dla inwestorów oraz usunięcie barier dla transferu portfela kredytowego z banków uniwersalnych do banków hipotecznych".

2.1. Pojęcie listu zastawnego

List zastawny nie ma swojej formalnej definicji. Definiuje go pośrednio dyrektywa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (*UCITS*). Próbę sformalizowania pojęcia listów zastawnych na gruncie legislacyjnym podjęła KE w ramach konsultacji w zakresie harmonizacji rynku listów zastawnych w UE. Z kolei definicje listu zastawnego funkcjonujące w Polsce są w dużej mierze wynikiem oparcia ich o krajową ustawę o listach zastawnych i bankach hipotecznych.

2.1.1. Definicje i rodzaje listów zastawnych

Za *Encyklopedią Zarządzania*[174], list zastawny jest papierem wartościowym imiennym lub na okaziciela, który emituje bank hipoteczny w celu refinansowania swojej działalności. *Encyklopedia Państwowego Wydawnictwa Naukowego*[175] określa list zastawny jako rodzaj listu kredytowego, czyli zobowiązania wystawcy listu do uregulowania należności w określonym terminie, będącego papierem wartościowym o stałym oprocentowaniu, emitowanym przez instytucje kredytowe i lokowanym przez nie na rynkach pieniężnych, aby zdobyć środki na prowadzenie działalności kredytowej. *Encyklopedia Gazety Prawnej*[176] definiuje list zastawny jako emitowany przez bank hipoteczny papier wartościowy, imienny lub na okaziciela, zwykle o stałym oprocento-

[174] *Encyklopedia Zarządzania*, https://mfiles.pl/pl/index.php/Listy_zastawne (dostęp 10.04.2016).

[175] *Encyklopedia Państwowego Wydawnictwa Naukowego*, http://encyklopedia.pwn.pl/haslo/list-zastawny/3933120.html (dostęp 10.04.2016).

[176] *Encyklopedia Gazety Prawnej*, http://www.gazetaprawna.pl/encyklopedia/prawo/hasla/332762,list_zastawny.html (dostęp 11.04.2016).

waniu, będący przedmiotem obrotu giełdowego, stwierdzający zobowiązanie banku hipotecznego do wypłaty okazicielowi oznaczonej sumy pieniędzy w określonym terminie oraz wypłacenia odsetek od tej sumy, w przewidzianych umową terminach i wysokości. Emisja listów zastawnych, gwarantowanych własnym majątkiem, jest źródłem gromadzenia przez bank hipoteczny kapitałów, pożyczanych następnie inwestorom na realizację przedsięwzięć inwestycyjnych pod zastaw hipoteczny. List zastawny może być nominowany w złotych lub w walucie obcej.

Za *Raportem z prac Grupy ds. emisji listów zastawnych przez banki* Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego[177], listy zastawne to instrumenty spełniające kryteria obligacji zabezpieczonych. Stanowią one emitowane przez banki hipoteczne zabezpieczone instrumenty dłużne, których podstawą emisji i zabezpieczeniem są wierzytelności banku z tytułu udzielonych kredytów i które są wpisane do rejestru zabezpieczeń listów zastawnych. Listy zastawne mają na celu długoterminowe refinansowanie portfeli kredytowych.

Gorlecka[178] określa listy zastawne jako dłużne papiery wartościowe, a konkretnie obligacje, które mogą być jedynie emitowane przez banki hipoteczne. Papiery dłużne reprezentują wierzytelności pieniężne na sumy oznaczone, które płatne są we wskazanych terminach. Bank hipoteczny zobowiązany jest wobec uprawnionego z tytułu listów zastawnych do realizacji określonych świadczeń pieniężnych, na które składa się wypłata odsetek i wykup listów zastawnych, w sposób i w terminach, które są określone w warunkach emisji. W sytuacji emisji materialnej listy zastawne są przechowywane w depozycie u depozytariusza emisji. Hipoteczny list zastawny posiada precyzyjnie określony stosunek prawny. Musi on zawierać ściśle określony katalog elementów, a w przypadku braku któregoś z tych elementów dokument taki nie może być uznany za hipoteczny list zastawny[179]. Na katalog wymaganych elementów, które musi zawierać list zastawny, składają się[180]:

- nazwa „hipoteczny list zastawny";
- podstawa emisji;
- nazwa i siedziba emitującego banku hipotecznego;
- seria i numer hipotecznego listu zastawnego;
- wartość nominalna i data, od której naliczane jest oprocentowanie, wielkość oprocentowania, terminy płatności odsetek, data wykupu listu zastawnego, miejsce płatności i warunki wykupu;
- informacja, że bank hipoteczny może dokonać umorzenia listu zastawnego przed terminem wykupu po upływie 5 lat od dnia emisji, gdy termin wykupu jest dłuższy niż 5 lat;

[177] *Raport z prac Grupy ds. emisji listów zastawnych przez banki,* Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, 2013, s. 6.

[178] E.B. Gorlecka, *Ogólna charakterystyka banków hipotecznych i listów zastawnych w prawie polskim*, „Zeszyty Naukowe" nr 725 Akademii Ekonomicznej w Krakowie, 2006, s. 111–113.

[179] A. Pietrasik, A. Laskowski, *Historia i współczesność długoterminowego kredytu hipotecznego*, Twigger, Warszawa 2001, s. 203.

[180] *Encyklopedia Zarządzania…, op. cit.*

- informacja, że uprawniony nie posiada prawa do przedstawienia listu zastawnego do wcześniejszego wykupu;
- miejsce i data wystawienia listu zastawnego;
- podpisy reprezentujących bank hipoteczny osób, które są uprawnione do zaciągania zobowiązań w jego imieniu, i podpis powiernika.

List zastawny[181] jest szczególnym narzędziem pozyskiwania środków pieniężnych, które są przeznaczone na finansowanie długoterminowe, sprzężone z zabezpieczeniem rzeczowym w postaci hipoteki obciążającej daną nieruchomość, która z kolei stanowi zabezpieczenie majątkowe zapewniające spłatę kredytu[182].

Lis definiuje listy zastawne jako papiery wartościowe imienne lub na okaziciela, dla których podstawą emisji są wierzytelności instytucji kredytowych, zabezpieczone hipoteką lub/i gwarancjami oraz poręczeniami udzielonymi przez rząd, bank centralny, organizację międzynarodową lub jednostkę samorządu terytorialnego[183]. Wyróżnia on dwa główne rodzaje listów zastawnych: hipoteczne listy zastawne i publiczne listy zastawne[184].

Hipoteczne listy zastawne[185] służą do refinansowania kredytów własnych i wierzytelności nabytych od innych banków, które w obu przypadkach są zabezpieczone hipoteką. Refinansowanie może wynieść maksymalnie 60%[186] bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości. Znajdujące się w obrocie listy zastawne nie mogą być większe niż 40-krotność funduszy własnych banku hipotecznego[187]. Wierzytelności zabezpieczone hipoteką na nieruchomościach, których eksploatacja nie ma charakteru trwałego (w szczególności złoża kopalin), nie mogą stanowić podstawy emisji hipotecznych listów zastawnych. Hipoteczny list zastawny to papier wartościowy, dla którego podstawą emisji są zabezpieczone hipotekami wierzytelności banku hipotecznego. List zastawny stanowi zobowiązanie banku hipotecznego do spełnienia określonych świadczeń pieniężnych wobec uprawnionego[188], tzn. wypłaty odsetek i wykupu listów zastawnych w sposób i w terminach określonych w emisji. Hipoteczny list zastawny może być emitowany jedynie przez bank hipoteczny i nominowany w złotych lub w walucie obcej w rozumieniu przepisów polskiego prawa dewizowego. Hipoteczny list zastawny może zostać wyemi-

---

[181] E.B. Gorlecka, *Hipoteczny list zastawny jako instrument finansujący działalność banków hipotecznych w Polsce*, „Zeszyty Naukowe" nr 802 Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, 2009, s. 149–162.

[182] I. Herapolitańska, M. Michalski, *Hipoteka. Listy zastawne. Obligacje hipoteczne*, Twigger, Warszawa 2001, s. 372.

[183] P. Lis, *Rola listów zastawnych we współczesnej bankowości hipotecznej* [w:] A. Szelągowska (red.), *Współczesna bankowość hipoteczna*, Wydawnictwo CeDeWu sp. o.o., Warszawa 2010, s. 123–138.

[184] *Encyklopedia Zarządzania*, https://mfiles.pl/pl/index.php/Listy_zastawne (dostęp 10.04.2016).

[185] *Encyklopedia Zarządzania*, https://mfiles.pl/pl/index.php/List_hipoteczny (dostęp 10.04.2016).

[186] Nowelizacja ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych z 2015 roku podniosła poziom refinansowania do 80% dla detalicznych kredytów hipotecznych, zachowując poziom 60% dla pozostałych kredytów hipotecznych.

[187] Według ich wartości nominalnej.

[188] Taką samą definicję hipotecznego listu zastawnego podaje GUS za *Ustawą z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych*, http://stat.gov.pl/metainformacje/slownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej/2274,pojecie.html (dostęp 10.04.2016).

towany w postaci dokumentu albo w formie zdematerializowanej w postaci zapisu komputerowego. W tym drugim przypadku wszystkie wymagane dane muszą znaleźć się w świadectwie depozytowym lub innym dokumencie wydanym osobie uprawnionej. Hipoteczny list zastawny może być również wyemitowany w odcinkach zbiorowych. Przepisy dotyczące listów hipotecznych regulują również publiczne listy zastawne, z wyłączeniem zapisów w zakresie zabezpieczenia hipotecznego[189].

Publiczne listy zastawne są emitowane w oparciu o wierzytelności z tytułu kredytów[190]:

- w których kapitał wraz z odsetkami są zabezpieczone gwarancją lub poręczeniem jednostek samorządu terytorialnego, Skarbu Państwa, Narodowego Banku Polskiego, rządów lub banków centralnych państw członków UE, Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju lub Europejskiego Banku Centralnego;
- udzielonych wyżej wymienionym podmiotom.

W zakresie, którego nie reguluje ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych, a w szczególności w obszarze regulującym zasady emisji, obrotu i wykup listów zastawnych, stosuje się przepisy prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi[191] oraz ustawy o obligacjach[192]. Ponadto Rada Ministrów w drodze rozporządzenia może określić szczególny tryb i warunki wprowadzenia listów zastawnych do publicznego obrotu.

Przedstawione wyżej definicje listów zastawnych prezentują dużą zbieżność i spójność. W polskiej literaturze list zastawny definiowany jest generalnie w oparciu o obowiązującą krajową ustawę o listach zastawnych i bankach hipotecznych. Definicje wskazują na dwa główne rodzaje listów zastawnych: listy hipoteczne i publiczne. W krajach UE funkcjonują również inne rodzaje listów zastawnych, jak np. morskie listy zastawne, które rozwinęły się w Niemczech czy Danii. Nadal jednak hipoteczne listy zastawne stanowią dominującą część rynku. Prezentowane wyżej definicje pomijają jednak kluczową cechę charakterystyczną listów zastawnych, czyli zasadę podwójnego regresu, która implikuje ich wysoką jakość kredytową. Można więc powiedzieć, że list zastawny jest długoterminową obligacją emitowaną w celu refinansowania, pod zabezpieczenie dedykowanej puli wysokiej jakości aktywów własnych lub nabytych, charakteryzującą się wysoką jakością kredytową wynikającą przede wszystkim z zasady podwójnego regresu.

---

[189] K. Kanigowski, *Bank hipoteczny a rynek nieruchomości*, Twigger, Warszawa 2001; W. Jaworski, Z. Zawadzka (red.), *Bankowość. Podręcznik akademicki*, Poltext, Warszawa 2001; P. Lis, *Rola listów zastawnych…*, *op.cit.*; A. Drewicz-Tułodziecka, O.M. Stocker, *Komentarz do ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych*, Warszawa 2000, s. 120; Z. Ofiarski, *Prawo bankowe*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2008, s. 198–200.

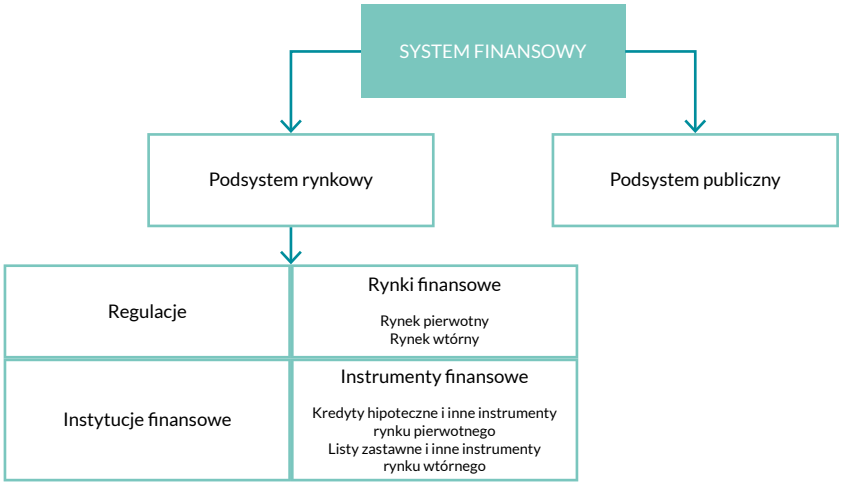
[190] Portal Informacyjny, Główny Urząd Statystyczny, http://stat.gov.pl/metainformacje/slownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej/1639,pojecie.html (dostęp 10.04.2016).

[191] Ustawa z dnia 15 kwietnia 2002 r., Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz.U. nr 49, poz. 447, z późn. zm.

[192] Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, Dz.U. 2001, nr 120, poz. 1300, ze zm., z wyjątkiem przepisów art. 7 ust. 1 i 2 oraz art. 28–39.

2.1.2. Atrybuty listów zastawnych

Listy zastawne charakteryzują się wysokim poziomem bezpieczeństwa i niskim ryzykiem inwestycyjnym. Wysokie bezpieczeństwo wynika głównie z silnego zabezpieczenia kredytów stanowiących podstawę emisji listów zastawnych, z ustawowo określonym[193] górnym pułapem wskaźnika ekspozycji kredytowej do wartości zabezpieczenia (*LTV*). Ponadto wycena nieruchomości przez banki hipoteczne jest bardziej konserwatywna. Na wysoki poziom bezpieczeństwa listów zastawnych wpływa też specjalizacja, czyli ograniczenie przedmiotu działalności banków hipotecznych, co zmniejsza ryzyko niewypłacalności emitenta. Bezpieczeństwo listów zastawnych wynika także z pozostawania aktywów w bilansie banku emitenta. Rentowność listów zastawnych determinują: jakość kredytowa aktywów, banku emitenta oraz kraju pochodzenia emisji. Niskie ryzyko kredytowe listów zastawnych wynika z ustawowego obowiązku nałożonego na emitenta do wielostopniowego zabezpieczenia ich emisji i obrotu. List zastawny z uwagi na mechanizm podwójnego regresu i całą obudowę regulacyjno-proceduralną jest instrumentem o najwyższym poziomie bezpieczeństwa dla inwestora, czego praktycznym potwierdzeniem jest jego bardzo dobra historia kredytowa. Odmowa ich wykupu nie miała miejsca przez ponad 200 lat funkcjonowania tych instrumentów [194].



Rys. 13. **Miejsce listów zastawnych w systemie finansowym**
Źródło: opracowanie własne na podstawie B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *System finansowy w Polsce…*, *op. cit.*, s. 18.

[193] Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych…, *op. cit.*, art. 13: 1. Ogólna kwota wierzytelności z tytułu czynności, o których mowa w art. 12 pkt 1 i 3, w części przekraczającej 60% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości nie może przekroczyć 30% ogólnej kwoty wierzytelności banku hipotecznego zabezpieczonych hipoteką. Wysokość pojedynczego kredytu zabezpieczonego hipoteką nie może przekroczyć bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości.

[194] Według Sołtysiaka miała miejsce niezwykle rzadko. M. Sołtysiak, *Rynek listów zastawnych…*, *op. cit.*

Wiele krajów, regulując hipoteczny list zastawny, ustawowo chroni jego nazwę, a przyjęte nazewnictwo często podkreśla jego dłużny charakter i wskazuje na powiązanie między pasywną i aktywną sferą działania instytucji kredytowej. Wysokie bezpieczeństwo listów zastawnych osiągnięte poprzez szereg ustawowych ograniczeń, w tym w szczególności zamknięty katalog czynności banku hipotecznego, powoduje, że przychody z emisji służą jedynie finansowaniu hipotecznej akcji kredytowej. Nadzór nad bankami hipotecznymi wykracza poza tradycyjny nadzór nad bankami uniwersalnymi. Każdy bank hipoteczny ma swojego zewnętrznego powiernika i zastępcę, którzy nie mogą być pracownikami banku hipotecznego. Ustanawia ich i odwołuje Komisja Nadzoru Bankowego. Funkcję tę sprawuje osoba fizyczna, która spełnia wymóg niezależności i musi wykazać się określonymi kwalifikacjami, dającymi rękojmię rzetelności realizacji nałożonych obowiązków. Zadaniem powiernika jest głównie nadzorowanie prawidłowości wpisów do rejestru zabezpieczeń, poprawność ustalenia bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości zgodnie z zatwierdzonym przez Komisję Nadzoru Bankowego regulaminem wyceny nieruchomości, a także zapewnienie zgodności zabezpieczeń będących w obrocie listów zastawnych z wymogami ustawowymi[195].

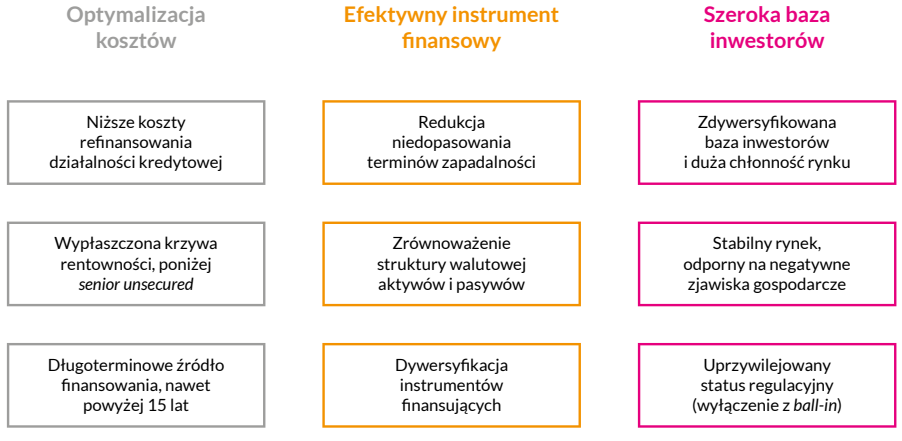
Posiadacz listu zastawnego ma pełne prawo regresu wobec emitenta. Jest to prawo bezwarunkowe, nieograniczone i z tzw. prawem pierwszeństwa. Listy zastawne pozostają w bilansie emitenta. Emitent ma obowiązek prowadzenia i przechowywania rejestru zabezpieczeń listów zastawnych. W rejestrze zabezpieczeń wprowadzane są w oddzielnych pozycjach wierzytelności emitenta, które stanowią podstawę emisji listów zastawnych. W przypadku gdy bank hipoteczny refinansuje kredyty różnego pochodzenia, to roszczenia posiadaczy listów zastawnych mają pierwszeństwo przed posiadaczami papierów wartościowych niezabezpieczonych. Na wypadek upadłości banku hipotecznego środki z tytułu egzekucji wierzytelności zapisanych w rejestrze zabezpieczenia listów zastawnych służą tylko zaspokojeniu roszczeń posiadaczy tych papierów[196].

List zastawny to typowy przykład obligacji zabezpieczonej (*covered bond*). Jest to określenie dłużnego papieru wartościowego, charakteryzującego się tym, że jego wykup zabezpieczony jest na dedykowanej w tym celu, wyodrębnionej puli aktywów, pozostającej w bilansie emitenta. Taka struktura sprawia, że inwestor ma prawo do podwójnego regresu wobec emitenta. To właśnie zasada podwójnego regresu jest tym, co wyróżnia list zastawny od klasycznych obligacji, w których zastosowanie ma zwykle jedynie zobowiązanie osobiste emitenta do zapłaty odsetek i zwrotu kapitału wobec obligatariusza. Specyfika listu zastawnego bierze się stąd, że zobowiązanie po stronie emitenta ma charakter osobisty do wielkości całego majątku oraz rzeczowy do wielkości aktywów, które są wyodrębnione i stanowią zabezpieczenie. Inwestor ma więc prawo do zaspokojenia roszczeń zarówno z majątku emitenta, jak i z wysokiej jakości aktywów monitorowanych przez niezależnego powiernika. W pierwszej kolejności emitent ponosi odpowiedzialność osobistą za zobowiązanie powstałe z tytułu emisji w wysokości kwoty kapitału i odsetek. W sytuacji gdy zaspokojenie przez dłużnika roszczeń wierzyciela nie jest możliwe, posiadacz listu zastawnego ma prawo

[195] E.B. Gorlecka, *Ogólna charakterystyka…*, *op. cit.*

[196] P. Lis, *Rola listów zastawnych…*, *op. cit.*

do zaspokojenia swoich roszczeń z wyodrębnionego w tym celu majątku. Minimalizowane jest w ten sposób ryzyko nieodzyskania należności i przeniesienia skutków niewypłacalności emitenta na inne podmioty rynku finansowego. Zapewnienie ciągłości rozliczeń jest kluczowym elementem stabilności rynku finansowego. Wysokie standardy regulacji prawnych listów zastawnych, gwarantujące mechanizm podwójnego regresu, istotnie przyczyniają się do zachowania stabilności rynku finansowego.



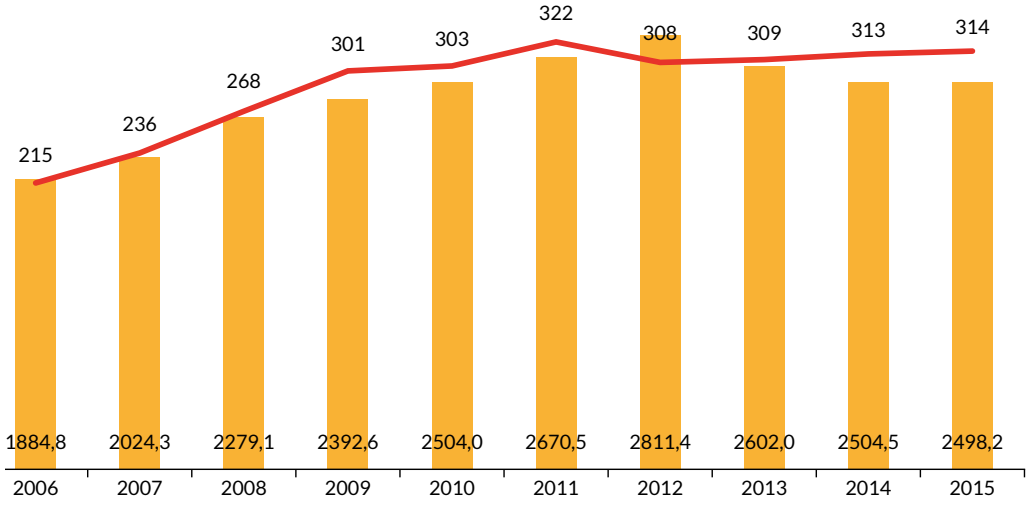
Rys. 14. **Korzyści listów zastawnych**

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów VII Kongresu Bankowości Detalicznej, Warszawa 2014…, *op. cit.*

W ujęciu historycznym europejskie listy zastawne to przede wszystkim inwestycje w nieruchomości. Rodzaj listu zastawnego determinowany jest prawnym zabezpieczeniem spłaty kredytu. Hipoteczny list zastawny zabezpieczony jest hipoteką, podczas gdy publiczny list zastawny zabezpieczony jest gwarancją lub poręczeniem instytucji publicznej. Instytucje finansowe emitujące listy zastawne w Europie różnią się ustawodawstwem i strukturą organizacyjną, co prowadzi do zróżnicowania modeli emisji listów zastawnych. Zachowana jest jednak podstawowa cecha tego instrumentu, tj. zasada podwójnego regresu.

Mimo tego, że instrument ten nie jest bezpośrednio i jednolicie uregulowany w UE, i mimo globalnego kryzysu finansowego na skutek rosnącego zainteresowania inwestorów instytucjonalnych rynek ten dynamicznie wzrósł w latach 2003–2012, stabilizując się w latach 2014–2015 na poziomie 2,5 bln euro[197]. Popyt inwestorów instytucjonalnych wymógł zmiany prawa w wielu jurysdykcjach europejskich, co zwiększyło konkurencyjność listów zastawnych w stosunku do papierów wartościowych opartych o aktywa w Stanach Zjednoczonych. W następstwie upadku banku Lehman Brothers listy zastawne zaczęto postrzegać jako instrument stabilizujący w procesie reformy systemu finansowego w USA, gdzie dominują instrumenty oparte o aktywa o znacząco niższej strukturalnie jakości kredytowej.

[197] W. Kälberer (red.), *2016 ECBC European Covered Bond Fact Book…, op. cit.*



Rys. 15. **Kapitalizacja rynku listów zastawnych na świecie w latach 2006–2015** (w mld EUR)
Źródło: opracowanie własne na podstawie W. Kälberer (red.), *2016 ECBC European Covered Bond Fact Book…*, *op. cit.*

O wysokiej jakości kredytowej listów zastawnych decyduje szeroki katalog atrybutów formalno-prawnych, na czele z mechanizmem podwójnego regresu. Zostały one potwierdzone empirycznie przez długą nienaganną historię kredytową. Powoduje to bardzo dobre postrzeganie listów zastawnych przez inwestorów. Jednocześnie stanowią one pierwszorzędne narzędzie dla finansowania długoterminowych kredytów hipotecznych. Dynamiczny wzrost rynku listów zastawnych w okresie obecnego globalnego kryzysu finansowego jest kolejnym silnym argumentem empirycznym za jego odpornością na niekorzystne otoczenie makroekonomiczne. Listy zastawne mają pozytywny wpływ na stabilność finansową nie tylko poprzez zachowanie ciągłości rozliczeń, ale również przez stymulowanie i katalizowanie obrotu innych instrumentów dłużnych o niższej jakości kredytowej.

2.2. Regulacje listów zastawnych

Pojęcie listu zastawnego (*covered bond*) ściśle związane jest z instytucją banku hipotecznego (*mortgage bank*), co znalazło swój wyraz również w krajowym ustawodawstwie w postaci ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych.

Papiery wartościowe stanowiące dokumenty mające atrybuty praw majątkowych zalicza się do podstawowych instrumentów na rynkach finansowych. Pierwowzorów papierów wartościowych można dopatrywać się już w starożytnym Rzymie. W okresie nowożytnym, we Włoszech, jako pierwsze zaistniały w przestrzeni obrotu gospodarczego weksle i czeki, które ułatwiły zapłatę i przekazywanie środków pieniężnych na odległość. Akcje, będące następnym rodzajem papierów wartościowych, pojawiły się po raz pierwszy w Anglii i Holandii. Umożliwiały one pozyskanie kapitału do prowadzenia działalności gospodarczej. Następnie na rynku finansowym zaczęto stosować instrumenty dłużne, w tym listy zastawne i obligacje.

2.2.1. Rys historyczny banków hipotecznych

Pierwowzorem listów zastawnych były instrumenty, które pojawiły się w XVII wieku na Śląsku. Z końcem XX wieku nastąpił w Europie dynamiczny wzrost emisji listów zastawnych, a na przełomie XX i XXI wieku miały miejsce zmiany prawne regulujące ich emisję i obrót[198]. Od samego zarania instrumenty, z których wykształciły się listy zastawne, miały charakter papierów długoterminowych, miały zabezpieczenie hipoteczne i wbudowane rozwiązania (dzisiaj określane mianem nadzabezpieczenia), stanowiące o ich wysokim bezpieczeństwie.

Prekursorem listów zastawnych były tzw. listy skórzane[199], emitowane w Księstwie Świdnickim w XVII wieku, po wojnie trzydziestoletniej. Listy te zabezpieczała konkretna nieruchomość, a ich wartość nie mogła przekraczać połowy wartości dóbr, które stanowiły zabezpieczenie[200]. „Listy skórzane" funkcjonowały w obrocie gospodarczym równolegle z deficytowym w tamtym czasie pieniądzem kruszcowym.

W następstwie wojny siedmioletniej (1756–1763) istotnemu pogorszeniu uległa kondycja finansowa szlachty. Aby doprowadzić do ożywienia gospodarczego, stworzono system kredytów długoterminowych, które były udzielane właścicielom nieruchomości pod ich zabezpieczenie. Za pierwszą instytucję, która wyemitowała listy zastawne, uważa się *Schlesische Landschaft*[201]. W literaturze funkcjonują różne nazwy tej instytucji: Śląskie Ziemstwo Kredytowe, Śląskie Towarzystwo Kredytowe Ziemskie lub Ziemstwo Śląskie. Założył je w 1770 roku we Wrocławiu pruski kanclerz, minister sprawiedliwości Johann von Carmer na podstawie orędzia Fryderyka Wielkiego z 29 sierpnia 1769 roku. Tworzyło je siedem towarzystw prowadzących działalność w księstwach śląskich, które posiadały odrębną osobowość prawną. Powstało ono dla odbudowy majątków ziemskich na Śląsku, a jego członkami byli ziemianie[202]. Była to pierwsza specjalistyczna instytucja udzielająca kredytów hipotecznych, refinansowanych przez ziemskie listy zastawne, które z kolei stanowiły podstawę wierzytelności zabezpieczonej na nieruchomości obciążonej kredytem[203]. Towarzystwo emitowało majątkowe listy zastawne (*Pfanbrief*)[204], które były zabezpieczone hipoteką na konkretnym majątku ziemskim. Rolą właściciela majątku było zbycie otrzymanych listów zastawnych, w wyniku czego otrzymywał określone środki finansowe. Jego

[198] M. Sołtysiak, *Rynek listów zastawnych w Polsce i w państwach Unii Europejskiej*, „Humanities and Social Sciences", 2014, tom 19 (XIX) nr 21 (4), s. 205–216.

[199] Nazwa pochodzi od materiału, na którym miały być one pisane (specjalnie spreparowanej skórze), chociaż w literaturze występują różnice zdań na ten temat.

[200] „Rozmaitości" 1825/35, s. 274.

[201] A. Drewicz-Tułodziecka, O.M. Stöcker, *Komentarz do Ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych*, Warszawa 2000, s. 14.

[202] Od 1849 roku pożyczki pod zastaw ziemi mogły być zaciągane również przez włościan posiadających małe gospodarstwa rolne, np. dla gospodarstwa jednomorgowego pożyczka wynosiła 20 talarów.

[203] A. Drewicz-Tułodziecka, O.M. Stöcker, *Komentarz do Ustawy o listach zastawnych…*, *op. cit*.

[204] Towarzystwo prowadziło emisję dwóch rodzajów listów zastawnych: „listów realizacyjnych" płatnych za okazaniem i emitowanych na niskie kwoty w przedziale od 20 do 200 talarów oraz „listów kapitalnych" płatnych 6 miesięcy po przedstawieniu do wykupu i emitowanych na większe kwoty.

obowiązkiem było przekazywanie określonych kwot do Towarzystwa, za pomocą których regulowane były roszczenia posiadaczy listów zastawnych. Ich oprocentowanie wynosiło początkowo 5%, a następnie 4% (od 1774 r.) i 4% (od 1788 r.). Emisja listów zastawnych przez Towarzystwo wyniosła w pierwszym roku działalności 4,4 mln talarów, a w ciągu trzech kolejnych lat uległa podwojeniu[205]. Listy zastawne w obrocie z 2,7 mln talarów w roku 1782 wzrosły do 24 mln talarów w roku 1806[206]. Inne części Prus powieliły sukces Śląskiego Towarzystwa Kredytowego, ustanawiając Towarzystwo Marchii Brandenburskiej (1777 r.), Towarzystwo Pomorskie (1781 r.), Towarzystwo Zachodniopruskie (1787 r.) i Towarzystwo Wschodniopruskie (1788 r.).

Wielkopolscy ziemianie utworzyli w 1821 roku Ziemstwo Poznańskie. Jego członkiem mógł zostać właściciel „dóbr rycerskich", których wartość nie była niższa niż 5 tys. talarów. Ziemstwo otrzymało nieoprocentowaną, bezterminową pożyczkę Króla Prus Fryderyka Wielkiego. Dyrektor Generalny Ziemstwa był wybierany przez walne zgromadzenie na okres 6 lat i mianowany przez Króla Prus, który zatwierdzał również uchwały walnego zgromadzenia. Listy zastawne emitowane przez Ziemstwo Poznańskie oprocentowane były na 4% (1821 r.), a następnie 3,5% (od 1842 r.). Zostało ono zlikwidowane w roku 1878.

Z inicjatywy księcia Ksawerego Druckiego-Lubeckiego powołano w 1825 roku pierwsze Towarzystwo Kredytowe Ziemskie w Królestwie Polskim. Każdy, kto płacił podatek gruntowy w kwocie minimum 100 złotych, mógł zostać jego członkiem. Wielkość pożyczek udzielonych przez Towarzystwo wzrosła z kilku mln rubli w roku 1826 do 200 mln rubli w roku 1915. Podobnie jak w Prusach, świadczyło to o wyjściu przez Towarzystwo naprzeciw oczekiwaniom rynku. Towarzystwo Kredytowe Ziemskie zostało rozwiązane w roku 1948.

Sytuacja polityczna i niechęć władz zaborczych spowodowały, że pierwsze towarzystwo ziemskie w zaborze austriackim powstało dopiero w 1841 roku na mocy patentu cesarza Fryderyka I. Członkami Galicyjskiego Towarzystwa Kredytowego Ziemskiego mogli być początkowo tylko ziemianie. Następnie rozszerzyło się ono o duchowieństwo, gminy, fundacje i zakłady (od 1843 r.) oraz włościan (od 1848 r.).

Obok funkcjonujących Towarzystw Ziemskich emitujących listy zastawne, począwszy od XIX wieku zaczęły pojawiać się pierwsze banki hipoteczne. Należały do nich banki niemieckie: *Bayerische Hypoteken und Wechselbank*[207], założony w Monachium w 1835 roku, *Frankfurter Hypotekenbank*[208], utworzony we Frankfurcie w 1862 roku, oraz francuski *Credit Foncier de France*[209], ustanowiony w 1852 roku. Powstanie pierwszych banków hipotecznych stanowiło decydujący impuls do rozwoju listów zastawnych i bankowości hipotecznej w całej Europie i przyniosło pierwsze uregulo-

[205] A. Pietrasik, *Historia i współczesność długoterminowego kredytu hipotecznego w Polsce*, Warszawa 2001, s. 48–49.

[206] „Rozmaitości" 1825/37, s. 291.

[207] K. Milewska, *Hipoteka i listy zastawne*, „Rzeczpospolita" 1998/150.

[208] Pierwszy bank wyłącznie hipoteczny.

[209] Ojcem założycielem *Credit Foncier de France* był Polak Ludwik Wołowski, który przygotował memoriał powołania tej instytucji, przedłożony następnie francuskiej Akademii Nauk Moralnych i Politycznych.

wania tego rynku. Niemiecka ustawa o bankach hipotecznych z 13 lipca 1899 roku, która weszła w życie 1 stycznia 1900 roku, stanowiła wynik ewolucji systemów bankowości hipotecznej w krajach europejskich. Bardzo ważny wkład wniosły doświadczenia polskie, stawiając nas wśród najaktywniejszych praktyków i propagatorów kredytu długoterminowego i instrumentu listu zastawnego w tamtym czasie. O sukcesie listu zastawnego na ziemiach polskich przesądził dobrze funkcjonujący system ksiąg wieczystych i uchwalone prawo hipoteczne.

Pierwszy bank hipoteczny na ziemiach polskich powstał na terenie Galicji. Cesarsko-Królewski Uprzywilejowany Galicyjski Akcyjny Bank Hipoteczny został ustanowiony we Lwowie w 1867 roku. Bank obok tradycyjnej działalności bankowej udzielał kredytu długoterminowego. Na terenie Galicji funkcjonował również Hipoteczny Bank Austriacko-Węgierski, obejmujący swoją działalnością całą monarchię austriacką, a także Zakład Kredytowy Włościański, a w zaborze rosyjskim – Wileński Bank Ziemski[210]. W 1918 roku zmieniono nazwę C.K. Uprzywilejowanego Galicyjskiego Akcyjnego Banku Hipotecznego na Akcyjny Bank Hipoteczny SA we Lwowie, który działał do października 1939 roku. W 1945 roku w Krakowie, gdzie przed II wojną światową miał on swój oddział, została podjęta próba jego reaktywacji, ale minister skarbu podjął decyzję o likwidacji banku z dniem 31 stycznia 1949 roku.

W II Rzeczypospolitej początkowo banki hipoteczne prowadziły działalność w oparciu o regulacje państw zaborczych[211], które zastąpiło Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z 17 marca 1928 roku o prawie bankowym[212]. Zgodnie z Rozporządzeniem banki hipoteczne stanowiły przedsiębiorstwa bankowe, które na zasadzie wyłączności lub obok innych czynności dozwolonych statutowo udzielały pożyczek zabezpieczonych hipoteką na nieruchomości, na podstawie których wydawały listy zastawne[213].

Dekrety z dnia 25 października 1948 roku o zasadach i trybie likwidacji niektórych instytucji kredytu długoterminowego oraz o reformie bankowej[214] zlikwidowały polską instytucję bankowości hipotecznej, powodując blisko 50-letnią przerwę w ich istnieniu i całkowitą likwidację rynku listów zastawnych.

Listy zastawne i instytucje hipoteczne, które jako jedne z pierwszych powstały na ziemiach polskich, świadczą o wysokim stopniu świadomości finansowej na tych terenach w owym czasie. Wkład Polski w rozwój bankowości hipotecznej w Europie został niestety przerwany wprowadzeniem systemu komunistycznego. Spowodował on, że dopiero wraz z reformą ustrojową, która rozpoczęła się w roku 1989, Polska na

---

[210] A. Gąsowska, *Bankowość hipoteczna*, Poltext, Warszawa 2000, s. 120.

[211] Koncesję na działalność banku hipotecznego wydawał minister skarbu. Kapitał zakładowy banku hipotecznego musiał wynosić minimum 5 mln złotych, a jego funkcjonowanie nadzorował komisarz rządowy.

[212] Rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej z 17 marca 1928 r. o prawie bankowym, Dz.U 1928 nr 34, poz. 321, art. 68–83.

[213] *Ibidem*, art. 68.

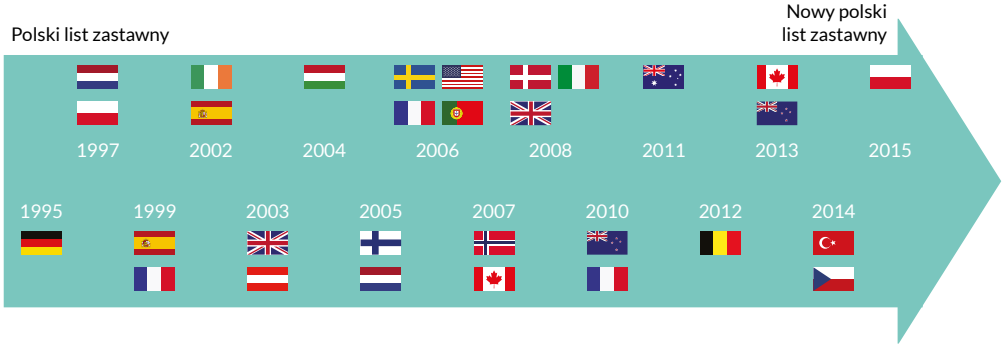
[214] Dekret z dnia 25 października 1948 r. o zasadach i trybie likwidacji niektórych instytucji kredytu długoterminowego, Dz.U. Nr 52 poz. 411; Dekret z dnia 25 października 1948 r. o reformie bankowej, Dz.U. z 1951 nr 36 poz. 279.

nowo musiała przystąpić do stworzenia rynku listów zastawnych i banków hipotecznych, który nieprzerwanie funkcjonował i rozwijał się w zachodniej części Europy.

2.2.2. Rozwój ustawodawstwa i modele emisji listów zastawnych

Pierwsze uregulowanie listów zastawnych miało miejsce w Danii (1851 r.)[215]. Kolejne regulacje listów zastawnych przyjęły Niemcy (1900 r.) i Szwajcaria (1931 r.). Niemiecka ustawa opierała się na regulacjach pruskich i wykorzystywała rozwiązania austriackie, węgierskie, angielskie, francuskie i włoskie. Stanowiła ona potem podstawę dla uchwalonej w Niemczech 21 grudnia 1927 roku ustawy o listach zastawnych i pokrewnych papierach dłużnych publicznoprawnych instytucji kredytowych. Model szwajcarski miał charakter duopolu emisyjnego listów zastawnych, który tworzyły dwie centralne instytucje: jedna dla banków kantonalnych i druga dla prywatnych banków hipotecznych[216].

Aktualnie obowiązujące przepisy regulujące rynek listów zastawnych zostały wprowadzone przez większość pozostałych państw europejskich pod koniec XX wieku i na początku XXI wieku. W 1995 roku z inicjatywy Ministerstwa Finansów rozpoczęto w Polsce prace nad przywróceniem do obrotu listów zastawnych, które zakończyły się uchwaleniem ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych z 29 sierpnia 1997 roku.



Rys. 16. **Dynamika legislacyjna listów zastawnych na świecie w latach 1995–2015**
Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów VII Kongresu Bankowości Detalicznej, Warszawa 2014.

Kryzys, który spowodował poważne zakłócenie funkcjonowania rynków finansowych i osłabił ich zdolność do efektywnego działania, przekładając się negatywnie na sferę realną gospodarki, miał swoje źródło w drugiej połowie 2007 roku w Stanach Zjednoczonych na rynku kredytów hipotecznych o podwyższonym profilu ryzyka

[215] *Raport z prac Grupy ds. emisji listów zastawnych przez banki*, Komisja Nadzoru Finansowego 2013, s. 8.
[216] A. Janiak, J. Mojak, *Banki hipoteczne i listy zastawne w świetle prawa polskiego*, WSZiA w Zamościu, Zamość 2004, s. 19.

(*subprime*). Następnie rozprzestrzenił się on na gospodarkę światową. Odwróceniu uległy globalne trendy w systemie finansowym i w sferze realnej gospodarki. Trudności uległy akceleracji wskutek drastycznego spadku cen transakcyjnych na rynku nieruchomości. Ceny, które w Stanach Zjednoczonych nieprzerwanie rosły przez ponad 5 lat (2001–2006), spadły średnio o 9%, w niektórych przypadkach dochodząc do minus 50%. Amerykańskie instytucje kredytowe udzielały finansowania hipotecznego dla segmentu podwyższonego ryzyka w oparciu nie o zdolność kredytową kredytobiorców, ale o rosnącą wartość zabezpieczeń i wykorzystywały na masową skalę mechanizm sekurytyzacyjny aktywów hipotecznych. Kryzys amerykański przeniósł się na kraje UE poprzez inwestycje w oparte na wadliwych aktywach papiery wartościowe. Doszło do utraty płynności rynku międzybankowego, a w konsekwencji spowolnienia gospodarczego i recesji w UE[217].

Tab. 5. **Listy zastawne a papiery wartościowe oparte o aktywa**

Kryteria	Listy zastawne	Papiery wartościowe oparte o aktywa
Motyw emisyjny	Refinansowanie puli kredytów hipotecznych	Zmniejszenie ryzyka kredytowego, refinansowanie puli kredytów hipotecznych
Proces kredytu hipotecznego	Wiązany	Rozdzielony
Charakter bilansowy	Aktywa pozostają w bilansie emitenta.	Aktywa schodzą z bilansu emitenta.
Źródło spłaty (kapitału i odsetek)	Przepływy pieniężne emitenta	Przepływy pieniężne zabezpieczone
Ekspozycja na ryzyko: ▪ kredytowe ▪ wcześniejszej spłaty ▪ rynkowe	 ▪ Emitent ▪ Emitent ▪ Inwestor	 ▪ Inwestor ▪ Inwestor ▪ Inwestor

Źródło: opracowanie własne na podstawie Dyrektywy 2006/49/EC, Dyrektywy 2006/48/EC, *ECBC Essential Features of Covered Bonds*, European Covered Bond Council, http://ecbc.hypo.org/Content/default.asp?PageID=503 (dostęp 16.04.2016).

Źródłem ostatniego kryzysu były odmienne od europejskich rozwiązania amerykańskie w zakresie finansowania nieruchomości. Finansowano kredytobiorców o poniżej standardowym profilu ryzyka za pomocą pozabilansowych instrumentów dłużnych, o strukturalnie gorszym ryzyku inwestycyjnym od listów zastawnych. Światowy kryzys finansowy doprowadził do sformułowania w styczniu 2008 roku przez Europejską Federację Kredytu Hipotecznego, niezależnie od dyrektyw UE, podstawowych atrybutów, jakie powinny spełniać listy zastawne. Celem tej rekomendacji było jasne

[217] A. Drewicz-Tułodziecka, *Ocena ewentualnych analogii i skutków kryzysu subprime w USA na polskim rynku kredytów hipotecznych*, Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2008.

odróżnienie listów zastawnych od dłużnych papierów wartościowych opartych o aktywa (*asset-backed securities, ABS*) oraz od długu niezabezpieczonego (*senior unsecured debt*), które to instrumenty bezpośrednio związane były z powstaniem kryzysu. W związku z utratą zaufania inwestorów do instrumentów, które stanowiły podstawę mechanizmu sekurytyzacyjnego, istniała obawa, że ten niekorzystny trend przeniesie się na cały wtórny rynek finansowy, w tym na listy zastawne – co jednak nie nastąpiło. Z drugiej strony dopuszczenie przez Federację wykorzystania spółek celowych (*SPV*) dla emisji listów zastawnych niebezpiecznie zbliżyło mechanizm bankowości hipotecznej do sekurytyzacji, co było niekorzystne z punktu widzenia oddzielenia bezpiecznych listów zastawnych od strukturalnie mniej bezpiecznej sekurytyzacji.

W ramach generalnie spójnej specyfikacji listy zastawne w krajach UE mają cechy indywidualne. W Europie istnieje pięć głównych modeli emisji listów zastawnych[218]:

- klasyczny model specjalistyczny,
- model całkowicie specjalistyczny,
- model uniwersalny,
- model celowy,
- model emisyjny.

W klasycznym modelu specjalistycznym specjalistyczny bank jest jednocześnie emitentem listów zastawnych i jest odpowiedzialny za obsługę emisji (rozwiązanie takie stosują Dania, Luksemburg, Polska[219] i Węgry[220]). W ramach tego modelu, który zainicjował funkcjonowanie bankowości hipotecznej, tworzone są odrębne instytucje finansowe, określane mianem banków hipotecznych. Mogą one realizować określony katalog czynności, do którego zaliczają się przede wszystkim udzielanie kredytów hipotecznych i emisja listów zastawnych. Ponadto banki hipoteczne mają uprawnienia do nabywania wierzytelności od innych banków – zabezpieczonych hipoteką i innych. Niektóre rozwiązania krajowe dopuszczają także emisję publicznych listów zastawnych na podstawie niezabezpieczonych hipoteką wierzytelności własnych lub nabytych przez bank hipoteczny od innych banków.

W modelu całkowicie specjalistycznym instytucja finansowa ma wyłączność na emisję listów zastawnych i posiada w bilansie tylko aktywa stanowiące zabezpieczenie emisji i same listy zastawne (rozwiązanie takie stosują Francja, Irlandia i Norwegia). Spółka taka podlega restrykcyjnym regulacjom w celu zachowania wysokiej jakości emitowanych listów zastawnych oraz wzmocnienia ochrony przed jej ewentualną upadłością. Może nabywać jedynie aktywa kwalifikowane, ustawowo dopuszczone. Model ten jest typowy dla francuskiej odmiany bankowości hipotecznej. I tak np. wyłączność na emisję francuskich listów zastawnych (*obligations foncières*) mają

[218] O.M. Stocker, *Modele covered bonds w Europie: najistotniejsze elementy stosowanych struktur prawnych*, „Finansowanie nieruchomości", marzec 2012.

[219] Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych stanowi, że emitentem hipotecznych listów zastawnych i publicznych listów zastawnych jest tylko bank hipoteczny prowadzący działalność w formie spółki akcyjnej. W II Rzeczypospolitej, obok banków hipotecznych, emisję listów zastawnych mogły prowadzić również towarzystwa kredytowe ziemskie i miejskie.

[220] Model taki obowiązywał do 2005 roku również w Niemczech.

specjalistyczne spółki celowe (*société de crédit foncier*). Aktywa spółki celowej zawierają jedynie kredyty hipoteczne zabezpieczone wpisem hipoteki na pierwszym miejscu w księdze wieczystej oraz kredyty na finansowanie nieruchomości posiadające gwarancje instytucji kredytowych lub ubezpieczeniowych, które nie są powiązane ze spółką celową, a także inne kredyty gwarantowane przez władze lokalne, rząd, bank centralny lub instytucje UE. W skład aktywów mogą również wchodzić jednostki funduszy sekurytyzacyjnych o najwyższym ratingu (AAA), strukturyzowanych na bazie kredytów hipotecznych lub udzielonych instytucjom publicznym[221]. W ramach francuskiego modelu całkowicie specjalistycznego działa również kasa refinansowania nieruchomości (*Caisse de Refinancement de l'Habitat*, *CRH*), której celem jest finansowanie banków francuskich w zakresie kredytów mieszkaniowych dla osób indywidualnych. CRH prowadzi emisję wysokiej jakości obligacji i uzyskane środki pieniężne pożycza bankom po tej samej cenie i z takim samym okresem wymagalności. Finansowanie CRH ma charakter skryptów dłużnych, które emituje bank pożyczający i które przechowywane są przez CRH. Aktywa kwalifikowane obejmują zabezpieczone hipotecznie kredyty mieszkaniowe dla osób indywidualnych i kredyty z gwarancją instytucji finansowych lub ubezpieczeniowych (do 35% portfela)[222].

W najbardziej obecnie popularnym w Europie modelu uniwersalnym listy zastawne emituje bank uniwersalny z licencją warunkową na emisję listów zastawnych (Austria, Cypr, Finlandia, Niemcy, Grecja, Islandia, Łotwa, Rosja, Słowenia, Szwecja) lub bez takiej licencji (Bułgaria, Czechy, Litwa, Portugalia, Rumunia, Hiszpania, Słowacja). Podstawowym wyróżnikiem tego modelu jest umożliwienie emisji listów zastawnych przez inne instytucje finansowe niż tylko banki hipoteczne. W przypadku modelu z warunkową licencją bankową instytucja kredytowa musi wypełnić określone wymagania prawne w zakresie własnego kapitału, określonych współczynników wypłacalności, a także ewentualnego postępowania upadłościowego. Aktywa banku, które stanowią podstawę emisji listów zastawnych, muszą również spełniać określone kryteria, podobnie jak emitent. Model uniwersalny bez licencji daje możliwość emisji listów zastawnych przez instytucje finansowe bez konieczności uzyskiwania specjalnej licencji lub bez wymagań dodatkowych dla jej otrzymania. Emitent, posiadając status banku, prowadzi działalność w pełnym zakresie, obejmującym również możliwość emisji listów zastawnych.

W modelu spółki celowej powołuje się spółkę (*SPV*) do zapewnienia odrębności masy upadłościowej (Włochy, Holandia, Wielka Brytania[223]). Model ten zbliżony jest w swej istocie do sekurytyzacji. Z kolei w modelu emisyjnym instytucja finansowa współpracuje z wieloma kredytodawcami, odpowiedzialnymi za obsługę emisji (Austria, Dania, Francja, Hiszpania, Niemcy, Szwajcaria i Węgry[224]).

---

[221] F. Gleyze, *Obligation Foncieres* [w:] *2009 ECBC European Covered Bond Fact Book*, European Mortgage Federation, Brussels 2009, s. 121.

[222] H. Raymond, *Bonds issued by Caisse de Refinancement de l'Habitat (CRH)* [w:] *2015 ECBC European Covered Bond Fact Book*, European Mortgage Federation, Brussels 2009, s. 125.

[223] *Raport z prac Grupy ds. emisji listów zastawnych...*, op. cit., s. 9.

[224] O.M. Stocker, *Modele covered bonds…*, *op. cit*., s. 45.

Niezależnie od przyjętego modelu emisyjnego listy zastawne charakteryzują się strukturalnie niskim ryzykiem inwestycyjnym, co wynika z obowiązujących regulacji, w tym regulacji ostrożnościowych, które mają bezpośredni wpływ na stabilność systemu finansowego. Przyjęty w Polsce klasyczny model banku specjalistycznego zapewnia najwyższy poziom bezpieczeństwa z uwagi na czytelne wydzielenie nie tylko aktywów, ale też całej działalności takiej instytucji. Rozwiązanie to nie ogranicza rozwoju polskiego rynku listów zastawnych i nie jest konieczne rozszerzenie katalogu działalności banków uniwersalnych o możliwość emisji listów zastawnych. Przykład Niemiec, gdzie takie rozwiązanie zostało dopuszczone, wskazuje, że i tak większość rynku stanowią emisje banków hipotecznych. To, co jest istotne, to konieczna dbałość o wysoką jakość kredytową listów zastawnych przez niedopuszczenie rozwiązań zbliżających je do sekurytyzacji.

2.2.3. Regulacje ostrożnościowe listów zastawnych

Regulacje bankowości hipotecznej i listów zastawnych dotyczą rynku pierwotnego, rynku wtórnego oraz wymogów ostrożnościowych[225]. Regulacje rynku pierwotnego dotyczą przede wszystkim relacji między kredytodawcą a kredytobiorcą. Regulacje rynku wtórnego określają funkcjonowanie mechanizmu bankowości hipotecznej. Natomiast celem regulacji ostrożnościowych, dotyczących kontroli i nadzoru systemu finansowego, jest ochrona stabilności systemu finansowego.

Na bezpieczeństwo listów zastawnych, będących instrumentami służącymi do refinansowania kredytów hipotecznych, a także jako instrumentu inwestycyjnego na rynku kapitałowym, wpływają następujące zasady[226]:

- nadzabezpieczenia,
- równowagi,
- specjalistycznej bankowości hipotecznej.

Środki pozyskane z emisji listów zastawnych są przeznaczane przez bank hipoteczny na refinansowanie własnych i nabytych od innych banków kredytów zabezpieczonych hipoteką. Refinansowanie nie może przekroczyć określonej kwoty wartości nieruchomości, która, w zależności od jurysdykcji, zawiera się zwykle w przedziale od 60 do 80%[227]. Zasada równowagi znalazła zastosowanie w jurysdykcji duńskiej. Narzuca ona obowiązek zachowania zgodności w oprocentowaniu oraz zapadalności aktywów i pasywów dla minimalizacji ryzyka stopy procentowej. W efekcie podczas kryzysu finansowego, który rozpoczął się w 2007 roku, rynek duńskich listów zastawnych był znacznie bardziej płynny od innych rynków europejskich[228]. Koncepcja specjalizacji ograniczającej zakres działalności do bankowości hipotecznej jest opracowana z myślą o minimalizacji ryzyka niewypłacalności[229].

---

[225] P. Lis, *Rola listów zastawnych…*, *op. cit.*

[226] *Ibidem.*

[227] *2009 ECBC European Covered Bond Fact Book*, European Mortgage Federation, Brussels 2009.

[228] P.E. Jensen, *Danish mortgage lending has withstood the financial crisis*, The European Mortgage Federation, Annual Meeting, 2008.

[229] Artykuł 12 Ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych, Dz.U. 1997, Nr 140, poz. 940.

Ochrona posiadaczy listów zastawnych na wypadek upadłości emitenta zwiększona jest przez następujące rozwiązania, które wpływają na wysokie bezpieczeństwo inwestorów:

- pierwszeństwo hipoteki będącej zabezpieczeniem wierzytelności banku hipotecznego przed innymi roszczeniami[230];
- przeznaczenie środków otrzymanych z egzekucji wierzytelności z rejestru zabezpieczeń listów zastawnych jedynie na zaspokojenie roszczeń z tytułu listów zastawnych[231];
- zapewnienie trwałości puli aktywów na wypadek upadłości emitenta do czasu uregulowania roszczeń posiadaczy listów zastawnych[232].

Uwarunkowania prawne związane z mechanizmem bankowości hipotecznej mające wpływ na stabilność systemu finansowego to także regulacja funduszy inwestycyjnych w UE, tj. dyrektywa dotycząca przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (*UCITS*)[233]. Mimo że regulacje UE skierowane są do nabywców instytucjonalnych listów zastawnych, to dotyczą one kształtu rynku bankowości hipotecznej jako całości. Fundusze prowadzące działalność w UE mogą inwestować maksymalnie 5% aktywów w papiery wartościowe jednego emitenta. W przypadku szczególnego rodzaju obligacji zabezpieczonych, spełniających określone warunki, limit inwestycyjny podniesiony jest do 25% (aczkolwiek łączna wartość inwestycji w listy zastawne nie może przekroczyć 80% aktywów całego funduszu)[234]. Obligacje te muszą z mocy prawa podlegać szczególnemu nadzorowi publicznemu. Środki pochodzące z ich emisji mogą być inwestowane w aktywa, które w całym okresie ważności obligacji pokrywają ewentualne roszczenia z nich wynikające. W sytuacji niewypłacalności emitenta, na zasadzie pierwszeństwa, aktywa te są wykorzystywane do pokrycia płatności narosłych odsetek i zwrotu kwoty głównej. Obligacje takie muszą być emitowane przez instytucję finansową z siedzibą statutową w państwie członkowskim UE. Te rozbudowane wymogi wypełniają jedynie listy zastawne. Dyrektywa została zaimplementowana do jurysdykcji poszczególnych państw UE. Ujednoliciła ona podstawowe cechy listów zastawnych w UE w płaszczyźnie szczególnego nadzoru publicznego, puli aktywów i pierwszeństwa egzekucji. Preferencyjne traktowanie listów zastawnych przez tę dyrektywę w zakresie limitów inwestycyjnych stanowi potwierdzenie ich wysokiej jakości kredytowej.

---

[230] *Ibidem*, art. 20, pkt. 1.

[231] *Ibidem*, art. 36.

[232] *The Costs and Benefits of Integration of EU Mortgage Markets*, Report for European Commission DG – Internal Market and Services, London Economics, August 2005, s. 128.

[233] Dyrektywa Rady Europy 85/611/EEC z 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), Dz.U. WE L 375/3, 31.12.1985 r., z późn. zmianami. Istotną zmianę wprowadzała Dyrektywa 2001/108/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r., Dz.U. WE L 41/35, 13.2.2002 r.

[234] Dyrektywa UCTSI została wdrożona w polskim ustawodawstwie ustawą z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. 2004, Nr 146, poz. 1546, z późn. zm., art. 97 i art. 145.

Kolejnym obszarem prawnym, który ukształtował rynek listów zastawnych, są międzynarodowe regulacje kapitałowe zawarte w dyrektywach 2006/48/EC i 2006/49/EC, które określają minimalne wymogi kapitałowe wynikające z ryzyka kredytowego[235]. Regulacje te są wynikiem działań Bazylejskiego Komitetu ds. Regulacji Bankowości i Procedur Nadzorczych, ustanowionego przez Bank Rozliczeń Międzynarodowych w roku 1974[236]. Komitet obejmuje przedstawicieli nadzoru bankowego i banków centralnych krajów G10[237] oraz Luksemburga i Hiszpanii. Mimo że jego zalecenia nie mają mocy prawnej, to rządy, poprzez reprezentację w Komitecie, są zobowiązane moralnie do implementacji jego zaleceń w regulacjach krajowych. Nowa Umowa Kapitałowa (tzw. Bazylea II), wdrożona w roku 2008, opiera pomiar adekwatności kapitałowej na trzech filarach, obejmujących[238]:

- minimalne wymogi kapitałowe,
- proces analizy nadzorczej,
- dyscyplinę rynkową.

Określa ona minimalne wymogi kapitałowe instytucji finansowych za pomocą różnych metod w stosunku do ryzyka kredytowego, rynkowego i operacyjnego. W praktyce minimalny wymagany współczynnik wypłacalności w zakresie finansowania nieruchomości mieszkaniowych spadł przy podejściu standardowym z poziomu 4% (8% × 50% waga ryzyka) do 2,8% (8% × 35% waga ryzyka) i przy podejściu zaawansowanym do 1,7% (8% × 21% waga ryzyka)[239]. Korzyścią wdrożenia Bazylei II, z punktu widzenia banków udzielających kredytów mieszkaniowych, było obniżenie wymogów kapitałowych, które sprzyjały redukcji kosztów finansowania. Wdrożenie podejścia zaawansowanego wymagało poniesienia określonych kosztów implementacji. W przypadku listów zastawnych 10% waga ryzyka została utrzymana w metodzie standardowej. Według metody ratingów wewnętrznych (*IRB*) waga w wersji podstawowej kształtuje się dla listów zastawnych w przedziale 8–12% i poniżej 8% w wersji zaawansowanej. Z kolei waga dla papierów wartościowych, które są oparte na kredytach hipotecznych, spadła znacząco z wcześniejszego poziomu 50%. Wynosi ona do 20% przy metodzie standardowej oraz do 7–20% w wersji podstawowej i poniżej 7% w wersji zaawansowanej metody ratingów wewnętrznych. Bazylea II wprowadziła wymóg wyceny nieruchomości będących zabezpieczeniem udzielonych kredytów

[235] Bazylejska pierwsza Umowa Kapitałowa z 1988 roku (tzw. Bazylea I) obejmowała głównie metodologię wyznaczania współczynnika wypłacalności. Jego wartość określona jako stosunek wielkości funduszy własnych do aktywów oraz zobowiązań pozabilansowych ważonych ryzykiem wyznaczona została na minimalnym poziomie 8%. Jej nowelizacja, dotyczącą ryzyka rynkowego, weszła w życie w styczniu 1996 roku.

[236] P. Dziekoński, *Nowa Bazylejska Umowa Kapitałowa – konsekwencje dla rynku kredytowego*, „Materiały i Studia", Zeszyt nr 164, Warszawa 2003, s. 9.

[237] W skład grupy G10 wchodzi jedenaście państw uprzemysłowionych: Belgia, Francja, Holandia, Japonia, Kanada, Niemcy, Stany Zjednoczone, Szwajcaria, Szwecja, Wielka Brytania i Włochy.

[238] P. Lis, *Rola listów zastawnych…*, *op. cit.*

[239] S. Walley, *Capital Adequacy and Property Valuation*, European Mortgage Federation, Brussels 2005.

hipotecznych. Dopuszcza ona ponadto szacunkową wartość rynkową nieruchomości obok wartości bankowo-hipotecznej.

Regulacje bazylejskie korzystnie traktują listy zastawne w zakresie wymogów kapitałowych, chociaż stosunkowo korzystnie traktują również uniwersalny model emisyjny i instrumenty sekurytyzacyjne. Większym beneficjentem Bazylei II stały się banki uniwersalne i instrumenty sekurytyzacyjne aniżeli specjalistyczne banki hipoteczne i listy zastawne. Niezależnie od tego, szczególnie rozbudowana regulacja ostrożnościowa banków hipotecznych i listów zastawnych, zastosowane mechanizmy zabezpieczeń i kontroli obrotu oraz przyjęte w związku z tym wymogi kapitałowe sprawiają, że instrumenty te słusznie postrzegane są przez inwestorów jako aktywa o najwyższej wiarygodności kredytowej.

2.2.4. Bariery rozwoju polskiego rynku listów zastawnych

Obecnie banki hipoteczne w Polsce prowadzą działalność w oparciu o uchwaloną 29 sierpnia 1997 roku ustawę o listach zastawnych i bankach hipotecznych, z późniejszymi zmianami. Pierwsze banki hipoteczne, które powstały pod rządami nowej ustawy, to Rheinhyp-BRE Bank Hipoteczny oraz HypoVereinsbank Bank Hipoteczny, oba utworzone w 1999 roku. Pierwszy z powstałych banków, Rheinhyp-BRE Bank Hipoteczny, prowadzi aktualnie działalność jako mBank Hipoteczny[240]. HypoVereinsbank Bank Hipoteczny powstał z przekształcenia uniwersalnego banku Hypo Bank Polska w bank hipoteczny i aktualnie działa jako Pekao Bank Hipoteczny. Śląski Bank Hipoteczny, powstały jako trzeci w roku 2003, w kolejnych latach zmienił nazwę na ING Bank Hipoteczny SA, aby następnie zostać zintegrowanym z ING Bankiem Śląskim SA w 2011 roku. W roku 2003 rozpoczął działalność Nykredit Bank Hipoteczny i zakończył ją w roku 2008[241]. W efekcie wyżej opisanych zmian do początku 2015 roku na polskim rynku działały jedynie dwa banki hipoteczne: BRE Bank Hipoteczny (obecnie mBank Hipoteczny) i Pekao Bank Hipoteczny. Brak zainteresowania banków otwieraniem swoich specjalistycznych banków hipotecznych i zamykanie lub integracja dotychczasowych podmiotów były wynikiem ułomności dotychczasowych rozwiązań prawno-ekonomicznych.

W następstwie intensyfikacji prac nad zmianą regulacji listów zastawnych, które miały na celu zniesienie barier rozwoju polskiego rynku, kolejne banki uniwersalne podjęły działania nad utworzeniem swoich banków hipotecznych. Na posiedzeniu 26 sierpnia 2014 roku KNF wydała zezwolenie na utworzenie PKO Banku Hipotecznego[242], który rozpoczął działalność operacyjną 1 kwietnia 2015 roku. Wnioski do KNF o powołanie swoich banków hipotecznych złożyły ponadto Raiffeisen Polbank

[240] Wcześniej BRE Bank Hipoteczny. *Sprawozdanie Zarządu z działalności Grupy BRE Banku SA w 2011 roku, Raport roczny 2011*, Grupa BRE Banku SA, Warszawa 2012, http://raportroczny2011.brebank.pl/download/raport/krotka-historia-bre-banku.pdf (dostęp 14.04.2016).

[241] Właścicielem banku był duński Nykredit.

[242] Komunikat Komisji Nadzoru Finansowego, http://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty/KNF_26_08_2014.html (dostęp 08.09.2014).

i Getin Noble Bank, a rozważa wystąpienie o specjalistyczną licencję bankową m.in. BZWBK, będący częścią grupy Santander.

Mimo że aktualnie obowiązująca polska ustawa o listach zastawnych została uchwalona w podobnym czasie, co w większości innych krajów UE, które w końcu XX wieku dołączyły do rynku listów zastawnych, z powodu istotnych braków polski rynek praktycznie nie wyszedł z początkowej fazy rozwoju. W wyniku działań polskiego środowiska bankowego przedstawiono pakiet rekomendacji dla zwiększenia atrakcyjności polskich listów zastawnych, na które składały się rozwiązania na rzecz podniesienia ich ratingu oraz poszerzenia bazy inwestorów[243].

W pierwotnych przepisach[244] brak było rozwiązań regulujących zaspokajanie wierzycieli listów zastawnych na wypadek upadłości emitującego je banku hipotecznego, funkcjonujących w innych krajach. Celem usunięcia tego braku rekomendacja zawierała uzupełnienie obowiązujących regulacji o określone brakujące zasady. W przypadku inwestorów zagranicznych odsetki płacone z tytułu listów zastawnych obciążone były obowiązkowym podatkiem dochodowym u źródła. Rekomendowano więc, aby listy zastawne wyłączone były z poboru u źródła podatku od osób prawnych (CIT). Z kolei w przypadku inwestorów krajowych przepisy jednoznacznie nie rozstrzygały, czy OFE i towarzystwa ubezpieczeniowe mają uwzględniać listy zastawne w ramach limitów inwestycyjnych danego emitenta, czy też nie. Zaproponowano więc, by dla tych podmiotów zastosować takie same rozwiązania, jak w przypadku TFI.

Większa efektywność przenoszenia portfela kredytowego pomiędzy bankiem uniwersalnym a bankiem hipotecznym wymagała zmian w prawie podatkowym w zakresie podatków VAT i CIT. Przystosowania do dyrektyw UE wymagały także rozwiązania krajowe w przedmiocie limitu refinansowania i automatyzacji procesu wpisu zabezpieczeń w księgach wieczystych.

Ustawa o podatku VAT nie rozstrzygała, czy w sytuacji zakupu wierzytelności kredytowych celem ich refinansowania należne jest zwolnienie z podatku VAT. Z kolei ewentualne przyszłe koszty powstałe z tytułu zawiązanych rezerw od zakupionych wierzytelności kredytowych nie stanowiły kosztów uzyskania przychodów. Istotne więc było stosowne uzupełnienie ustaw o podatku VAT i CIT. Ponadto dotychczasowa regulacja umożliwiała refinansowanie przez banki hipoteczne listami zastawnymi tylko 60% wartości portfela detalicznych kredytów hipotecznych. Zalecono więc, aby zgodnie z dyrektywami UE podniesiony został limit refinansowania do 80%. Postulowano także wdrożenie elektronicznego transferu zabezpieczeń wierzytelności, tak aby możliwa była masowa zmiana wpisów w księgach wieczystych.

---

[243] Problematyka poprawy stabilności polskiego systemu finansowego przez mechanizmy pozwalające na wydłużenie źródeł finansowania działalności kredytowej stanowiła przedmiot dyskusji na forum Europejskiego Kongresu Finansowego w Sopocie w 2011 roku. Problematyka ta była kontynuowana w ramach VI Kongresu Bankowości Detalicznej, który odbył się w Warszawie w 2013 roku. W efekcie powstał **pakiet rekomendacji** wykorzystania listów zastawnych dla zmniejszenia ryzyka wynikającego z braku dopasowania aktywów i pasywów w sektorze bankowym w Polsce.

[244] Ustawie o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz w prawie upadłościowym.

W oparciu o zidentyfikowane bariery rozwoju bankowości hipotecznej i rynku listów zastawnych polskie środowisko bankowe przygotowało zbiór rekomendacji. Objął on osiem obszarów szczegółowych i w postaci całościowego pakietu propozycji został przekazany do ministerstw Finansów i Sprawiedliwości.

Tab. 6. **Rekomendacje dla rozwoju rynku listów zastawnych w Polsce**

L.p.	Obszar rekomendacji	Ministerstwo Finansów	Ministerstwo Sprawiedliwości
1.	Limity emitenta w OFE	√	
2.	Podatek u źródła	√	
3.	Postępowanie upadłościowe banku hipotecznego	√	√
4.	Limit refinansowania kredytów hipotecznych listami zastawnymi	√	
5.	Koszty uzyskania przychodu nabytych wierzytelności	√	
6.	Transfer zabezpieczeń hipotecznych		√
7.	VAT z tytułu transferu wierzytelności	√	
8.	Opłata BFG i tworzenie funduszu ochrony środków gwarantowanych	√	

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów VI Kongresu Bankowości Detalicznej, Warszawa 2013.

W przypadku towarzystw ubezpieczeniowych dotychczasowy ustrój prawny zaliczał listy zastawne do limitów inwestycyjnych emitenta, a w przypadku TFI były one wyłączone. Udział banków w WIG 30 był w tym czasie istotny i wynosił np. 10% dla Pekao, 9% dla PKO BP i 3% dla BRE (obecnie mBank), a udział inwestycji OFE i towarzystw ubezpieczeniowych wynosił odpowiednio 10% i 5%. Uwzględnienie listów zastawnych w limitach inwestycyjnych emitenta znacznie ograniczało możliwości inwestycyjne rynku krajowego. W związku z tym zasadne wydawało się przeniesienie zapisów o wyłączeniu listów zastawnych z limitów emitenta z przepisów o TFI do regulacji towarzystw ubezpieczeniowych i OFE. Ostatecznie rekomendację tę zachowano jedynie dla OFE, a w przypadku towarzystw ubezpieczeniowych została ona wycofana z uwagi na odmienne uregulowania w dyrektywach unijnych[245].

[245] Usunięcie rekomendacji dotyczących listów zastawnych w określaniu limitu emitenta dla towarzystw ubezpieczeniowych zostało przedstawione podczas Europejskiego Kongresu Finansowego (Sopot 2014).

W przypadku inwestorów zagranicznych inwestujących w polskie listy zastawne, obowiązywał w Polsce obowiązek poboru podatku dochodowego u źródła, naliczany od odsetek od posiadanych listów zastawnych. W tym samym czasie inwestorzy w instrumenty dłużne emitowane przez miasto stołeczne Warszawa, Bank Gospodarstwa Krajowego i Skarb Państwa byli z tego podatku zwolnieni. Takie rozwiązanie było niespójne, niezrozumiałe i zniechęcało inwestorów zagranicznych do inwestowania w polskie listy zastawne. Jednocześnie w ramach umów o unikaniu podwójnego opodatkowania w praktyce podatek ten nie był pobierany. Aby uprościć procedurę i ułatwić dostęp do polskiego rynku dla inwestorów zagranicznych, rekomendowano wyłączenie z podatku u źródła inwestycji w polskie listy zastawne.

W ramach istniejących regulacji ryzyko inwestycji w polskie listy zastawne było oceniane przez agencje ratingowe i inwestorów na poziomie emitenta. Oznaczało to, że ryzyko tych papierów postrzegane było znacząco wyżej niż w innych jurysdykcjach. Brak było możliwości podniesienia oceny (*uplift*) polskich listów zastawnych wobec stosowanego wzrostu do nawet 8 punktów (*notches*) w przypadku innych krajów[246]. Źródłem niższej oceny agencji ratingowych były istotne braki w polskich uregulowaniach na wypadek upadłości banku hipotecznego. Sytuacja ta wymagała właściwego uszczegółowienia przepisów prawa co do sposobu zaspokajania wierzycieli w sytuacji upadku emitenta listów zastawnych.

Podobnie jak w przypadku innych kredytów hipotecznych, zgodnie z zapisami ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych, listy zastawne mogły refinansować wierzytelności mieszkaniowe do wysokości 60% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości. Dyrektywy europejskie umożliwiały refinansowanie za pomocą listów zastawnych do 80% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości. Wydawało się więc uzasadnione, aby możliwe było refinansowanie listami zastawnymi 80% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości dla kredytów mieszkaniowych, zachowując 60% pułap dla komercyjnych kredytów hipotecznych finansujących biura, centra handlowe i magazyny.

Ustawa o CIT stanowiła, że banki mogły zaliczyć do kosztów uzyskania przychodu określone rezerwy celowe, nieściągalne i umorzone wierzytelności oraz straty na sprzedaży wierzytelności z kredytów i pożyczek, które zostały sprzedane do funduszu sekurytyzacyjnego albo towarzystwa funduszy. Zgodnie z interpretacją Ministerstwa Finansów możliwości te były ograniczone do wierzytelności z kredytów i pożyczek, które dany bank udzielił, i nie miały zastosowania do wierzytelności nabytych od innych podmiotów, w tym banków. Rekomendowano więc rozszerzenie ustawy o CIT o zapis, który umożliwiałby zaliczenie do kosztów uzyskania przychodu rezerw utworzonych na wierzytelnościach z kredytów i pożyczek zakupionych przez bank hipoteczny od innych banków (w praktyce od swojego banku macierzystego).

Sprzedaż kredytu hipotecznego pociąga za sobą konieczność zmiany zapisu zabezpieczenia w księdze wieczystej. Wpis do księgi wieczystej z tytułu przelewu wierzytelności hipotecznej ma charakter konstytutywny. Oznacza to, że zabezpieczenie zmienia się na rzecz nowego beneficjenta dopiero w momencie dokonania wpisu w księdze

[246] Według agencji ratingowej Fitch.

wieczystej. W przypadku masowej zmiany beneficjenta, w sytuacji przelewu wierzytelności z tytułu nabycia portfela kredytów hipotecznych, zdarzenie takie skutkowałoby poważnym operacyjnym obciążeniem sądów, powodując wydłużenie czasu wpisu. Cały ten proces, obejmujący przygotowanie, składanie i rozpatrywanie wniosków bankowych o wpis w księgach wieczystych, winien być więc w jak największym stopniu zautomatyzowany i realizowany w formie elektronicznego obiegu dokumentów.

W ustawie o VAT brak było zapisów, które precyzowałyby sytuację podatkową nabycia wierzytelności kredytowych dla ich dalszego refinansowania. W tej sytuacji banki hipoteczne działające w Polsce występowały o indywidualne interpretacje podatkowe. Wynikało z nich, że przeniesienie portfela wierzytelności celem jego refinansowania zwolniony jest z VAT. Dla uproszczenia procesu, aby uniknąć konieczności występowania przez każdy bank hipoteczny o indywidualną interpretację podatkową, zaproponowano zmianę ustawy tak, aby zakup wierzytelności kredytowej celem jej refinansowania był z mocy ustawy zwolniony z podatku VAT.

Zgodnie z ustawą o BFG aktywa pochodzące z wyemitowanych listów zastawnych były zwolnione z opłaty rocznej, a także z wymogu płatności na rzecz funduszu ochrony środków gwarantowanych. Rekomendowano utrzymanie tego rozwiązania w noweli ustawy o BFG i uporządkowanej likwidacji banków, aby pochodzące z emisji listów zastawnych aktywa zwolnione były z opłaty rocznej, opłat na fundusz środków gwarantowanych i innych obciążeń na rzecz BFG, z uwagi na swoją wysoką jakość kredytową.

W ramach Kongresu Bankowości Detalicznej postulowano także, aby listy zastawne dodać do obowiązkowego limitu minimum 75% aktywów, które OFE miały inwestować w akcje, w ramach ustawy o zmianie ustaw z związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w OFE. Rozszerzenie kategorii lokat o inwestycje w listy zastawne miało dotyczyć emisji krajowych banków hipotecznych na terenie Polski, w ramach oferty publicznej lub notowań na rynku regulowanym. Zaletami takiego rozszerzenia byłoby:

- wydłużenie źródeł finansowania dla kredytów hipotecznych, co prowadziłoby do zmniejszenia ryzyka kryzysu w systemie bankowym w Polsce;
- dywersyfikacja, stabilizacja i wzrost jakości portfela OFE, ponieważ hipoteczne listy zastawne charakteryzują się często wyższym ratingiem od kraju emitenta, będąc atrakcyjnym substytutem obligacji skarbowych;
- wzmocnienie rynku kapitałowego, gdyby przyjąć formułę obowiązkowego ich notowania na rynku wtórnym, co prowadziłoby do podniesienia wiarygodności rynku obligacji, listy zastawne bowiem należą do najbardziej wiarygodnych instrumentów dłużnych;
- zwiększenie elastyczności rynku kapitałowego.

Rząd przyjął w sierpniu 2014 roku przygotowany przez Ministerstwo Finansów projekt założeń do ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych, który oparty był o przedstawione wyżej rekomendacje środowiska bankowego[247]. Uregulowania

[247] *Projekt ustawy o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw*, Biuletyn Informacji Publicznej Rządowego Centrum Legislacji, http://legislacja.rcl.gov.pl/lista/1/projekt/199050 (dostęp 17.04.2014).

dotyczące VAT w zakresie transferu wierzytelności przekazano do indywidualnej interpretacji podatkowej, a zagadnienie automatyzacji transferu zabezpieczeń hipotecznych wyłączono z racji odrębnych uregulowań[248]. Proponowane rozszerzenie kategorii lokat OFE o listy zastawne, w ramach limitu 75%, nie zostało przez rząd uwzględnione.

Długo oczekiwana nowela, mająca na celu odblokowanie polskiego rynku listów zastawnych, obejmująca kluczowe rekomendacje polskiego środowiska bankowego, została przyjęta przez polski parlament i podpisana przez prezydenta 5 sierpnia 2015 roku. Ustawa weszła w życie 1 stycznia 2016 roku. W ten sposób odblokowane zostały wcześniejsze główne bariery dla rozwoju polskiego rynku listów zastawnych.

Nowe regulacje są milowym krokiem w rozwoju bankowości hipotecznej i rynku listów zastawnych w Polsce. Adresują one wszystkie kluczowe problemy, które były podnoszone przez środowisko bankowe i szeroko otwierają drzwi do chłonnego eurorynku listów zastawnych na nowe polskie instrumenty. Dynamiczny rozwój polskiego rynku listów zastawnych pozwoliłby na jakościową poprawę ryzyka systemowego poprzez zmniejszenie strukturalnej luki płynności. Natomiast nowym istotnym utrudnieniem dla rozwoju rynku listów zastawnych i banków hipotecznych, które pojawiło się już po uchwaleniu noweli, jest wprowadzony w życie podatek bankowy. Oparty jest on na aktywach i nie wyłącza listów zastawnych, ani będących ich zabezpieczeniem wierzytelności hipotecznych, z podstawy opodatkowania. Ponadto gorsze warunki emisyjne polskich listów zastawnych w 2016 roku wynikają z obniżenia ratingu i pogorszenia perspektywy kredytowej Polski przez wiodące agencje ratingowe. Przekłada się to na niższą ocenę kredytową listów zastawnych, a tym samym na wyższe koszty refinansowania aktywów przez polskie banki hipoteczne.

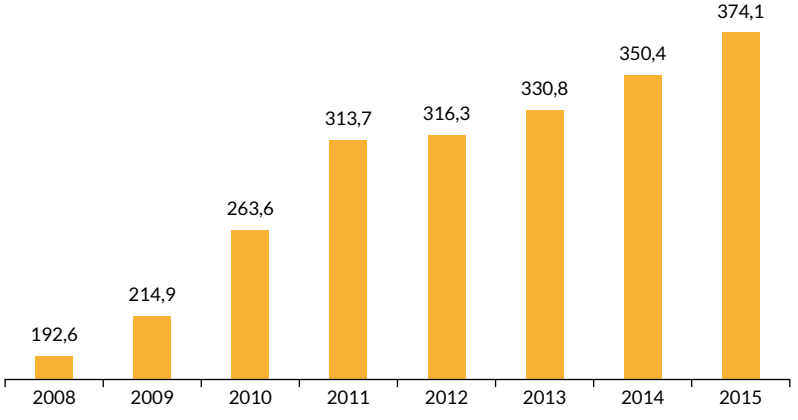
2.3. Listy zastawne w Polsce

Polski rynek listów zastawnych, jego pozostawanie na początkowym etapie rozwoju (mimo noweli ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych w roku 2015) oraz jego perspektywy rozwojowe zostały przedstawione w kontekście bazy, jaką stanowi rynek hipotecznych kredytów mieszkaniowych, w ramach szerszych uwarunkowań ekonomiczno-społecznych.

2.3.1. Polski rynek kredytów hipotecznych

Mieszkaniowe kredyty hipoteczne stanowią około 60% zadłużenia polskich gospodarstw domowych, w ramach kredytów bankowych. Według stanu na koniec 2015 roku aktywnych było w Polsce 1,995 mln umów kredytowych zabezpieczonych hipoteką na nieruchomościach mieszkalnych, a łączne zadłużenie gospodarstw domowych z tego tytułu przekraczało 374 mld złotych.

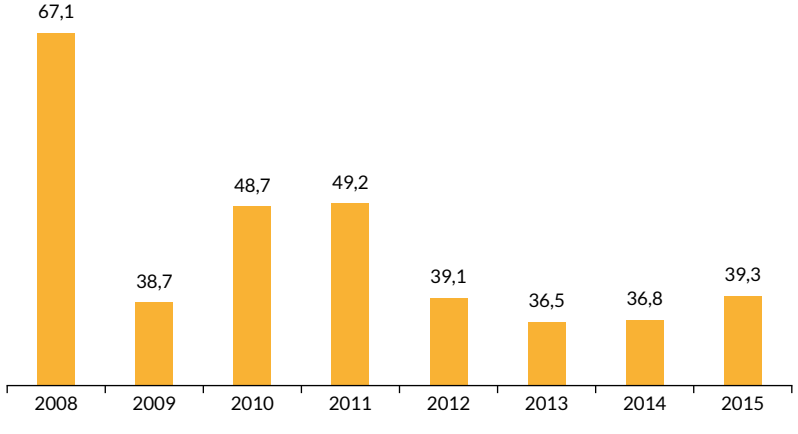
[248] Problematyka ta została podjęta w projekcie ustawy o zmianie ustawy kodeks postępowania cywilnego, ustawy o księgach wieczystych i hipotece oraz niektórych innych ustaw. W projekcie tym zawarto wymóg inicjowania postępowania wieczysto-księgowego przez notariuszy drogą elektroniczną.



Rys. 17. **Należności sektora bankowego w Polsce z mieszkaniowych kredytów hipotecznych w latach 2008–2015 (w mld PLN)**

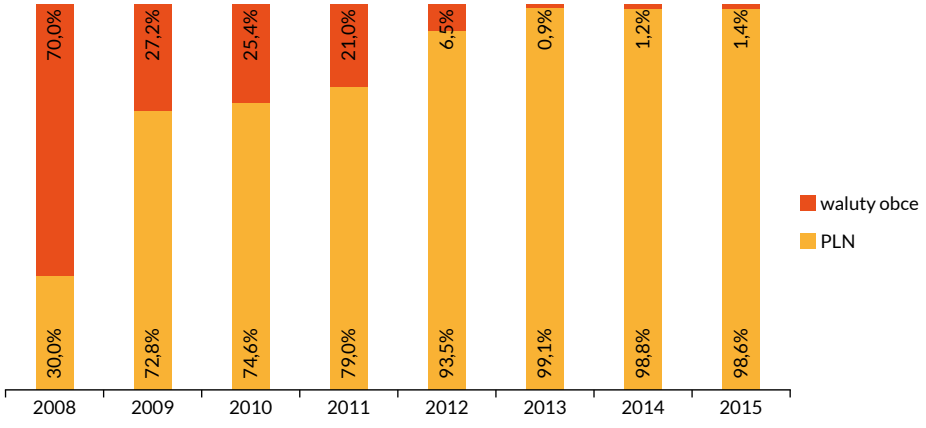
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *Raportu AMRON-SARFiN. Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości 4/2015*, Związek Banków Polskich, luty 2016.

W ostatniej dekadzie polski rynek mieszkaniowych kredytów hipotecznych dynamicznie rósł. Szczególny wzrost miał miejsce w latach 2009–2011 oraz 2013–2015, a spadek dynamiki sprzedaży w roku 2012 był wynikiem zmian w ofercie banków. Rynek kredytów zabezpieczonych hipoteką na nieruchomościach mieszkalnych w okresie ostatnich 10 lat podlegał istotnym zmianom. Banki starały się kształtować swoją ofertę w taki sposób, aby była ona z jednej strony dostępna i atrakcyjna dla ich klientów, a z drugiej pozwalała ograniczać ryzyko kredytowe.



Rys. 18. **Nowe hipoteczne kredyty mieszkaniowe w Polsce w latach 2008–2015 (w mld PLN)**

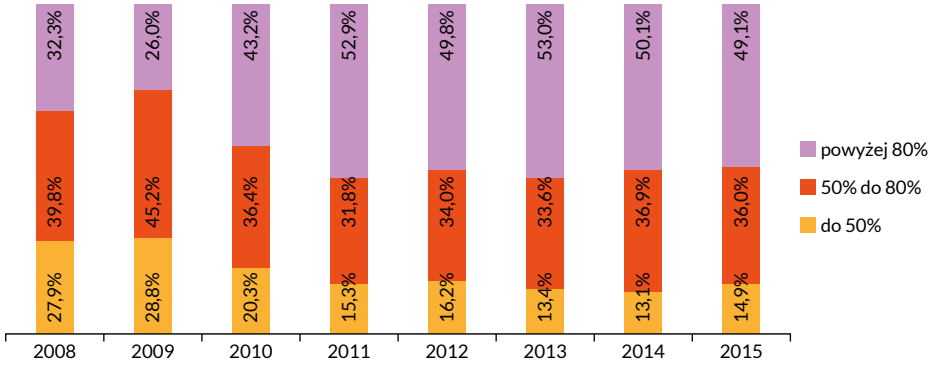
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *Raportu AMRON-SARFiN…, op. cit.*



Rys. 19. **Struktura walutowa nowej sprzedaży hipotecznych kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2008–2015**

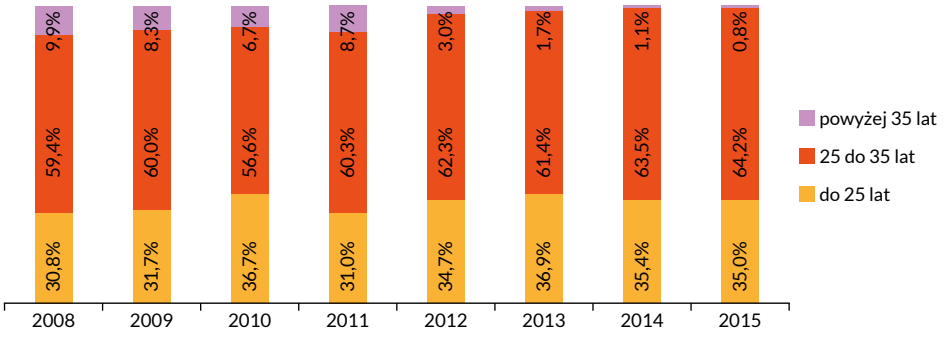
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *Raport AMRON-SARFiN…, op. cit.*

W środowisku relatywnie wysokich złotowych stóp procentowych banki oferowały kredyty w walutach obcych (głównie we frankach szwajcarskich, a także w euro). Ich oprocentowanie było nawet kilkakrotnie niższe od oprocentowania kredytów złotowych, co przekładało się na istotnie niższe miesięczne obciążenie kredytobiorców ratami kredytowymi. Różnica w oprocentowaniu bazowym między złotym a walutami obcymi pozwalała bankom na stosowanie wyższych marż kredytowych. Miało to rekompensować dodatkowy czynnik ryzyka kredytowego, jakim był fakt udzielania kredytu w walucie innej od waluty, w której kredytobiorca uzyskiwał swoje dochody, oraz od waluty, w której wyrażona była wartość nieruchomości stanowiącej jego zabezpieczenie. Jak się później okazało, przyjęty bufor marży okazał się niewystarczający, aby pokryć rzeczywiste ryzyko wynikające z niedopasowania struktury walutowej finansowania. W związku z ryzykiem walutowym i wynikającą z niego regulacją nadzoru obecnie praktycznie cała akcja kredytowa realizowana jest w walucie krajowej.



Rys. 20. **Wskaźnik LTV nowej sprzedaży hipotecznych kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2008–2015**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *Raport AMRON-SARFiN…, op. cit.*



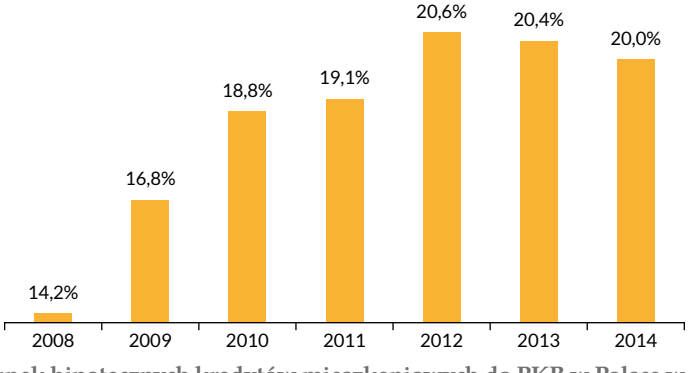
Rys. 21. O**kres spłaty nowych hipotecznych kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2008–2015**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *Raport AMRON-SARFiN…, op. cit.*

Dążąc do uatrakcyjnienia oferty kredytów zabezpieczonych hipoteką na nieruchomościach mieszkalnych, banki dopuszczały również udzielanie kredytów, których wartość przekraczała wartość nieruchomości stanowiącej ich zabezpieczenie, a okres spłaty sięgał 40 lat. Obecnie ponad 99% kredytów udzielanych jest z okresem spłaty do 35 lat, natomiast nadal około połowy kredytów udzielanych jest ze wskaźnikiem wielkości kredytu do wartości zabezpieczenia hipotecznego (*loan to value, LTV*) przekraczającym 80%, co wynika z niewystarczającego wkładu własnego kredytobiorców.

Wraz ze spadkiem złotowych stóp procentowych oraz w dążeniu do ograniczenia ryzyka kredytowego banki stopniowo zmieniały swoją ofertę. Obecnie w ślad za rekomendacjami Komisji Nadzoru Finansowego kształtuje się ona następująco:

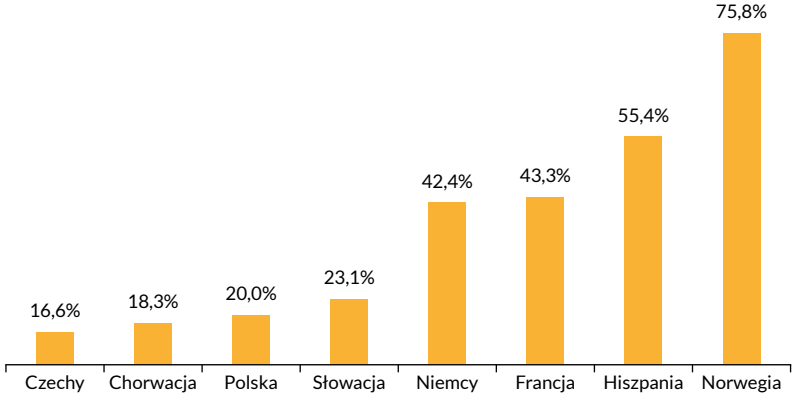
- kredyty udzielane są w walucie, w której kredytobiorca uzyskuje swój dochód;
- wartość kredytu nie przekracza wartości nieruchomości, która stanowi 90% wartości jego zabezpieczenia (Komisja Nadzoru Finansowego zaleciła bankom, aby wartość wskaźnika *LTV* w momencie udzielenia kredytu nie przekraczała poziomu 80%, przy czym dopuściła stopniowe dochodzenie do tego wskaźnika docelowo w roku 2017);
- okres spłaty zobowiązań z tytułu kredytu zabezpieczonego hipotecznie na nieruchomości mieszkalnej nie dłuższy niż 35 lat.



Rys. 22**. Stosunek hipotecznych kredytów mieszkaniowych do PKB w Polsce w latach 2008–2014**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *Hypostat 2015…, op. cit.*

W związku z szybkim wzrostem PKB, pomimo dynamicznego wzrostu rynku kredytów zabezpieczonych hipoteką na nieruchomościach mieszkalnych, ich relacja do PKB zmniejszała się w latach 2013–2014. Wskaźnik ten, wynoszący dla Polski 20% na koniec 2014 roku, należał do najniższych w Europie (średnia w UE wyniosła 49,6%), co świadczy o dużym potencjale wzrostu tego rynku w przyszłości.



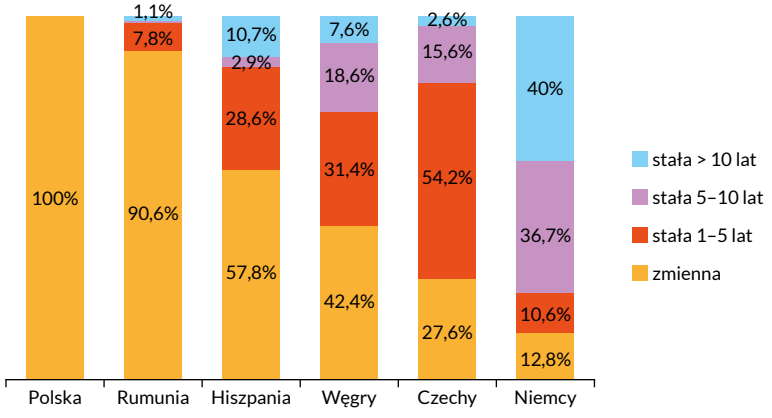
Rys. 23. **Stosunek hipotecznych kredytów mieszkaniowych do PKB w wybranych krajach UE w roku 2014**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *Hypostat 2015…, op. cit.*

Według stanu na koniec 2014 roku najwyższy wskaźnik kredytów zabezpieczonych hipotekami na nieruchomościach mieszkalnych, 75% PKB i powyżej, występował w UE w: Danii (114,0%), Holandii (95,7%), Szwecji (78,8%) oraz Wielkiej Brytanii (75,0%). Najniższy wskaźnik, do 25%, występował zaś w: Rumunii (6,7%), Bułgarii (8,3%), Słowenii (14,4%), na Litwie (16,4%), Węgrzech (16,6%), w Czechach (16,6%), Chorwacji (18,3%), na Łotwie (19,5%), w Polsce (20,0%), we Włoszech (22,2%) i na Słowacji (23,1%).

Hipoteczne kredyty mieszkaniowe są udzielane w Polsce praktycznie wyłącznie na bazie zmiennej stopy procentowej, co jest ewenementem w skali UE[249]. Sytuacja ta powoduje poważne ryzyko stopy procentowej dla konsumenta i dla banku, czego przykładem jest aktualnie żywo dyskutowana kwestia restrukturyzacji kredytów frankowych. Na przestrzeni trzech lat (od I kwartału 2013 r. do I kwartału 2016 r.) można zaobserwować w UE zwiększanie się udziału kredytów o stałej stopie w stosunku do udziału kredytów opartych na stopie zmiennej oraz wydłużanie się okresu gwarantowania stałej stopy procentowej. Generalnie, im bardziej rozwinięta, stabilna gospodarka i system finansowy oraz rynek hipoteczny i kapitałowy, a także niższe stopy procentowe, tym większy jest udział finansowania opartego na stałej stopie procentowej i tym bardziej wydłużają się okresy gwarantowania stałej stopy procentowej.

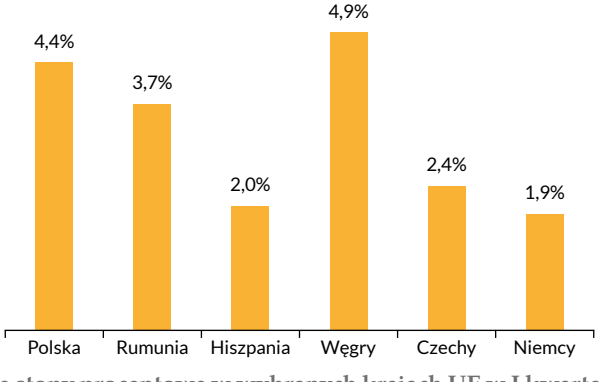
[249] Spośród krajów UE objętych badaniem: Belgii, Czech, Danii, Niemiec, Węgier, Irlandii, Włoch, Polski, Portugalii, Rumunii, Hiszpanii, Szwecji i Wielkiej Brytanii.



Rys. 24. **Struktura stopy procentowej nowych kredytów hipotecznych w wybranych krajach UE w I kwartale 2016 roku (w %)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *Quarterly review of European mortgage markets, Q1 2016,* European Mortgage Federation.

Najniższe udziały procentowe finansowania w stopie zmiennej, poniżej 25%, zanotowały w I kwartale 2016 roku: Belgia (1,6%), Niemcy (12,8%), Wielka Brytania (15,5%) i Dania (22,0%). Najwyższy udział finansowania opartego o zmienną stopę procentową występował zaś w: Polsce (100%), Rumunii (90,6%) oraz w Portugalii (79,7%).



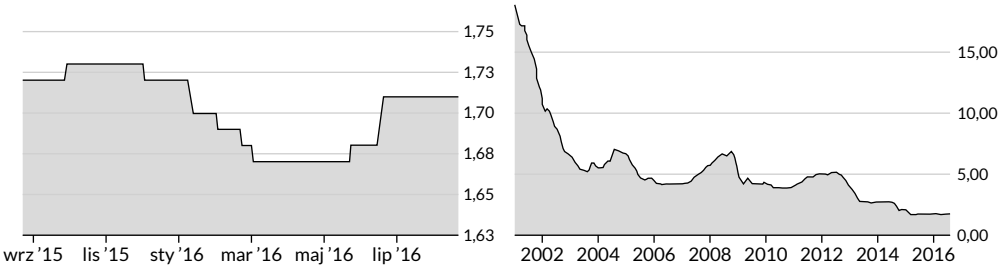
Rys. 25. **Hipoteczne stopy procentowe w wybranych krajach UE w I kwartale 2016 roku (średnia ważona w %)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *Quarterly review of European mortgage markets…, op. cit.*

Najniższy średni ważony koszt finansowania hipotecznego w I kwartale 2016 roku, poniżej 2%, występował w: Danii (1,17%), Szwecji (1,50%), Niemczech (1,91%) i Portugalii (1,99%), a najwyższy, powyżej 4%, na Węgrzech (4,89%) i w Polsce (4,40%)[250].

Aktualnie stopy procentowe w Polsce są najniższe w historii i tylko kwestią czasu jest ich wzrost oraz otwarta jest dyskusja na temat skali możliwej aprecjacji.

[250] *Ibidem.*



Rys. 26. **Wibor 3-miesięczny w okresie 09/2015–08/2016 i w latach 2001–2016 (w%)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bankier.pl http://www.bankier.pl/kredyty-hipoteczne/stopy-procentowe/wibor?gclid=CNTgk-G49c4CFeXhcgod2v4CCQ (dostęp 20.08.2016).

Nie są dotąd rozpoznane przez ekonomistów wpływ i dalekosiężne skutki szeroko prowadzonej polityki luzowania ilościowego, z której odmianą mamy obecnie do czynienia również w Polsce.

W połowie 2016 roku możliwość stałego oprocentowania kredytu hipotecznego oferowało na polskim rynku pięć banków: PKO / PKO Bank Hipoteczny, Deutsche Bank, BZWBK (grupa Santander), BNP Paribas i Alior Bank (grupa PZU). Oprocentowanie tych kredytów wynosiło od 3,45% do 5,56% rocznie (dla kredytu o wartości 300 tys. zł na okres 30 lat z 25% wkładem własnym), przy stawce Wibor 3-miesięczny wynoszącej 1,71% i marży na poziomie 2%. Najdłuższy, 7-letni okres stałego oprocentowania w Alior Banku przekładał się na stosunkowo wysoki koszt kredytu w wysokości 5,56% rocznie.

Szeroko stosowane narzędzia luzowania ilościowego potencjalnie niosą za sobą ryzyko skoku inflacyjnego. Przyszły wzrost stóp procentowych w eurolandzie i w Polsce wynikać może również z powrotu gospodarek na szybszą ścieżkę wzrostu gospodarczego, który niesie ze sobą wzrost inflacji. Niezależnie od przyszłej skali aprecjacji stóp procentowych może to oznaczać dla polskich konsumentów nieoczekiwany wzrost kosztów obsługi kredytów hipotecznych, na skalę nieporównanie większą od aktualnego problemu kredytów frankowych. Wynika to chociażby z niższego poziomu edukacji ekonomicznej tego segmentu klientów w stosunku do klientów kredytów frankowych, ich niższych dochodów, a tym samym mniejszego buforu płynnościowego do obsługi rat kredytowych czy wręcz jego braku. W przypadku uchwalenia przez polski parlament pomocy „frankowiczom" należy się liczyć z takim samym żądaniem w przyszłości ze strony klientów kredytów zmiennoprocentowych. Sytuacja ta mogłaby być niebezpieczna dla stabilności poszczególnych banków i całego sytemu finansowego. W tym kontekście pełzające podnoszenie cen kredytów hipotecznych przez banki, w związku z wprowadzeniem podatku bankowego, ma znaczenie marginalne. Rozwiązanie tego problemu leży w jak najszybszym rozwoju stałoprocentowych kredytów hipotecznych, które mogą być finansowane za pomocą listów zastawnych. Tu jednak pojawia się problem długości zabezpieczenia stopy

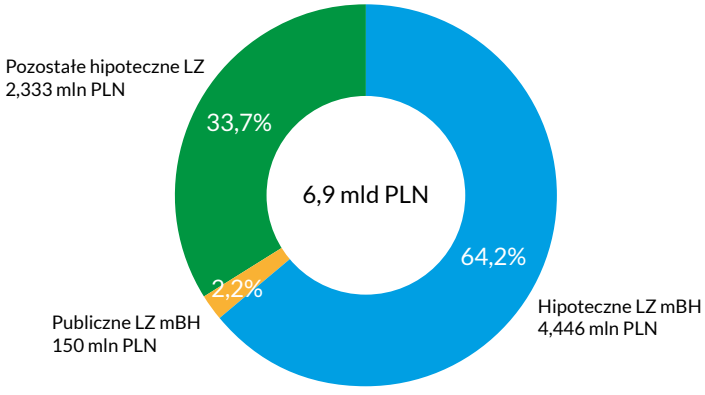
procentowej i wynikającego z tego kosztu takiego zabezpieczenia[251]. Dodatkowym problemem jest relatywnie wysoka baza (Wibor) wynikająca z zachowania waluty narodowej i nieprzyjęcia dotąd przez Polskę euro, co istotnie obniżyłoby całkowity koszt kredytu stałoprocentowego w dłuższej perspektywie finansowania. Bezpiecznym z punktu widzenia konsumenta rozwiązaniem byłaby stała stopa procentowa w całym okresie finansowania. Stały poziom marży jest dla konsumenta korzystniejszym rozwiązaniem niż zmienna stopa procentowa, zakładając akceptowalny przyrost kosztu finansowania z tytułu transakcji zabezpieczającej. Nie można też wykluczyć niezadowolenia i roszczeń konsumentów, gdyby stopy procentowe niespodziewanie spadły, a klient musiałby płacić istotnie wyższą marżę w długim horyzoncie czasowym. Rozwiązaniem wydaje się tu dbałość banku o rzetelne informowanie klienta o ryzyku stopy procentowej i skuteczne zabezpieczenie prawne w umowie kredytowej przed ewentualnymi przyszłymi roszczeniami wobec banku, co jednak nie chroni przed ryzykiem politycznym wprowadzenia ewentualnych regulacji w tym zakresie w przyszłości. Systematyczny wzrost rynku kredytów hipotecznych i jego ciągle niewielki udział w polskim PKB stanowią dobrą podstawę rozwoju rynku listów zastawnych, które, oparte o stałą stopę procentową, stabilizować będą rynek hipotecznych kredytów mieszkaniowych w Polsce, obniżając koszt finansowania dla konsumenta.

2.3.2. Emisje polskich listów zastawnych i ich uwarunkowania

Na polskim rynku działają trzy banki hipoteczne: mBank Hipoteczny, Pekao Bank Hipoteczny oraz PKO Bank Hipoteczny. Na mocy ustawy BGK może również emitować listy zastawne.

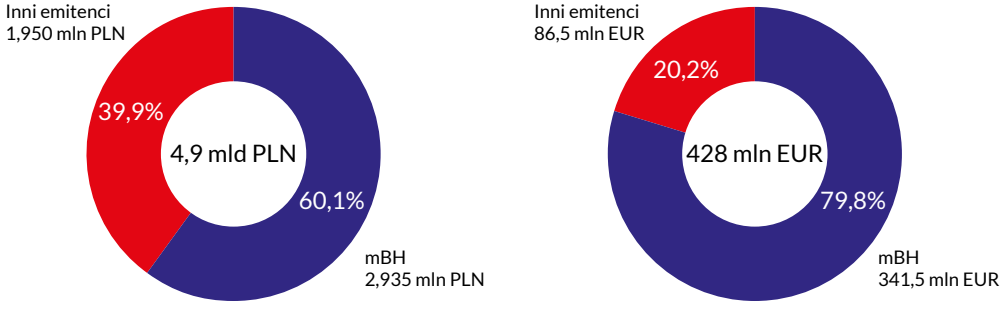
W grudniu 2000 roku HypoVereinsbank Bank Hipoteczny (obecnie Pekao Bank Hipoteczny) przeprowadził emisję hipotecznych listów zastawnych, która stanowiła pierwszą niematerialną emisję listów zastawnych w Polsce. Emisja nominowana była w euro, a jej łączna wartość wynosiła 3,6 mln euro. W latach 2003–2004 bank przeprowadził kolejne emisje listów zastawnych na łączną kwotę 140 mln złotych. W 2005 roku Komisja Papierów Wartościowych i Giełd dopuściła do publicznego obrotu program emisji hipotecznych listów zastawnych na okaziciela o łącznej wartości nominalnej 3 mld złotych. W tym samym roku bank uruchomił niepubliczną emisję hipotecznych listów zastawnych na kwotę 150 mln złotych. W 2010 roku Komisja Nadzoru Finansowego zaakceptowała prospekt sporządzony w związku z ofertą publiczną hipotecznych listów zastawnych w ramach drugiego programu hipotecznych listów zastawnych na okaziciela, o łącznej wartości nominalnej 2 mld złotych. W ramach tego programu, w latach 2010–2015, Pekao Bank Hipoteczny przeprowadził trzynaście emisji na łączną kwotę 920 mln złotych oraz 82 mln euro.

[251] Zwykle zamiana stopy zmiennej na stałą powoduje wzrost kosztu finansowania (stopa z premią), chociaż zdarzają się okresy na rynku, kiedy zamiana taka daje dodatkową korzyść w postaci obniżenia kosztu finansowania (stopa z dyskontem).

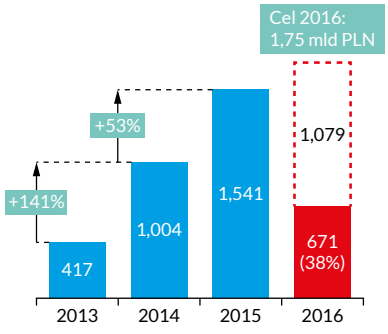


Rys. 27. **Emitenci i rodzaje polskich listów zastawnych według stanu na 30.06.2016 r.**
Źródło: opracowanie własne na podstawie *Covered Bond Investor Presentation*, August 2016, mBank Hipoteczny.

Obecnie polski rynek listów zastawnych jest zdominowany przez mBank Hipoteczny. Według stanu na 30 czerwca 2016 roku mBank Hipoteczny miał największy udział na polskim rynku wyemitowanych listów zastawnych w obrocie (około 66%) i jako jedyny wyemitował publiczne listy zastawne. Od roku 2012 bank emituje listy zastawne na rynku pierwotnym w euro i jest też emitentem listów zastawnych o najdłuższym okresie wykupu (15 lat). Bank wyemitował jako pierwszy na polskim rynku listy zastawne o stałym kuponie. W okresie od roku 2013 do połowy roku 2016 mBank Hipoteczny wyemitował listy zastawne o łącznej wartości 3,6 mld złotych. W drugiej połowie 2016 roku bank wyemitował kolejne listy zastawne o wartości 1,1 mld złotych. W strategii mBanku Hipotecznego listy zastawne mają stać się dominującym źródłem finansowania długoterminowego działalności kredytowej grupy w zakresie finansowania nieruchomości i stanowić o jej przewadze konkurencyjnej w środowisku zaostrzającej się polityki regulacyjnej. mBank Hipoteczny uplasował na rynku łącznie 11 emisji, w złotych i euro, opartych zarówno na zmiennej, jak i na stałej stopie.

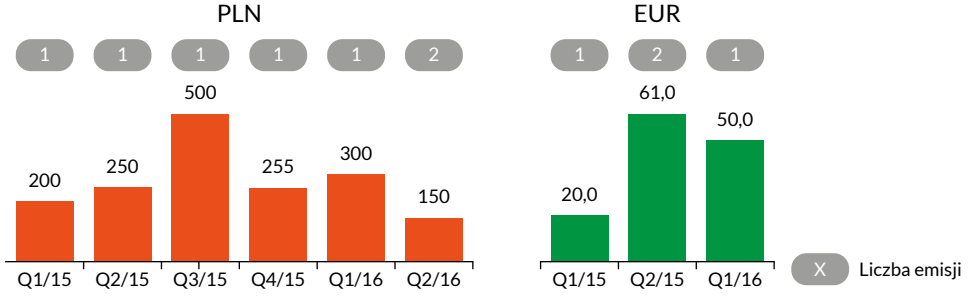


Rys. 28. **Struktura walutowa emisji polskich listów zastawnych wg stanu na 30.06.2016 r.**
Źródło: opracowanie własne na podstawie *Covered Bond Investor Presentation…, op. cit.*



Rys. 29. **Dynamika emisyjna listów zastawnych mBanku Hipotecznego w latach 2013–2016 (w mln PLN)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Covered Bond Investor Presentation…, op. cit.*



Rys. 30. **Emisje listów zastawnych mBanku Hipotecznego w okresie I kwartał 2015–II kwartał 2016 r. (w mln PLN)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Covered Bond Investor Presentation…, op. cit.*

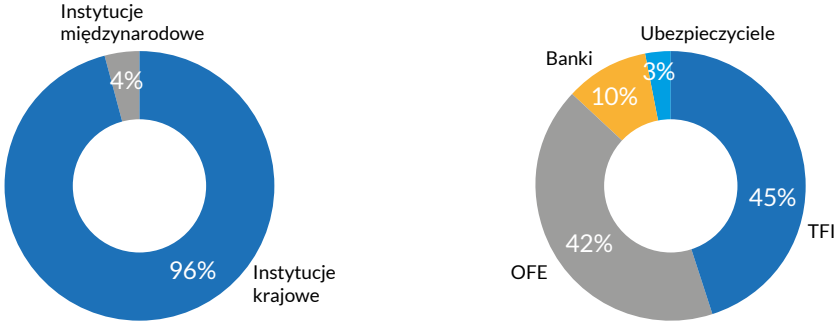
Większość stanowiły emisje w złotych oparte na zmiennej stopie procentowej (5 emisji). Bank uplasował po 2 emisje w euro oparte na stałej i na zmiennej stopie, a w II kwartale 2016 roku 2 emisje stało-kuponowe w złotych. Od końca czerwca 2016 roku emisje mBanku Hipotecznego miały długość od 4 do 6 lat (7 emisji), podczas gdy wcześniejsze emisje były dłuższe – od 7 do 10 lat (4 emisje).

Tab. 7. **Charakterystyka emisji listów zastawnych mBanku Hipotecznego w okresie 01.01.2015–30.06.2016**

Kwota	Waluta	Data emisji	Zapadalność	Okres (lata)	Kupon
200,0 M	PLN	20-02-2015	28-04-2022	7,2	WIBOR 6M + 78 pb
20,0 M	EUR	25-02-2015	25-02-2022	7,0	Fixed (1,135%)
250,0 M	PLN	15-04-2015	16-10-2023	8,5	WIBOR 6M + 87 pb
11,0 M	EUR	24-04-2015	24-04-2025	10,0	Fixed (1,285%)
50,0 M	EUR	24-06-2015	24-06-2020	5,0	EURIBOR 3M + 69 pb
500,0 M	PLN	17-09-2015	10-09-2021	5,0	WIBOR 3M + 110 pb
255,0 M	PLN	02-12-2015	20-09-2021	5,8	WIBOR 3M + 115 pb
300,0 M	PLN	09-03-2016	05-03-2021	5,0	WIBOR 3M + 120 pb
50,0 M	EUR	23-03-2016	21-06-2021	5,2	EURIBOR 3M + 87 pb
50,0 M	PLN	28-04-2016	28-04-2020	4,0	Fixed (2,91%)
100,0 M	PLN	11-05-2016	28-04-2020	4,0	Fixed (2,91%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Covered Bond Investor Presentation…, op. cit.*

PKO Bank Hipoteczny rozpoczął działalność operacyjną 1 kwietnia 2015 roku. Już w grudniu 2015 roku bank przeprowadził pilotażową emisję listów zastawnych o wartości 30 mln złotych, na okres 5 lat, z oprocentowaniem zmiennym opartym o Wibor 3-miesięczny z marżą 75 pb. W kwietniu 2016 roku bank wyemitował 5-letnie listy zastawne o wartości 500 mln złotych, z marżą 65 pb ponad Wibor 3-miesięczny, oparte na wysokiej jakości złotowych kredytach mieszkaniowych. Nadsubskrypcja wyniosła 2,5×. Listy zastawne objęło 26 inwestorów, w tym Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju.



Rys. 31. **Struktura pierwszej emisji PKO Banku Hipotecznego wg kraju pochodzenia i rodzaju inwestora**

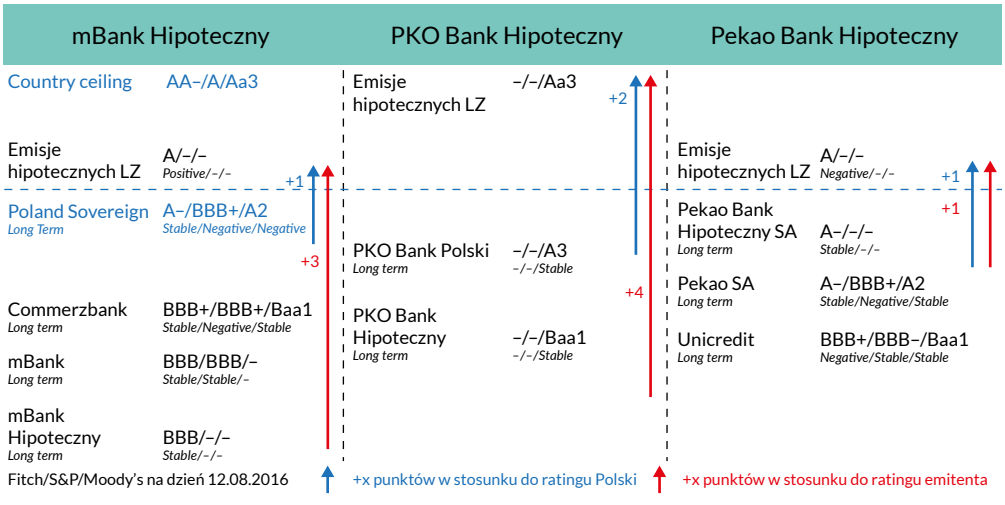
Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów *Druga benchmarkowa emisja listów zastawnych Grupy PKO Banku Polskiego, PKO Bank Hipoteczny, czerwiec 2016.*

Druga emisja 5-letnich listów zastawnych PKO Banku Hipotecznego, na kwotę 500 mln złotych, odbyła się w czerwcu 2016 roku. Inwestorom zaoferowano również papiery 5-letnie z marżą 59 pb ponad Wibor 3-miesięczny. Emisję objęło 23 inwestorów, w tym ponownie Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju, a nadsubskrypcja wyniosła 1,4×. Inwestorzy krajowi objęli blisko 75% emisji: OFE 37%, banki 30%, TFI 29%, a towarzystwa ubezpieczeniowe 4%. Podobnie jak w ramach pierwszej emisji, listy zastawne notowane są na GPW i BondSpot.

Zaletą nowych polskich listów zastawnych emitowanych w ramach znowelizowanych regulacji jest istotne zwiększenie ich jakości kredytowej w stosunku do ratingu emitującego je banku hipotecznego, banku właściciela oraz obligacji rządowych, do pułapu wyznaczonego przez ryzyko kraju (*country ceiling*).

Grupa PKO jest największą grupą bankową w Polsce pod względem aktywów, liderem na rynku kredytów mieszkaniowych (ponad 25% rynku), o najwyższej jakości kredytowej (*rating*) listów zastawnych (Aa3 wg Moody's). Wszystkie te atuty stanowią dobrą podstawę do objęcia pozycji lidera rynku listów zastawnych pod względem emisyjnym, czemu sprzyjać będzie wejście na eurorynek z tym instrumentem. Bank zapewniłby tym sobie konkurencyjną przewagę kosztową finansowania dalszej ekspansji na rynku mieszkaniowych kredytów hipotecznych i mógłby zaoferować bezpieczniejszą dla klienta i banku, powszechną na eurorynku, formułę finansowania opartą o stałą stopę procentową.

Tab. 8. **Relatywny rating nowych polskich listów zastawnych różnych emitentów**



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów *Druga benchmarkowa emisja listów zastawnych Grupy PKO Banku Polskiego, PKO Bank Hipoteczny, czerwiec 2016.*

W założeniach co trzeci kredyt mieszkaniowy grupy PKO BP ma pochodzić z banku hipotecznego. Przy miesięcznej hipotecznej akcji kredytowej rzędu 800 mln złotych, bank mógłby co kwartał emitować listy zastawne o wartości kilkuset milionów złotych. Ponadto bank ma możliwość odkupienia od PKO BP kwalifikowanej części portfela złotowych kredytów mieszkaniowych. Zakładając, że do skupu nadaje się 30–40% tego portfela z kwoty 58 mld złotych, to refinansowane mogłoby zostać dodatkowo około 20 mld złotych. PKO Bank Hipoteczny ma kredytować wyłącznie wysokiej jakości nieruchomości mieszkaniowe oddane do użytkowania. W związku z uchwaloną w 2015 roku nowelą o listach zastawnych i bankach hipotecznych, bank może po sukcesie emisji krajowych wyjść z emisją listów zastawnych na chłonny rynek międzynarodowy, który zdecyduje o dynamice rozwoju polskiego rynku listów zastawnych w najbliższych latach.

Polski rząd, rekomendując w 2015 roku zmiany regulacji w zakresie listów zastawnych i banków hipotecznych, założył, że rynek listów zastawnych osiągnie 20% nowej sprzedaży i 7% całego portfela hipotecznego w ciągu pięciu lat od wejścia w życie pakietu zmian ustawodawczych, tj. od 1 stycznia 2016 roku. W ocenie Ministerstwa Finansów udrożnienie akcji kredytowej banków ograniczonej przyszłymi wymogami dyrektywy kapitałowej (*Capital Requirements Directive IV, CRD IV*) i skierowanie środków na finansowanie gospodarki miałoby przynieść korzyści w wysokości 18 mld złotych dla firm, 7 mld złotych dla banków i 5 mld złotych dla budżetu państwa w perspektywie 10 lat. Oszczędności z tytułu podwyższonego ratingu kredytowego listów zastawnych powinny istotnie przewyższać koszty wprowadzonych zmian, m.in. z tytułu wymogu 10% nadzabezpieczenia czy wymogu 6-miesięcznego bufora płynności na zabezpieczenie płatności odsetek. Obiektywna wycena banko-

wo-hipotecznej wartości nieruchomości nie będzie stanowić problemu. Wartość ta w długim okresie oscyluje wokół wartości rynkowej, odchylając się od niej *in plus* lub *in minus* w zależności od fazy cyklu koniunkturalnego na rynku nieruchomości i przyczyniając się do stabilizacji wyceny w długim okresie czasu.

W ocenie prezesa mBanku listy zastawne staną się najszybciej rozwijającym się instrumentem finansowym polskiego rynku kapitałowego w najbliższych latach. Finansowanie budownictwa mieszkaniowego w Polsce bez tej formy napływu kapitału zagranicznego nie byłoby dalej możliwe w znaczącej skali, szczególnie wobec toczącej się obecnie dyskusji „frankowej". Dzięki nowym regulacjom ma szansę nastąpić dynamiczny rozwój rynku, bo wielu inwestorów międzynarodowych systematycznie inwestuje w takie instrumenty, a w obliczu obecnych problemów na południu Europy tym bardziej powinni zainteresować się oni polskimi nowymi emisjami. Listy zastawne mają stać się dominującym źródłem finansowania kredytów hipotecznych w mBanku i około 80% nowych kredytów mieszkaniowych ma udzielać bank hipoteczny. Bank zrealizował cel emisji na rok 2015 w wysokości 1,5 mld złotych. Wraz z wejściem w życie nowych regulacji wielkość ta została w roku 2016 podniesiona do 1,75 mld złotych. Prezes mBanku Hipotecznego oświadczył, że według stanu na maj 2015 roku bank pozyskiwał środki na finansowanie nieruchomości z marżą 90 pb (dla porównania czeskie banki osiągały w tym czasie marżę 38 pb), a różnica między kosztem finansowania długiem zabezpieczonym i niezabezpieczonym wynosiła 60–70 pb. W jego opinii w ciągu 3–5 lat banki hipoteczne mogą finansować co najmniej 25% nowej sprzedaży detalicznych kredytów hipotecznych.

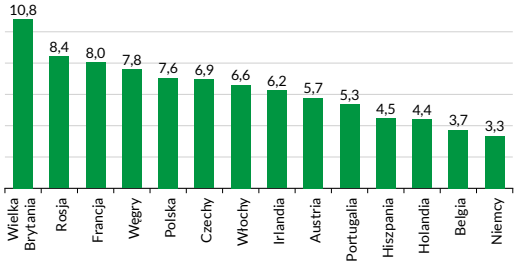
Jako że udział listów zastawnych w finansowaniu kredytów hipotecznych w krajach EOG wynosi średnio ponad 20%[252], to założenie 20% finansowania nowych kredytów hipotecznych za pomocą listów zastawnych w Polsce można przyjąć za docelowy scenariusz bazowy. Przy obecnej produkcji na poziomie około 38 mld złotych kredytów hipotecznych rocznie, oznacza to potencjał emisyjny listów zastawnych dla nowych detalicznych kredytów hipotecznych w wysokości około 7,6 mld złotych rocznie.

Przedmiotowe aktywa obejmowałyby więc w większości nową produkcję kredytową spełniającą wymogi plasowania listów zastawnych, aczkolwiek pewna część istniejącego portfela mieszkaniowych kredytów hipotecznych mogłaby również być przedmiotem refinansowania. Inwestorzy zagraniczni wypatrują listów zastawnych o wyższej rentowności, spoza strefy euro, w co idealnie wpisują się nowe polskie papiery. Oferując niewiele wyższe marże, Polska powinna stosunkowo łatwo pozyskać inwestorów, z których część wycofała się z rynku z uwagi na obniżkę rentowności tych instrumentów wskutek skupu aktywów prowadzonego przez EBC.

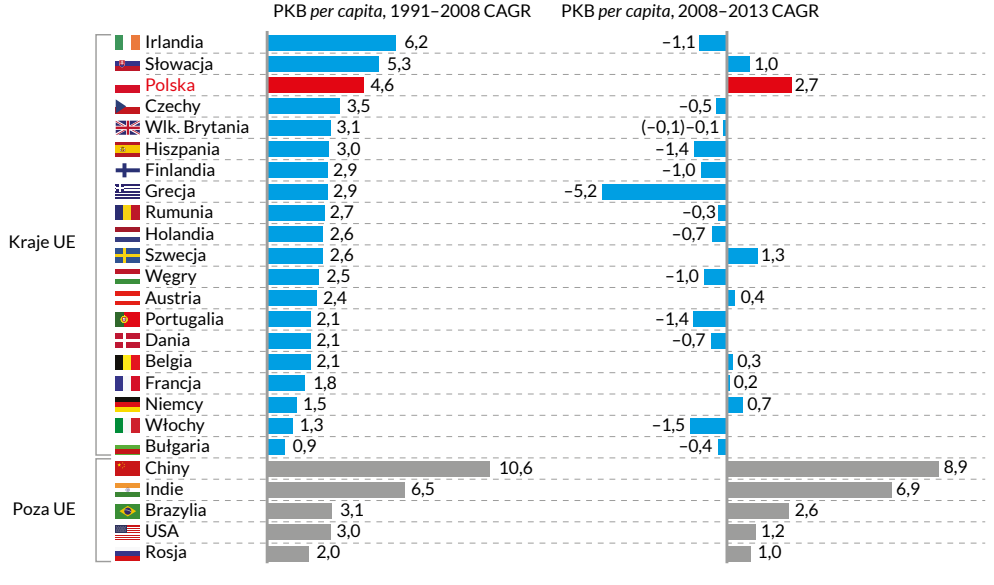
Rozwojowi rynku kredytów hipotecznych, a tym samym rozwojowi rynku listów zastawnych, sprzyja rosnąca zamożność Polaków. PKB Polski osiągnął 70% unijnej średniej (60% „starej UE") brutto na głowę mieszkańca, podczas gdy w 2004 roku, gdy Polska weszła do UE, nie przekraczał nawet połowy średniej.

[252] Wielkości te dla Czech i Słowacji wynoszą odpowiednio 43,4% oraz 22,4%, a dla Francji i Niemiec odpowiednio 20,4% oraz 15,3% (wg danych za rok 2014).

Polska pozostaje gospodarką wschodzącą, która notuje i powinna dalej notować wzrost gospodarczy wyższy niż w krajach rozwiniętych. Zdaniem Ministerstwa Finansów, zgodnie z Wieloletnim Planem Finansowym Państwa na lata 2014–2017, w 2018 roku PKB na głowę mieszkańca, przy uwzględnieniu realnej siły nabywczej naszej waluty, osiągnie 76% unijnej średniej i będzie ponad dwa razy wyższy niż na początku lat 90. Oznacza to kontynuację wzrostu płac. Z kolei raport McKinsey przewiduje, że jeżeli Polska utrzyma dotychczasowe tempo wzrostu gospodarczego, to w 2025 roku PKB *per capita* wyniesie 70% przeciętnej w państwach, które były członkami UE przed 2004 rokiem (tzw. „starej piętnastki"). Zgodnie z prognozami analityków Banku PKO BP, zakładając średnioroczny wzrost PKB z ostatnich 10 lat, polski PKB *per capita* zrówna się ze średnim unijnym poziomem w roku 2030. Jednocześnie rośnie zamożność Polaków i ich siła nabywcza na rynku nieruchomości.



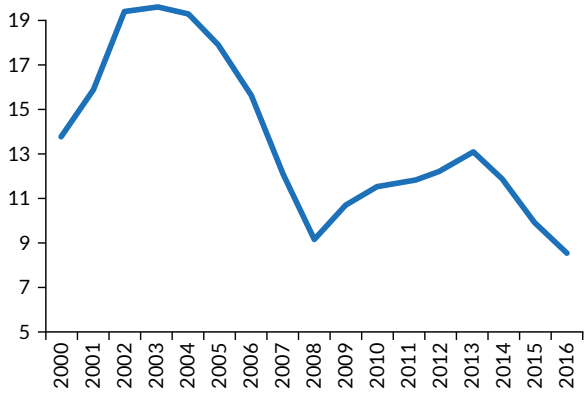
Rys. 32. **Liczba średnich rocznych pensji brutto za mieszkanie 70 m² w roku 2015**
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *Property Index…, op. cit.*



Rys. 33. **Polska wśród innych gospodarek pod względem dynamiki wzrostu w latach 1991–2013**
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

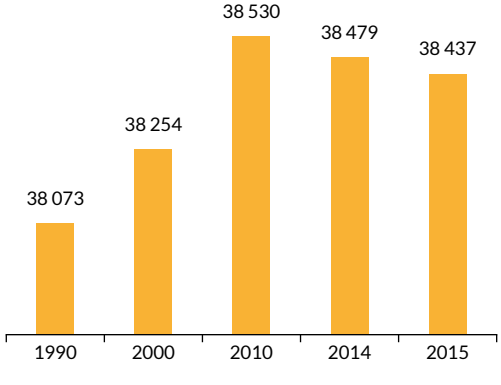
Polska była i pozostaje jedną z najszybciej rozwijających się gospodarek w UE przed kryzysem (4,6% CAGR PKB *per capita* w latach 1991–2008) i najszybciej rosnącą gospodarką w czasie obecnego kryzysu finansowego (2,7% CAGR PKB *per capita* w latach 2008–2013).

Rozwojowi rynku mieszkaniowego sprzyjać też będzie niski i spadający poziom bezrobocia w Polsce, które w połowie 2016 roku wielkością 8,6% osiągnęło historycznie najniższy poziom od 1989 roku, stymulując wzrost wynagrodzenia, a tym samym większą dostępność konsumentów do rynku mieszkaniowego. Według metodologii Eurostat bezrobocie w Polsce wyniosło w 2016 roku 6,2% czyli tyle ile w Austrii i Luksemburgu (niższe było tylko w sześciu krajach UE, w tym w Niemczech, gdzie wyniosło 4,2%).



Rys. 34. **Bezrobocie w Polsce w latach 2000–2016 (dane na lipiec danego roku w %)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego, http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/rynek-pracy/bezrobocie-rejestrowane/stopa-bezrobocia-w-latach-1990-2016,4,1.html# (dostęp 20.08.2016).



Rys. 35. **Liczebność Polski w latach 1990–2015 (w tys.)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Ludność. Stan i struktura oraz ruch naturalny w przekroju terytorialnym w 2015 r.*, Główny Urząd Statystyczny, Zakład Wydawnictw Statystycznych, Warszawa, czerwiec 2016.

W końcu 2015 roku ludność Polski liczyła 38,4 mln. Rok 2015 był czwartym z kolei, w którym odnotowano spadek liczby ludności po notowanym wcześniej (w latach 2008–2011) wzroście. Wskaźniki demograficzne oddziaływać więc będą nadal negatywnie na popyt na rynku mieszkań.

Najbliższe lata mogą być przełomowe dla polskiego rynku listów zastawnych. Pod rządami znowelizowanych regulacji listów zastawnych i banków hipotecznych rynek ten może dostać silnego przyspieszenia, przy założeniu rozwiązania blokującego charakteru podatku bankowego. Silne fundamenty rynku i sprzyjające otoczenie pozwalają z optymizmem patrzeć na jego rozwój w nadchodzących latach. Wydaje się, że dojdzie do przełomu i palmę pierwszeństwa pod względem emisji listów zastawnych mBankowi Hipotecznemu odbierze PKO Bank Hipoteczny. Interesującym zagadnieniem jest to, w ramach jakiego modelu zostanie zagospodarowane pozostałe 56% niepokrytego rynku hipotecznych kredytów mieszkaniowych, poza segmentem obsługiwanym już przez trzy obecnie funkcjonujące banki hipoteczne. Czy pojawią się kolejni specjalistyczni gracze z banków uniwersalnych już obecnych na polskim rynku, czy wejdzie do Polski nowy podmiot finansowy, czy niepokryty segment przejmie jeden z obecnych banków hipotecznych, czy może powstanie nowy gracz na polskim rynku listów zastawnych, działający w lekkiej formule *stricte* emisyjnej, bez kosztownego bagażu infrastruktury produkcji kredytowej? Ostatni scenariusz stanowiłby nową jakość dla polskiego rynku listów zastawnych. Umożliwiłby on wejście do gry pozostałym bankom udzielającym kredytów hipotecznych bez konieczności posiadania własnego banku hipotecznego. Współpraca taka mogłaby się odbywać na atrakcyjnych dla nich warunkach, które wynikałyby z możliwości pakietowania produkcji kredytowej z różnych mniejszych banków w większe paczki plasowane następnie na eurorynku na korzystniejszych warunkach rynkowych. Banki te mogłyby więc w ten sposób poprawić swoją pozycję konkurencyjną i cenową dla swoich konsumentów, wobec posiadających aktualnie naturalny handicap największych graczy rynkowych. Takie rozwiązanie sprzyjałoby przyspieszeniu dynamiki wzrostu rynku polskich listów zastawnych i poprawie stabilności polskiego systemu finansowego.

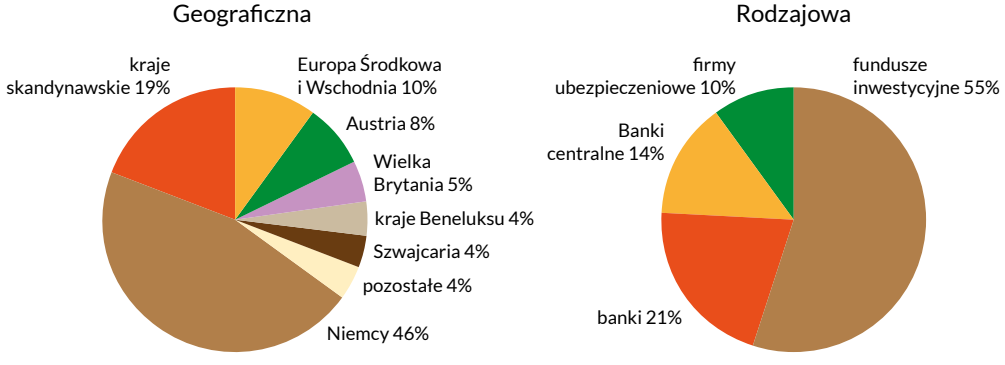
2.3.3. Pierwsza międzynarodowa emisja polskich listów zastawnych

Pierwszą międzynarodową emisję polskich listów zastawnych, w oparciu o znowelizowaną ustawę o listach zastawnych i bankach hipotecznych, przeprowadził 24 października 2016 roku PKO Bank Hipoteczny[253]. Program emisji został ustrukturyzowany i zaaranżowany przez bank Société Générale. PKO Bank Hipoteczny wyemitował listy zastawne o wartości 500 mln euro i terminie zapadalności 5 lat i 8 miesięcy ze stałym kuponem o rentowności 17,8 pb, zaledwie 3 pb powyżej kosztu długu emitowanego przez polski rząd. Oferta PKO Banku Hipotecznego spotkała się z dużym zaintereso-

[253] Aktualności, *Debiut listów zastawnych PKO Banku Hipotecznego na rynku międzynarodowym*, 17.10.2016 oraz *Listy zastawne PKO Banku Hipotecznego zadebiutowały na giełdzie papierów wartościowych w Luksemburgu*, 25.10.2016, PKO Bank Hipoteczny, http://www.pkobh.pl/.

waniem zagranicznych inwestorów. Ponad 90 inwestorów złożyło deklarację nabycia na łączną kwotę około 1,5 mld euro, co oznacza, że popyt trzykrotnie przewyższył podaż. Stosunkowo niski udział banków wśród inwestorów (21%) może oznaczać, że pierwsza emisja stanowi dla nich podstawę do ustanowienia limitów inwestycyjnych i ich udział w kolejnych emisjach może ulec zwiększeniu (do poziomu 40–50%).

Listy zastawne PKO Banku Hipotecznego denominowane w euro otrzymały długoterminową ocenę kredytową Aa3 wg Moody's. Jest ona identyczna z oceną znajdujących się w obrocie listów zastawnych PKO Banku Hipotecznego denominowanych w złotych. Jest to najwyższa ocena możliwa do osiągnięcia przez polskie papiery wartościowe, której ograniczeniem jest ocena kredytowa Polski (*country ceiling*) na poziomie Aa3.



Rys. 36. **Struktura inwestorów pierwszej międzynarodowej emisji polskich listów zastawnych**
Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Société Générale.

Prospekt emisyjny programu emisji listów zastawnych na rynek europejski o wartości 4 mld euro (wartość jednego listu wynosi minimum 100 tys. euro) zatwierdziła *Commission de Surveillance du Secteur Financier* w Luksemburgu. Program przewiduje, że emitowane w jego ramach listy zastawne mogą być równolegle notowane na giełdach w Warszawie i Luksemburgu (*Bourse de Luxembourg*).

W ten sposób grupa PKO dokonała dywersyfikacji źródeł finansowania i wydłużyła ich zapadalność. Środki z emisji stanowić będą silne wsparcie dla planowanego przez bank wprowadzenia kredytów hipotecznych o wydłużonym okresie stałego oprocentowania. Pozwoli ono ograniczyć ryzyko wzrostu raty kredytu konsumenta spowodowane wzrostem stóp procentowych. PKO Bank Hipoteczny planuje wprowadzić stałoprocentowe kredyty hipoteczne po wejściu w życie zmian prawnych. KNF prowadzi prace nad zmianą Rekomendacji S w zakresie kredytów mieszkaniowych o wydłużonym okresie stałego oprocentowania. KNF zaproponowała pierwotnie, aby stała stopa procentowa kredytu obowiązywała minimum 10 lat. Obecnie rynek listów zastawnych o stałym oprocentowaniu to głównie rynek papierów o 5–7-letnim okresie zapadalności, podczas gdy rynek instrumentów 10-letnich i dłuższych jest stosunkowo płytki. Należałoby więc raczej rozważyć termin 5–7-letni lub wprowadzić okresy przejściowe, w ramach których polski sektor bankowy stopniowo dochodzić będzie do produktów z 10-letnim okresem stałego oprocentowania.

Na rynku krajowym jest także popyt na listy zastawne. W samym drugim kwartale 2016 roku nabywcę znalazły polskie listy zastawne na kwotę 1,15 mld złotych i był to najlepszy kwartał w historii rynku. Z kwietniowej emisji PKO Banku Hipotecznego o wartości 500 mln złotych do inwestorów krajowych trafiło 95% oferty, a z kolejnej, o tej samej wielkości, 75%. O wzroście polskiego rynku listów zastawnych decydować będzie jednak przede wszystkim inwestor zagraniczny.

Inwestorzy zagraniczni poszukują bezpiecznych i rentownych instrumentów. W strefie euro stopy banku centralnego są ujemne, a rentowności papierów dłużnych w najlepszym razie oscylują w okolicy zera. Jednocześnie listy zastawne oferowane przez emitentów ze strefy euro podlegają programowi luzowania ilościowego i skupu przez EBC. Działania te spowodowały wzrost cen i spadek rentowności listów zastawnych, a także wypchnięcie prywatnych inwestorów z rynku. Inwestorzy ci poszukują więc papierów dłużnych spoza strefy euro. Widać to we wzroście emisji z takich krajów jak: Kanada, Australia, Nowa Zelandia czy Singapur, Korea Południowa i Turcja. Teraz do tych krajów dołączyła Polska – członek UE, ale spoza strefy euro.

Inwestor krajowy poszukuje mniejszych wolumenowo emisji, rzędu 500 mln złotych, i nie jest jeszcze gotowy na emisje o stałym oprocentowaniu. Emisja taka obecnie ma jeszcze charakter niszowy i wymagałaby intensywnej komunikacji z rynkiem. Naturalnym inwestorem krajowym w listy zastawne oparte na stałej stopie są przede wszystkim towarzystwa ubezpieczeniowe. Potrzebują one stało-kuponowych instrumentów do zarządzania swoimi aktywami. Innym naturalnym kandydatem na inwestora w taki instrument są polskie fundusze inwestycyjne i emerytalne, które inwestowały głównie w listy zastawne oparte o zmienne oprocentowanie. Z kolei dla polskich banków listy zastawne, zarówno stało- jak i zmienno-kuponowe są za mało rentowne. Barierą jest podatek bankowy, którym są one objęte. W tej sytuacji banki wolą inwestować w obligacje skarbowe czy obligacje Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI), które są z podatku bankowego zwolnione. Do czasu gdy konstrukcja podatku bankowego w Polsce nie ulegnie zmianie, udział banków działających w Polsce w nabywaniu listów zastawnych pozostanie niewielki, nawet mimo tego że listy zastawne są uznawane za jedne z najbardziej płynnych aktywów w rozumieniu bankowych norm płynnościowych. Rozwiązaniem byłoby zrównanie w zakresie podatku bankowego listów zastawnych z obligacjami skarbowymi i obligacjami EBI. Warto również rozważyć regulację kwestii oferowania kredytów mieszkaniowych o wydłużonym okresie stałego oprocentowania z możliwością ich przedpłat listami zastawnymi.

W odróżnieniu od inwestora krajowego, inwestor zagraniczny preferuje emisje listów zastawnych rzędu 1 mld euro i zgłasza zapotrzebowanie na instrumenty oparte zarówno o zmienną, jak i stałą stopę procentową. PKO Bank Hipoteczny planuje co najmniej raz w roku wychodzić na eurorynek z emisją listów zastawnych w walucie obcej, a nad zagranicznymi emisjami listów zastawnych pracują już kolejne banki.

Pierwszą międzynarodową emisją polskich listów zastawnych PKO Bank Hipoteczny ustanowił nowy standard i otworzył nowy segment polskiego rynku listów zastawnych. W ten sposób polskie banki hipoteczne uzyskały dostęp do nowego, stabilnego źródła finansowania długoterminowego, które umożliwia oferowanie bezpieczniejszego kredytu hipotecznego dla konsumentów.

Podsumowanie

W niniejszym rozdziale dokonano przeglądu aparatu pojęciowego w zakresie listów zastawnych, wraz z unikalną charakterystyką tego instrumentu, zasadą podwójnego regresu, która implikuje jego wysokie bezpieczeństwo. W rozdziale dokonano także oceny innych atrybutów listów zastawnych mających korzystny wpływ na stabilność systemu finansowego. Przedstawiono również mechanizm powstania listów zastawnych i historię banków hipotecznych na ziemiach polskich, które stanowiły awangardę rynków europejskich. Rozdział uzupełnia przegląd obecnych rozwiązań prawnych, organizacyjnych i ostrożnościowych w krajach UE w tym zakresie. Na tym tle zaprezentowano bariery rozwoju i wdrożone rekomendacje dla odblokowania polskiego rynku listów zastawnych oraz aktualny stan rozwoju polskiego rynku listów zastawnych. W niniejszym rozdziale poddano również weryfikacji kolejną z hipotez pomocniczych, według której „do rozwoju rynku listów zastawnych przyczyniłoby się zwiększenie ich atrakcyjności dla inwestorów oraz usunięcie barier dla transferu portfela kredytowego z banków uniwersalnych do banków hipotecznych".

Badania literatury oraz w szczególności dane empiryczne potwierdziły słaby rozwój polskiego rynku listów zastawnych. W ciągu dekady od uchwalenia ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych w roku 1997 eurorynek listów zastawnych przeżywał swój dynamiczny rozwój, podczas gdy polski rynek pozostawał w fazie embrionalnej. Słaby rozwój polskiego rynku tych instrumentów był wynikiem wielu barier ekonomiczno-prawnych, utrudniających przenoszenie portfela kredytowego z banków uniwersalnych do banków hipotecznych oraz obniżających ich atrakcyjność dla potencjalnych inwestorów. Ograniczenia te obejmowały przede wszystkim: limity emitenta w OFE, podatek u źródła, proces postępowania upadłościowego banku hipotecznego, limit refinansowania kredytów hipotecznych listami zastawnymi, koszty uzyskania przychodu, VAT od nabytych wierzytelności oraz opłaty na rzecz BFG i fundusz ochrony środków gwarantowanych. Słabości polskiego rynku listów zastawnych zostały zaadresowane w pakiecie ustaw nowelizujących przyjętych w roku 2015, które weszły w życie 1 stycznia 2016 roku.

Opinia środowiska bankowego oraz wdrożone na jej podstawie rozwiązania nowelizacyjne ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych stanowią potwierdzenie przyjętej przez autora hipotezy pomocniczej i nie pozwalają na jej odrzucenie.

Wprowadzona natomiast w roku 2016 ustawa o podatku bankowym, w swoim aktualnym kształcie, stanowi przykład niedocenienia wagi i znaczenia listów zastawnych dla stabilności polskiego systemu finansowego. W swej istocie blokuje ona rozwój banków hipotecznych i listów zastawnych poprzez ustanowienie podatku od aktywów, z których wierzytelności hipoteczne i wyemitowane pod ich zabezpieczenie listy zastawne nie są wyłączone. Dla opartej o duże wolumeny i niską rentowność działalność banków hipotecznych oznacza to skazanie ich na strukturalną niedochodowość.

3. Rynek listów zastawnych

W niniejszym rozdziale, w ramach realizacji celów szczegółowych, przedstawiono rynek listów zastawnych na poziomie europejskim z perspektywy emitenta, inwestora i regulatora oraz główne siły determinujące jego przyszły kształt. Zaprezentowano tu alternatywne instrumenty wobec listów zastawnych, przez pryzmat celu publikacji, jakim jest oddziaływanie na podniesienie stabilności systemu finansowego. W rozdziale poddano również weryfikacji ostatnią hipotezę pomocniczą, iż „list zastawny zapewnia bezpieczeństwo dla inwestora, szczególnie pożądane w okresie kryzysu finansowego, a dla emitenta stanowi stabilne, długoterminowe źródło finansowania".

3.1. Charakterystyka eurorynku listów zastawnych

List zastawny jest jednym z kluczowych komponentów europejskich rynków kapitałowych. Wartość listów zastawnych w obiegu stanowi ponad 20% pozostających do spłaty mieszkaniowych kredytów hipotecznych w UE. Wielkość rynku listów zastawnych na koniec 2014 i 2015 roku utrzymywała się na poziomie 2,5 bln euro (listy hipoteczne, publiczne, morskie i pozostałe). Największe rynki krajowe listów zastawnych według stanu na koniec 2015 roku to odpowiednio: Dania, Niemcy, Francja i Hiszpania. Listy zastawne odgrywają ważną rolę w systemie finansowym. Przyczyniają się one do efektywnej alokacji kapitału, a w efekcie do rozwoju gospodarczego i dobrobytu społecznego. Waga listów zastawnych przejawia się również w dużej różnorodności formatów i walut, w ramach których instrument ten jest emitowany i nabywany przez szeroką bazę inwestorów.

3.1.1. Przesłanki rozwoju rynku listów zastawnych w Europie

List zastawny jest *par excellence* instrumentem paneuropejskim. Jego korzenie sięgają starożytnej Grecji oraz włoskich i holenderskich obligacji[254]. Podwaliny dla ich rozwoju stworzone zostały w Prusach (1770 r.), Danii (1797 r.), Polsce (1825 r.) oraz Francji (1852 r.). Pierwszymi emitentami listów zastawnych były towarzystwa ziemskie funkcjonujące na prawie publicznym i prywatne banki hipoteczne. Pierwotnym celem emisyjnym było finansowanie majątków ziemskich, a w późniejszym czasie budownictwo mieszkaniowe i komercyjne. Powstanie i rozwój rynków listów zastawnych z ich różnorodnością struktur i cech jest bardzo dobrym przykładem owocnej i efektywnej wymiany rozwiązań pomiędzy praktycznie wszystkimi krajami europejskimi. Jest to budujący przykład, jak doświadczenie i wymiana wiedzy doprowadziły do powstania europejskiego rynku listów zastawnych na przestrzeni ostatnich z górą 240 lat. W XIX wieku już niemal każdy kraj europejski miał własny rynek listów zastawnych. Sukces jednego kraju stymulował sukces kolejnego. Listy zastawne ode-

[254] R. Grossmann, O. Stöcker, *Overview of covered bonds* [w:] W. Kälberer (red.), *2015 ECBC European Covered Bond Fact Book…*, *op. cit.*, s. 108.

grały ważną rolę w stabilizacji systemu finansowego w końcu XIX wieku, w czasie nasilenia się bankructw firm i banków.

W połowie XX wieku rozwinął się rynek międzybankowy, a rosnąca wraz z nim baza kredytów detalicznych zapewniła tanie finansowanie kredytów hipotecznych. W efekcie listy zastawne w wielu krajach europejskich straciły na znaczeniu. Niektóre kraje europejskie zarzuciły wykorzystanie listów zastawnych, a część z nich wręcz je zlikwidowała. Było to typowe dla krajów Europy centralnej i wschodniej pod panowaniem systemu komunistycznego, do którego nie przystawała koncepcja rynku kapitałowego.

Sytuacja ta zmieniła się w ostatniej dekadzie XX wieku wraz z upadkiem komunizmu, połączeniem Niemiec i wprowadzeniem euro. W 1995 roku miała miejsce pierwsza emisja niemieckiego listu zastawnego (*Pfandbrief*) w strukturze, która stała się później formatem odniesienia (*Jumbo benchmark*). Format ten został stworzony, aby spełnić potrzeby płynnościowe inwestorów i zaspokoić zwiększone potrzeby finansowania sektora publicznego. W końcu lat 90. kraje centralnej i wschodniej Europy przywróciły techniki finansowania nieruchomości, których istotnym elementem były listy zastawne finansujące rosnącą liczbę kredytów hipotecznych w ramach tworzących się prywatnych rynków mieszkaniowych.

Wprowadzenie euro, a następnie obniżenie stóp procentowych doprowadziło do dynamicznego rozwoju akcji kredytowej w Europie. Banki potrzebowały nowych źródeł finansowania poprzez wysokojakościowe, płynne obligacje, aby zachęcić międzynarodowych inwestorów. W tym samym czasie inwestorzy europejscy, mając coraz mniejszą możliwość dywersyfikacji walut, zintensyfikowali swoje zainteresowanie płynnymi instrumentami. Banki europejskie zrewitalizowały swoje systemy listów zastawnych, tworząc konkurencyjny instrument rynku kapitałowego. Od tego momentu rynek listów zastawnych dynamicznie się rozwinął. Kryzys finansowy jeszcze bardziej wzmocnił rolę listów zastawnych jako najbardziej odpornego, długoterminowego instrumentu finansowania hurtowego dla instytucji kredytowych.

Tab. 9. **Wartość rynku listów zastawnych w wybranych krajach w roku 2015 (w mln EUR)**

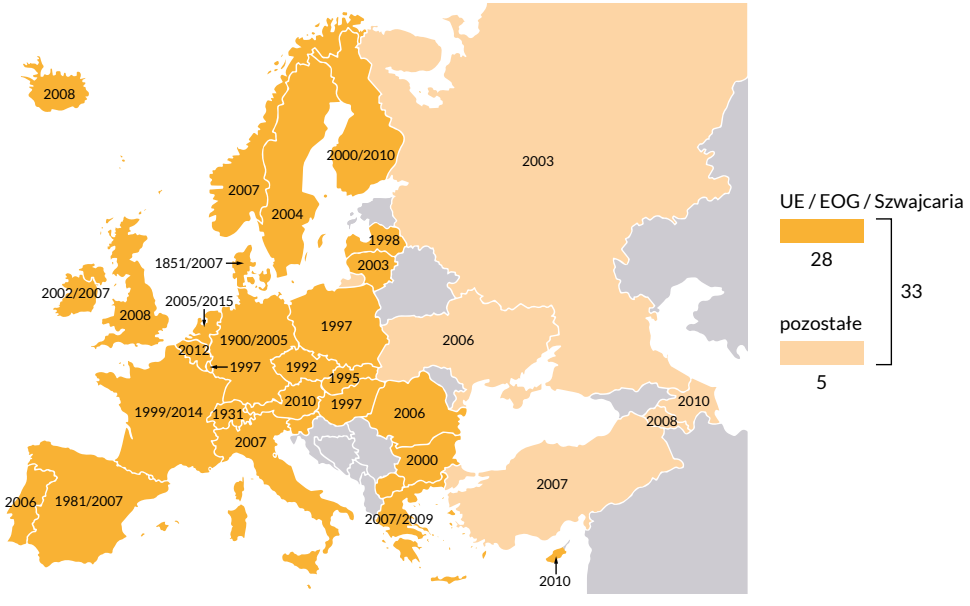
Kraj / Rodzaj LZ	Publiczne	Hipoteczne	Morskie	Inne	Mieszane	Razem
Australia		68.604				68.604
Austria	17.620	27.345				44.965
Belgia	1.800	15.105				16.905
Kanada		85.759				85.759
Cypr		650				650
Czechy		11.656				11.656
Dania		377.903	5.221			383.124
Finlandia		33.974				33.974
Francja	66.717	188.669			67.685	323.072
Niemcy	180.524	197.726	5.158	1.006		384.414
Grecja		4.961				4.961

Kraj / Rodzaj LZ	Publiczne	Hipoteczne	Morskie	Inne	Mieszane	Razem
Węgry		3.022				3.022
Islandia		1.205				1.205
Irlandia	15.389	16.916				32.305
Włochy	8.400	122.135				130.535
Łotwa[1]						
Luksemburg	10.166					10.166
Holandia		61.101				61.101
Nowa Zelandia		9.149				9.149
Norwegia	1.672	107.694				109.366
Panama		276				276
Polska	35	1.230				1.266
Portugalia	500	34.461				34.961
Singapur		919				919
Słowacja		4.198				4.198
Korea Południowa		1.954				1.954
Hiszpania	28.505	252.383				280.888
Szwecja		221.990				221.990
Szwajcaria		111.542				111.542
Wielka Brytania	6.358	114.910				121.268
USA		4.000				4.000
Razem	337.687	2.081.437	10.379	1.006	67.685	2.498.195

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych W. Kälberer (red.), *2016 ECBC European Covered Bond Fact Book*, ECBC Publication, 11th Edition, Brussels, August 2016, s. 553.

W ostatnich 20 latach rynek listów zastawnych rozwinął się jako najważniejszy segment prywatnie emitowanych obligacji na europejskim rynku kapitałowym. Obecnie aktywnie emitują listy zastawne 23 kraje europejskie[255]. Poza krajami Europejskiego Obszaru Gospodarczego szereg krajów (Australia, Kanada, Nowa Zelandia i Korea Południowa) jest już zauważalnie aktywnych na rynku listów zastawnych, a wiele kolejnych krajów wprowadziło regulacje listów zastawnych (np. Singapur, Turcja, Rosja). Innymi krajami, dla których stworzenie rynku listów zastawnych byłoby uzasadnione, to kraje OECD (jak Stany Zjednoczone, Japonia, Meksyk, Chile), a także Brazylia, Indie, Tajlandia oraz kraje mające bliskie powiązania z Europą, jak Maroko czy ZEA. Kraje te musiałby wcześniej wprowadzić wysokiej jakości regulacje w zakresie listów zastawnych.

[255] W. Kälberer (red.), *2016 ECBC European Covered Bond Fact Book…*, *op. cit.*, s. 553.



Rys. 37. **Regulacje listów zastawnych w Europie wg stanu na grudzień 2014 r.**
Źródło: European Mortgage Federation – European Covered Bond Council, http://ecbc.hypo.org/Content/default.asp?PageID=517 (dostęp 28.04.2016).

Listy zastawne potwierdziły swoją odporność jako efektywny instrument finansujący także, a nawet szczególnie, podczas ostatniego kryzysu finansowego. W związku z tym listy zastawne odgrywają bardzo ważną rolę hurtowego finansowania bankowego. Zapewniają one efektywny kosztowo instrument finansowania długoterminowego dla kredytów hipotecznych i kredytów dla sektora publicznego, oferując inwestorom narzędzie o najwyższej jakości kredytowej. Wagę tego instrumentu dla systemu finansowego demonstruje jego uprzywilejowane traktowanie przez regulacje unijnego rynku finansowego. Masowe pojawianie się kolejnych jurysdykcji (w tym pozaeuropejskich), jak i mająca miejsce ewolucja istniejących regulacji na rynku listów zastawnych, potwierdzają determinację emitentów, inwestorów i regulatorów w dążeniu do dalszego wzmacniania jakości tej grupy aktywów oraz wdrażania najlepszych praktyk rynkowych.

3.1.2. Zalety listów zastawnych

Listy zastawne jako klasa aktywów odgrywają kluczową rolę w zapewnieniu stabilności finansowej[256]. Podczas ostatniego kryzysu finansowego listy zastawne były jedyną klasą aktywów, która zachowała zaufanie inwestorów i zapewniała dostęp europejskich emitentów do rynków kapitałowych długu. W całej swojej historii listy zastawne potwierdziły, że są efektywnym instrumentem dłużnym, umożliwiają-

[256] *ECBC's Position Paper on Asset Encumbrance and Response to the EBA Consultation Paper on Asset Encumbrance Reporting*, Brussels, 24 June 2013, https://www.eba.europa.eu/documents/10180/40063/European+Covered+Bond+Council (dostęp 30.04.2016).

cym bankom mobilizację kapitału prywatnego na cele inwestycji długoterminowych z wieloma korzyściami publicznymi.

Z punktu widzenia emitenta listy zastawne poszerzają możliwości finansowania działalności bankowej i zarządzania płynnością, a ich głównymi zaletami są:

- wydłużenie profilu zapadalności pasywów, umożliwiające bankom lepsze dopasowanie do portfela aktywów długoterminowych;
- zapewnienie stabilności portfela kredytowego poprzez zwiększenie przewidywalności terminów zapadalności, co jest istotne dla procesu zarządzania aktywami i pasywami (*Asset Liability Management, ALM*);
- umożliwienie emitentom większej dywersyfikacji bazy inwestorów w ujęciu geograficznym i rodzajowym;
- transformacja mniej płynnych kredytów hipotecznych w listy zastawne, które są kwalifikowanym zabezpieczeniem dla pozyskania płynności z banków centralnych;
- zapewnienie obsługi sektora bankowego, jako jedno z najbardziej stabilnych narzędzi finansowania, nawet w czasie poważnych zakłóceń rynkowych.

Warunki finansowania sektora bankowego stanowią kluczowy element wpływający na akcję kredytową, mający szerokie reperkusje makroekonomiczne. Warunki podaży kredytu hipotecznego mają wpływ na rynek nieruchomości i tym samym na długoterminowe skutki konsumpcji i zachowania inwestycyjne. Jako homogeniczne instrumenty doprowadziły one do większej transparentności informacji, podnosząc efektywność kosztową finansowania.

Z punktu widzenia inwestora *sset Liability Management, ALM*, głównymi zaletami i przewagami regulacyjnymi listów zastawnych są:

- podwójny regres do emitenta i puli zabezpieczeń, a przez to wyższa wartość odzyskanego kapitału w przypadku upadłości emitenta;
- brak ryzyka dekapitalizacji (listy zastawne wyłączone są z procesu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banku);
- wyższa i bardziej stabilna ocena kredytowa (*rating*) w porównaniu z długiem niezabezpieczonym (*senior unsecured*);
- niższa waga ryzyka dla listów zastawnych z EOG nabywanych przez banki EOG;
- korzystne traktowanie przez dyrektywę wypłacalności sektora ubezpieczeń (*Solvency II*);
- wyższa płynność z uwagi na większe rozmiary emisji;
- korzystne traktowanie dla transakcji odkupu (*repo*) w EBC i innych bankach centralnych;
- kwalifikowany charakter płynnego aktywa w ramach regulacji Bazylea III[257].

[257] Bazylea III to globalne, dobrowolne regulacje w zakresie adekwatności kapitałowej banków, stres testów i rynkowego ryzyka płynności zatwierdzone przez Komitet Bazylejski w latach 2010–2011, które pierwotnie miały zostać wdrożone w latach 2013–2015. Termin ten został przesunięty kolejno na 31.03.2018, a następnie na 31.03.2019. Bazylea III jest odpowiedzią na ułomności regulacyjne, które ujawniły się w trakcie kryzysu finansowego zapoczątkowanego w latach 2007–2008, i ma

Świadczące o wysokim bezpieczeństwie cechy listów zastawnych (ramy prawne, wysoka jakość aktywów, specjalny nadzór publiczny) oraz ich korzystna regulacja[258] sprawiają, że coraz więcej inwestorów instytucjonalnych kupuje listy zastawne, zachęconych do ich przeważania względem innych klas aktywów. Fakt, że emitenci listów zastawnych zachowują ryzyko kredytowe ich zabezpieczenia w swoich księgach (*skin-in-the-game/originate-to-hold*), jest jednoznacznie postrzegany z perspektywy makroostrożnościowej jako efektywna i prosta alternatywa wobec złożonych produktów typu „stwórz i sprzedaj" (*originate-to-distribute*). W związku z tym listy zastawne stanowią kluczowy element w złożonym cyklu zarządzania ryzykiem, w dążeniu do zapewnieniu stabilności finansowej. Kombinacja zachowania ryzyka kredytowego przez emitenta i wysokie wymogi jakościowe aktywów motywują emitenta do zachowania wysokiej dyscypliny i standardów udzielania finansowania oraz spełnienia kryteriów gwarantowania emisji. Listy zastawne są najbardziej niezawodnym źródłem finansowania, które czyni banki bardziej odpornymi na negatywne zjawiska rynkowe. Zapewniają one emitentom lepszy dostęp do hurtowego rynku kapitałowego, niższe ryzyko transakcyjne, zmniejszają zależność od tradycyjnego, niezabezpieczonego finansowania dłużnego (*senior unsecured*) i rynków międzybankowych. Podczas kryzysu długu publicznego w Europie okazało się, że w pewnych warunkach, w dłuższym okresie, emitenci listów zastawnych mają nawet tańszy dostęp do hurtowych rynków finansowych aniżeli ich odpowiednie, dotknięte kryzysem kraje.

Na skutek poważnego kryzysu finansowego w latach 2008–2010 EBC potwierdził szczególną rolę, jaką odgrywają listy zastawne, oświadczając w styczniu 2011 roku, że właściwie działający rynek listów zastawnych jest bardzo ważny w kontekście stabilności finansowej[259].

W latach 2007–2013 miały miejsce wydarzenia, które potwierdziły pozytywny wpływ listów zastawnych na stabilność systemu finansowego:

- Styczeń/luty 2008 roku: w następstwie zagrożenia upadłością banku Northern Rock w sierpniu 2007 roku powtórne otwarcie rynku w styczniu 2008 roku było w dużej mierze zasługą emisji listów zastawnych, które przywróciły zaufanie i umożliwiły ponowne prawidłowe otwarcie rynku długu niezabezpieczonego.
- Październik/listopad 2008 roku: po upadku banku Lehman Brothers 15 września 2008 roku ponownie listy zastawne odegrały kluczową rolę w powtórnym otwarciu hurtowych rynków finansowych. Na rynku zostały uplasowane emisje uzupełniające istniejące programy w relatywnie małych rozmiarach i emisje prywatne.
- Kwiecień/maj 2010 roku: wraz z początkiem kryzysu w Grecji na pierwotnym rynku finansowym ponownie pojawiła się większa zmienność, która zahamo-

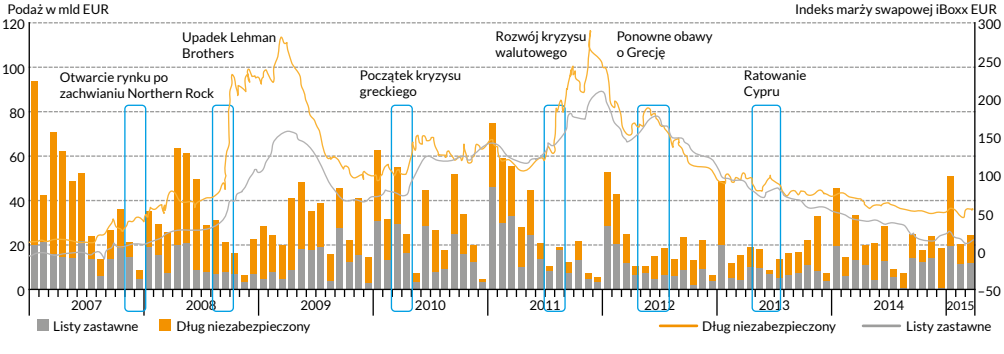
na celu wzmocnienie wymogów kapitałowych poprzez zwiększenie płynności banków i obniżenie ich dźwigni finansowej.

[258] *UCITS, CRD IV, Solvency II* oraz niższe wskaźniki dyskonta w EBC.

[259] J. Beirne (ed.), *The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets*, European Central Bank, Occasional Paper series, No. 122, January 2011, s. 9.

wała emisje długu niezabezpieczonego. Rynek pierwotny listów zastawnych funkcjonował znacznie lepiej, także dzięki pierwszemu programowi skupu listów zastawnych przez EBC (*CBPP1*).

- Lipiec/sierpień 2011 roku: wraz z rozszerzaniem się kryzysu długu publicznego rynek pierwotny długu niezabezpieczonego praktycznie całkowicie zamarł, podczas gdy rynek pierwotny listów zastawnych dalej relatywnie poprawnie funkcjonował.
- Marzec/kwiecień 2012 roku: działania ratunkowe dla Cypru w postaci rekapitalizacji (*bail-out*) spowodowały kolejny wzrost zmienności na rynku, która miała negatywny wpływ na aktywność rynku pierwotnego. Ponownie emisja listów zastawnych przejęła od długu niezabezpieczonego rolę lidera rynku, który jeszcze na początku roku charakteryzował się dużą aktywnością. Realizowany wtedy drugi program skupu listów zastawnych (*CBPP2*) EBC dodatkowo wsparł rynek listów zastawnych, ale jego rola straciła na znaczeniu, jako że miesięczny wolumen skupu zmniejszył się do poziomu około 1,5 mld euro (w porównaniu z 5 mld euro w ramach wcześniejszego programu skupu *CBPP1*).



Rys. 38. **Rynek pierwotny listów zastawnych i długu niezabezpieczonego w latach 2007–2015**
Źródło: opracowanie własne na podstawie R. Grossmann, O. Stöcker, *Overview of covered bonds* [w:] W. Kälberer (red.), *2015 ECBC European Covered Bond Fact Book…*, *op. cit.*, s. 110–111.

Wraz z przedłużaniem się kryzysu i już przy pierwszym przekroczeniu wielkości emisji długu niezabezpieczonego przez listy zastawne emitowane w euro problemem, który pojawił się w debacie o stabilności finansowej, było zagadnienie obciążenia aktywów. Powstała obawa, że duża ilość aktywów bankowych zastawionych na rzecz specjalnych kredytodawców, niedostępnych na wypadek niewypłacalności emitenta, może powodować, że banki te będą bardziej podatne na szoki rynkowe, co doprowadzi do dalszej destabilizacji systemu finansowego[260].

Różne modele emisyjne listów zastawnych charakteryzują się występowaniem różnych zabezpieczeń ryzyka wynikających z krajowych rozwiązań prawnych (np. w zakresie ścisłego nadzoru, kryteriów kwalifikowalności wysokiej jakości puli akty-

[260] R. Grossmann, O. Stöcker, *Overview of covered bonds…*, *op. cit.*, s. 112.

wów). Regulacje listów zastawnych w praktyce stanowią dodatkowe zabezpieczenie ryzyka i wzmacniają bezpieczeństwo emisji przez wymóg licencji na emisję listów zastawnych i narzucenie ścisłych kryteriów kwalifikujących aktywa do puli zabezpieczeń. Trudno jest więc wyznaczyć optymalny poziom obciążenia aktywów. Dostępne badania nie wykazują korelacji pomiędzy obciążeniem aktywów banku z tytułu listów zastawnych a wysokością marży emitowanych obligacji niezabezpieczonych. W szczególności funkcjonowanie różnych modeli biznesowych wymaga każdorazowo indywidualnej interpretacji w zakresie poziomu obciążenia aktywów. I tak w przypadku specjalistycznych emitentów poziom obciążenia aktywów jest bliski 100%. Dla instytucji finansowych nieprzyjmujących depozytów wszyscy inwestorzy są profesjonalnymi inwestorami instytucjonalnymi, którzy doskonale zdają sobie sprawę z ich uprzywilejowanej pozycji na wypadek niewypłacalności banku emitenta. Wysoki poziom obciążenia aktywów jest więc w tym przypadku jedynie konsekwencją modelu biznesowego.

Nieraportowane publicznie rozliczenia z bankiem centralnym i transakcje odkupu (*repo*), a także pozabilansowy aneks zabezpieczeń (*Credit Suport Annex, CSA*) do umowy na transakcje pochodne (*ISDA Master Agreement)* są często poważniejszymi i mniej transparentnymi źródłami obciążenia aktywów niż publiczne listy zastawne. W związku z restrykcyjną kwalifikacją do puli zabezpieczeń oraz z uwagi na fakt, że audytor puli zabezpieczeń musi aprobować transfer aktywów, obciążenie listów zastawnych ma tendencję do stabilizacji poziomu. Ponadto jest ono mniej podatne na zjawiska rynkowe w sytuacji zakłóceń rynkowych aniżeli inne formy obciążenia aktywów, jak dyskonto (*haicut*) aktywów dla transakcji odkupu z bankiem centralnym lub instrumenty pochodne (*derivatives*).

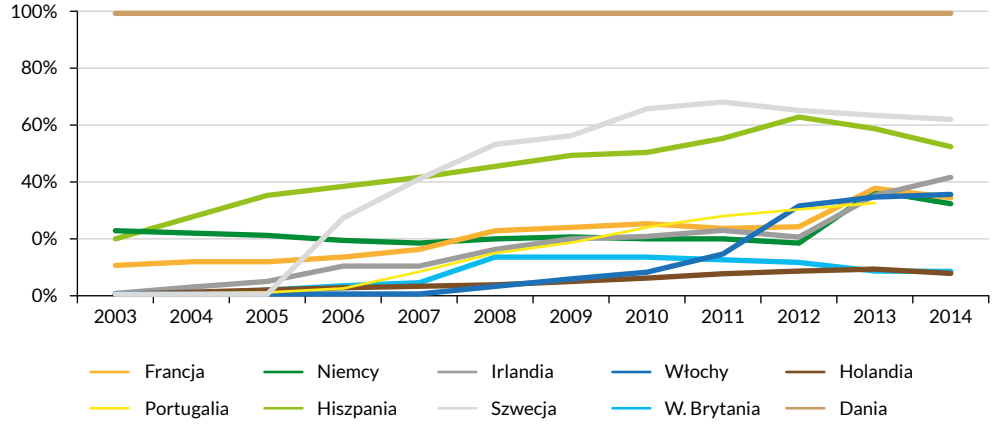
Rynek listów zastawnych ma za sobą lata stabilnego wzrostu, ze średnią dynamiką w wysokości 7,5% od roku 2007. W porównaniu z innymi formami obciążenia aktywów i biorąc pod uwagę, że ostatnio kolejne kraje wprowadziły przepisy o listach zastawnych, potencjał dalszego wzrostu tego rynku wydaje się stabilny. Często jest on jednak niewłaściwie interpretowany w kontekście obciążenia aktywów, ponieważ jednocześnie dług niezabezpieczony i sekurytyzacja uległy ograniczeniu.

Listy zastawne są efektywnym narzędziem finansowania długoterminowych aktywów przy atrakcyjnym koszcie. Poprawiają one zdolność banków do pożyczania i kredytowania w horyzoncie długoterminowym i w związku z tym reprezentują stabilne źródło finansowania dla bardzo ważnych produktów bankowych, jak kredytowanie nieruchomości mieszkaniowych i infrastruktury publicznej. Budowanie i zakup mieszkania jest dla większości obywateli europejskich największą inwestycją, która stanowi zwykle 4–5-krotność ich rocznych przychodów (w starych krajach UE). Bez kredytu bankowego musieliby oni czekać 40–50 lat, jeżeli mieliby polegać jedynie na swoich indywidualnych oszczędnościach. Możliwości kredytowe są więc niezbędne do zakupu mieszkania i wspierają gospodarkę europejską. Biorąc pod uwagę wielkość inwestycji, jej spłata musi być rozłożona na długi czas, aby była dostosowana

do możliwości oszczędnościowych. Tak więc wymaga ona narzędzi do długoterminowego oszczędzania, aby nie powodować niedopasowania aktywów i pasywów.

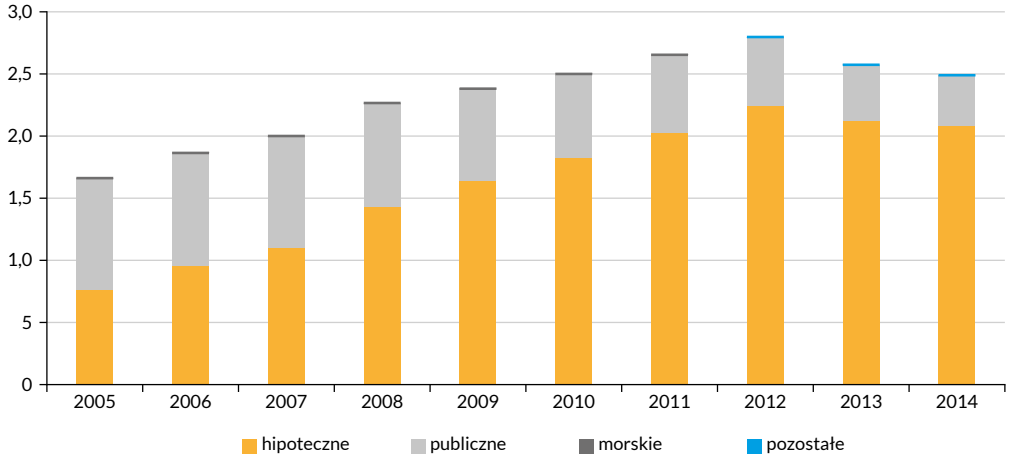
Możliwość efektywnego finansowania nieruchomości mieszkaniowych zależy również od gotowości rynku do zapewnienia finansowania na najdłuższe możliwie okresy po najniższej cenie. Bez tego rynek hipoteczny byłby funkcją sentymentu rynkowego, a dostępne koszty refinansowania byłyby przedmiotem dużo większej zmienności cenowej. Sprawiałaby ona, że planowanie zakupu prywatnych nieruchomości byłoby znacznie większym wyzwaniem. W tym kontekście, szczególnie w okresie obniżonego apetytu inwestorów na ryzyko, listy zastawne odgrywają istotną rolę w zapewnieniu niezbędnego kapitału na finansowanie długoterminowego wzrostu i rozwoju gospodarki realnej. Kluczowe znaczenie mają tu atrybuty bezpieczeństwa listów zastawnych, jak ścisłe ramy legislacyjne i nadzorcze, segregacja aktywów oraz aktywne zarządzanie pulą aktywów dla zapewnienia pełnego pokrycia i wysokiej jakości zabezpieczenia.

Podczas ostatniego kryzysu obecność dobrze funkcjonującego rynku listów zastawnych pozwoliła rządom europejskim na zapewnienie stabilnego przepływu środków z sektora prywatnego na rynek nieruchomości. Zachowana została stosunkowo efektywna działalność kredytowa bez dodatkowego zwiększenia obciążeń podatników i długu publicznego. W Stanach Zjednoczonych 95% rynku nieruchomości korzysta z gwarancji rządowych, po przejęciu przez skarb państwa Fannie Mae i Freddie Mac.



Rys. 39. **Udział listów zastawnych w finansowaniu mieszkaniowych kredytów hipotecznych w wybranych krajach europejskich w latach 2003–2014**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EMF-ECBC, http://ecbc.hypo.org/Content/default.asp?PageID=519 (dostęp 01.05.2016).



Rys. 40. **Listy zastawne w obrocie wg typu aktywów bazowych w latach 2005–2014 (w mld EUR)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EMF-ECBC, http://ecbc.hypo.org/Content/default.asp?PageID=519 (dostęp 01.05.2016).

Pozytywne efekty listów zastawnych opisane powyżej zależą od stopnia ich wykorzystania w poszczególnych krajach, wielkości rodzimego rynku nieruchomości oraz alternatywnych instrumentów finansowania banków i ich kosztów. W wielu krajach europejskich wielkość rynku listów zastawnych jest istotna w stosunku do wielkości rynku kredytów hipotecznych. Większość krajów osiągnęła stabilizację wielkości rynku listów zastawnych po okresie jego dynamicznego wzrostu.

Głównymi kategoriami aktywów zabezpieczających listy zastawne są kredyty hipoteczne, sektora publicznego oraz na finansowanie statków. Zakres dopuszczalnych aktywów zabezpieczających określa dane prawo krajowe. Listy zastawne oparte na kredytach mieszkaniowych zabezpieczonych hipotecznie występują we wszystkich krajach, gdzie funkcjonuje system listów zastawnych. Listy zastawne finansujące kredyty dla sektora publicznego (na poziomie krajowym, regionalnym i lokalnym) emitowane są regularnie jedynie w ograniczonej liczbie krajów europejskich (Austria, Francja, Niemcy, Luksemburg, Norwegia, Hiszpania i Wielka Brytania). Listy zastawne oparte na kredytach na finansowanie statków stanowią rzadkość i są emitowane w Danii i Niemczech. W 2012 roku miała miejsce w Niemczech pierwsza emisja listów zastawnych oparta o kredyty na finansowanie samolotów. W 2013 roku wyemitowany został, również w Niemczech, pierwszy list zastawny oparty o kredyty dla małych i średnich przedsiębiorstw (*small and medium enterprises, SME*). Także Włochy i Hiszpania wprowadziły regulacje umożliwiające emisję listów zastawnych opartych o inne klasy aktywów (*SME*, finansowanie eksportu, obligacje korporacyjne, należności itp.), aczkolwiek do sierpnia 2015 roku takie emisje nie zostały zorganizowane.

Listy zastawne stały się nie tylko największym, ale i najważniejszym instrumentem dłużnym eurorynku. Potwierdza to unikalna skuteczność plasowania w warunkach zaburzeń rynkowych, jednoznacznie pozytywne stanowisko EBC wobec tego instrumentu oraz kolejne programy skupu listów zastawnych. Znaczenie i wielkość

rynku listów zastawnych, ich długoterminowy charakter, efektywność kosztowa, wachlarz korzyści dla emitenta i inwestora oraz stabilizujący wpływ na inne klasy aktywów sprawiają, iż mogą one stanowić dominujący instrument finansowania dla sektora bankowego w Europie w nadchodzących latach. Instrumenty spełniające te parametry bardzo dobrze wpisują się w potrzeby finansowania projektów publicznych i mieszkalnictwa, które dla wielu krajów, w tym dla Polski, mają szczególnie ważny wymiar społeczny. Dodatkowo wymiar stabilizacyjny sektora finansowego zachęca do ich jeszcze większego wykorzystania na krajowym rynku kapitałowym instrumentów dłużnych.

3.1.3. Systemy listów zastawnych

Na system listów zastawnych składają się: struktura emitenta, ramy prawne, aktywa zabezpieczające, metoda wyznaczania wartości puli zabezpieczeń, kryteria wskaźnika długu do wartości zabezpieczenia (*LTV*), wymogi w zakresie aktywów i pasywów, audyt puli zabezpieczeń, nadzór bankowy, segregacja aktywów, procedury upadłościowe, wagi ryzyka i zgodność regulacji krajowej z legislacją europejską. Analiza porównawcza systemów listów zastawnych w Europie w przekroju podstawowych parametrów prowadzi do następujących wniosków[261]:

- We wszystkich krajach emitenci listów zastawnych mają charakter instytucji regulowanych i można ich podzielić na następujące kategorie: uniwersalne instytucje kredytowe (bez licencji i z licencją warunkową), specjalne instytucje kredytowe (klasyczne, specjalistyczne i emisyjne), specjalne wehikuły celowe (*SPV*).
- W większości krajów europejskich emisja listów zastawnych regulowana jest przez dedykowane ustawodawstwo. W niektórych krajach zapisy umowne uzupełniają istniejące prawodawstwo upadłościowe, chroniące posiadaczy długu zabezpieczonego. Przepisy regulują takie istotne zagadnienia, jak: kwalifikowalność aktywów, zasady wyceny aktywów, wytyczne zarządzania aktywami i pasywami, wymogi transparentności informacji. Zasady dotyczące upadłości emitenta listów zastawnych są tu szczególnie ważne. Mogą one być regulowane przez ogólne przepisy upadłościowe lub przez specjalne uregulowania, które mają charakter nadrzędny w stosunku do ogólnych przepisów upadłościowych.
- W obowiązujących regulacjach europejskich systemów listów zastawnych kwalifikowane aktywa zabezpieczające obejmują różnorodne aktywa: od finansowania jednostek sektora publicznego, poprzez mieszkaniowe kredyty hipoteczne, po kredyty udzielane na finansowanie statków i samolotów. Niektóre z systemów listów zastawnych rozróżniają regularne aktywa zabezpieczające od aktywów substytucyjnych, gdzie te ostatnie są często ograniczone

[261] Strona *ECBC* umożliwia przekrojową analizę porównawczą systemów listów zastawnych w 47 krajach europejskich, www.ecbc.eu.

co do ilości. W ujęciu geograficznym aktywa zabezpieczające obejmują od aktywów krajowych, poprzez aktywa EOG, po aktywa krajów OECD.

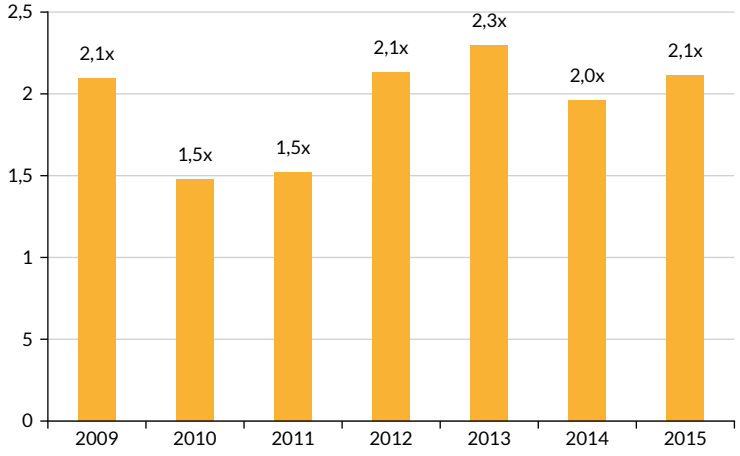
- Cecha, która zyskuje coraz większe znaczenie, to formalne wymogi informacyjne. Funkcjonujące systemy listów zastawnych oferują szerokie spektrum rozwiązań. Wymogi informacyjne regulowane są przez prawo, umowę lub mają charakter fakultatywny. W większości krajów, gdzie emitowane są listy zastawne, wypracowano wzorce informacyjne, które obligują emitentów (albo formalno-prawnie, albo na zasadzie dobrej praktyki rynkowej) do ujawnienia standardowego zestawu informacji na temat puli zabezpieczeń.
- Większość krajów ustanowiła prawne wymogi, a przynajmniej ogólnie uznane zasady określania wartości nieruchomości stanowiących zabezpieczenie. Rozwiązania te stanowią bardzo ważny element zapewnienia minimalnej jakości kredytowej aktywów zabezpieczających. W większości przypadków określanie wartości nieruchomości bazuje na wartości kredytowanej lub konserwatywnej wartości rynkowej. Wskaźnik długu do wartości zabezpieczenia *(LTV*) wynosi w poszczególnych krajach od 60% (dla komercyjnych kredytów hipotecznych) do 80% (dla hipotecznych kredytów mieszkaniowych). W niektórych krajach stosuje się dodatkowo limity dla tego wskaźnika na poziomie portfelowym.
- Wytyczne zarządzania aktywami i pasywami występują w większości systemów listów zastawnych, aczkolwiek duże różnice w elementach technicznych i poziomie regulacji szczegółowych utrudniają ich precyzyjne porównanie (obejmują one np.: regulacje ustawowe, nadzorcze, ustawowo-emisyjne, zapisy kontraktowe, politykę biznesową). Jedną zwykle powszechnie stosowaną regułą jest zasada pokrycia (*cover principle*). Wymaga ona, aby przez cały czas do momentu wykupu listy zastawne pozostające do spłaty były pokryte przez aktywa zabezpieczające, w wysokości przynajmniej równej wartości nominalnej, zapewniając również obsługę marży odsetkowej. Niektóre jurysdykcje wprowadziły dodatkowo (nieformalnie lub formalnie) regułę zdyskontowanej wartości w czasie (*net present value, NPV*), aby zapewnić rzeczywiste zrównanie wartości aktywów i pasywów. Podobnie obowiązkowy wymóg nadzabezpieczenia (na bazie nominalnej lub zdyskontowanej) odgrywa istotną rolę, jako narzędzie ograniczania ryzyka w niektórych systemach listów zastawnych. Instrumenty pochodne stanowią również coraz ważniejszą grupę instrumentów ograniczających ryzyko w procesie zarządzania aktywami i pasywami listów zastawnych i w wielu systemach listów zastawnych derywaty są formalnie dozwolone w puli zabezpieczeń.
- Większość systemów listów zastawnych ustanowiła instytucję niezależnego, zewnętrznego audytora puli zabezpieczeń, który musi spełniać określone wymogi profesjonalne. Ponadto w większości krajów europejskich krajowe instytucje nadzoru bankowego (a w niektórych przypadkach regulatorzy rynku finansowego) mają dodatkowe uprawnienia nadzorcze nad rynkiem listów zastawnych.

- Europejskie systemy listów zastawnych stosują różne techniki zabezpieczenia posiadaczy listów zastawnych przed roszczeniami ze strony innych kredytodawców, na wypadek niewypłacalności emitenta. Większość systemów dokonuje ustawowego lub umownego wydzielenia puli zabezpieczającej listy zastawne z masy upadłościowej emitenta. W innych systemach listów zastawnych ochrona posiadaczy listów zastawnych jest osiągnięta poprzez preferencyjne traktowanie ich roszczeń w ramach masy upadłościowej. Szereg systemów listów zastawnych zawiera przepisy, które umożliwiają udział instrumentów pochodnych w puli zabezpieczeń, w celu zabezpieczenia ryzyka stóp procentowych i ryzyka walutowego. Strona transakcji pochodnej może mieć taką samą pozycję (*pari passu*) lub mieć pozycję podporządkowaną (*subordinated*) w stosunku do posiadaczy listów zastawnych. W systemie listów zastawnych ich posiadacze mają regres w stosunku do masy upadłościowej emitenta, w sytuacji braku obsługi listu zastawnego (*default*), i mają pozycję uprzywilejowaną (*superior*) w stosunku do kredytodawców niezabezpieczonych. Implementacja do ustawodawstwa krajowego dyrektywy UE w zakresie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków (*Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD*) i dostosowanie prawa krajowego do jednolitego mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków (*Single Resolution Mechanism, SRM*) może powodować konieczność modyfikacji krajowych jurysdykcji, aby zapewnić oddzielenie puli zabezpieczeń i listów zastawnych od procedury restrukturyzacyjnej (*resolution*).
- W zakresie wag ryzyka i zgodności z regulacjami UE większość krajów spełnia wymogi dyrektywy zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (*UCITS*) w obszarze listów zastawnych. W wielu krajach ustawodawstwo wypełnia również kryteria rozporządzenia w sprawie wymogów ostrożnościowych (*CRR*), chociaż w niektórych krajach kryteria te albo nie są spełnione, albo nie mają zastosowania. W większości krajów listy zastawne kwalifikują się do transakcji odkupu (*repo*), a specjalne regulacje w zakresie inwestycji w listy zastawne przez bank centralny zostały w nich wdrożone.

Niezależnie od dużej różnorodności szczegółowych rozwiązań w systemach listów zastawnych w poszczególnych jurysdykcjach należy podkreślić dbałość ustawodawcy krajowego o zachowanie wysokiego poziomu bezpieczeństwa tego instrumentu dla inwestora. Stanowi to fundament długiej i dobrej historii kredytowej tego instrumentu w przekroju różnych jurysdykcji. Należy przy tym zauważyć dużą złożoność systemów listów zastawnych, których elementy łącznie decydują o wysokiej jakości tego instrumentu.

3.1.4. Emitenci i inwestorzy na rynku listów zastawnych

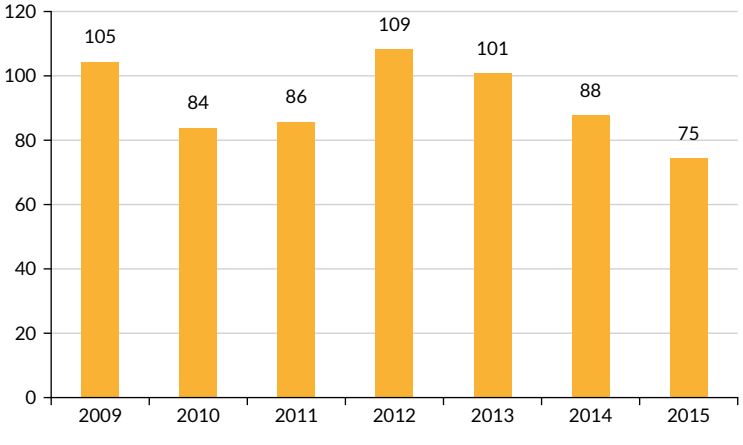
Mimo zainicjowanego przez EBC w październiku 2014 roku trwającego obecnie trzeciego programu skupu listów zastawnych (*CBPP3*) i wynikającego z niego znaczącego obniżenia rentowności (*spread*) popyt na listy zastawne nadal przewyższa podaż.



Rys. 41. **Średnie poziomy nadsubskrypcji listów zastawnych w latach 2009–2015**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SG Cross Asset Research / Rates (dane za rok 2015 obejmują okres 01–04.2015).

Na rynku pierwotnym stosunek wartości ofertowanej zgłaszanej przez inwestorów do oferowanej przez emitentów (*bid-to-offer*) na przestrzeni ostatnich lat pozostaje stabilny (średnio 2,1× w okresie 2012–2015), chociaż rośnie on ostatnio dla emisji spoza UE (1,6× dla ofert australijskich w roku 2015 w porównaniu z 1,3× w roku 2014).



Rys. 42. **Średnia liczba inwestorów w listy zastawne w latach 2009–2015**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SG Cross Asset Research / Rates (dane za rok 2015 obejmują okres 01–04.2015).

Odwrotnie do zgłaszanego popytu średnia liczba inwestorów zmniejszyła się w latach 2014 i 2015 z uwagi na:

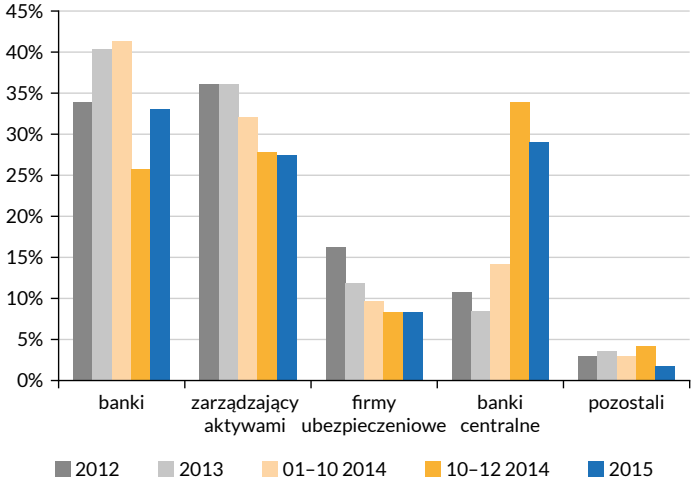
- wzrost liczby mniejszych transakcji (*sub-Jumbo*),
- wzrost popytu ze strony banków centralnych.

Mimo że banki centralne eurosystemu wyparły z rynku część inwestorów w listy zastawne, analitycy przewidują kontynuację wysokiego popytu na te instrumenty z uwagi na brak alternatywnych możliwości inwestycyjnych i silne fundamenty rynku (kombinację spadku podaży emisji w euro i dużych wygasających programów listów zastawnych).

Powodem, dla którego utrzymuje się stosunkowo duży popyt na listy zastawne, jest ich korzystne traktowanie regulacyjne w Europie, obejmujące:

- preferencyjne wagi ryzyka (Bazylea III);
- niższe obciążenia w ramach dyrektywy wypłacalności (*Solvency II*);
- korzystne dyskonto wartości aktywów (*haircut*) dla transakcji odkupu (*repo*) z EBC w stosunku do długu niezabezpieczonego i papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (*asset based securities*, *ABS*);
- zaliczenie listów zastawnych do aktywów poziomu 1-2A (*Level 1-2A*) w ramach wskaźnika pokrycia płynności (*Liquidity Coverage Ratio, LCR*), przy spełnieniu określonych warunków;
- wyłączenie z dekapitalizacji (*bail-in*) jako jedynego instrumentu finansowania hurtowego.

W większości jurysdykcji, mimo istotnego obniżenia rentowności, listy zastawne w drugiej połowie 2015 roku (w porównaniu z sytuacją 12–18 miesięcy wcześniej) nadal oferowały premię w stosunku do obligacji rządowych. Wyjątkiem były europejskie rynki peryferyjne, gdzie z przyczyn fundamentalnych listy zastawne wyceniane były z dyskontem w stosunku do obligacji rządowych. Relatywna wartość peryferyjnych listów zastawnych w stosunku do obligacji rządowych wynika z faktu, że pula zabezpieczeń wywodzi się z sektora niepublicznego, a emitenci ze zdywersyfikowanym modelem biznesowym oferują wysoką odporność na krajowe zjawiska kryzysowe.



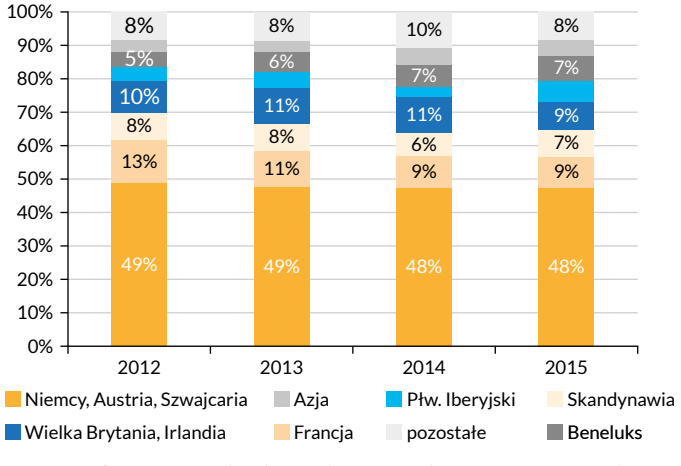
Rys. 43. **Wpływ *CBPP3* na strukturę popytu na rynku pierwotnym listów zastawnych w latach 2012–2015**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SG Cross Asset Research/Rates (dane za rok 2015 obejmują okres 01–04.2015).

Banki pozostają największymi nabywcami listów zastawnych. Wynika to głównie z atrakcyjnego wskaźnika pokrycia płynności (*LCR*), ale również z niepewności wobec alternatywnych instrumentów inwestycyjnych, w szczególności bankowego długu niezabezpieczonego (*senior unsecured*) i związanego z nim ryzyka dekapitalizacji (*bail-in*). Od połowy roku 2014 banki inwestowały w dalszej części krzywej zapadalności, aby uniknąć ujemnych marż, oraz zwiększały ekspozycję na listy zastawne krajów spoza EOG i selektywnie z krajów peryferyjnych. W związku ze spadającą rentownością banki zaczęły ograniczać swoje zaangażowanie w listy zastawne. Drugim największym inwestorem w listy zastawne w roku 2014 i do drugiej połowy 2015 roku były firmy zarządzające aktywami (*asset management*). Od października 2014 roku zaczęły one jednak redukować swoje pozycje w listach zastawnych, zarówno na rynku pierwotnym, jak i w ujęciu całkowitej wielkości aktywów, na rzecz innych klas instrumentów o większej rentowności.

Największy wzrost popytu na listy zastawne wystąpił ze strony banków centralnych. Inwestor ten obejmował średnio 10–15% książki zamówień. Wraz z uruchomieniem programu *CBPP3* przez EBC banki centralne stały się jednym z głównych inwestorów w listy zastawne. EBC początkowo składał zamówienia na 50% wielkości transakcji, zmniejszając z czasem zakupy do średnio 25% w połowie 2015 roku. Z drugiej strony firmy ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne zmniejszyły swoje zaangażowanie w listy zastawne w poszukiwaniu alternatywnych instrumentów inwestycyjnych o wyższej stopie zwrotu (zmuszane do inwestowania na dłuższy okres i niżej w strukturze kapitału). Z uwagi na bardzo niskie stopy zwrotu oferowane przez listy zastawne, inwestorzy poszukujący dodatkowego zwrotu z tytułu wyższego ryzyka wycofali się z rynku, ponieważ nie są już wynagradzani za podejmowanie dodatkowego ryzyka.

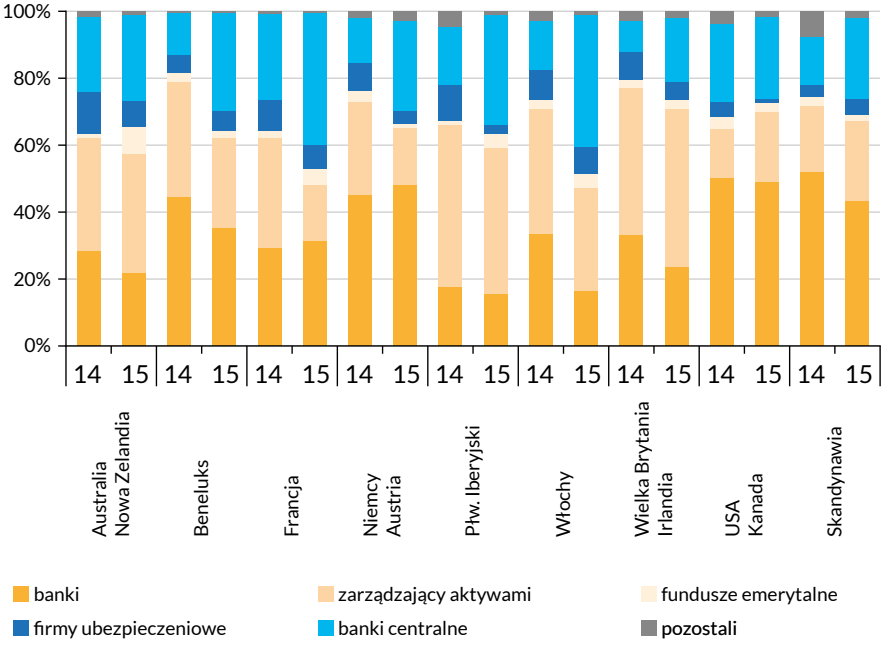
Podczas gdy Niemcy i Austria, w ujęciu geograficznym, pozostają największymi inwestorami w listy zastawne, ich krajowe rynki stały się drogie i inwestorzy krajowi poszukują alternatyw o wyższej stopie zwrotu. Pozostają jednak przy tym ostrożni w swoich decyzjach inwestycyjnych. W związku z planowanym wyjściem EBC z pro-



Rys. 44. **Alokacja geograficzna standardowych emisji listów zastawnych w EUR w latach 2012–2015**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SG Cross Asset Research / Rates (dane za rok 2015 obejmują okres 01–04.2015).

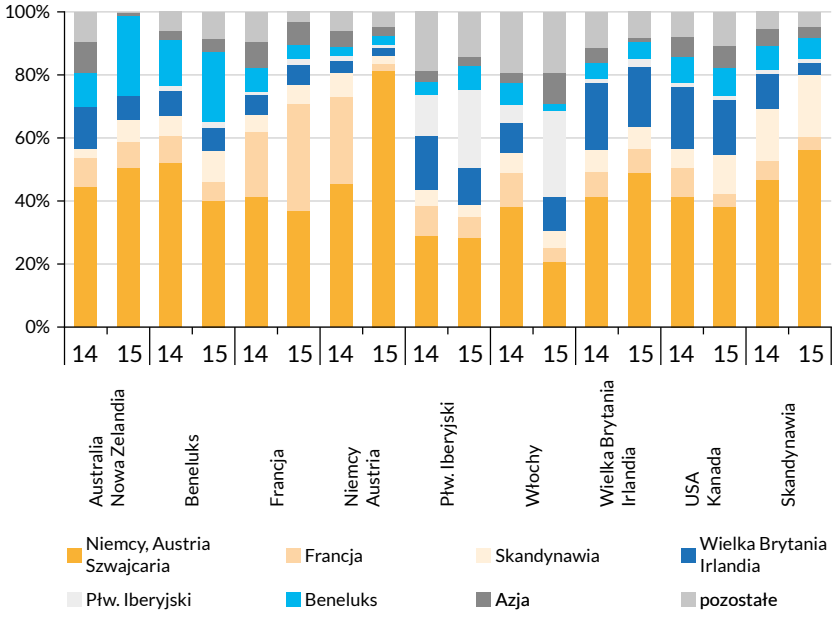
gramu luzowania ilościowego (*quantitative easing, QE*), wyrażają obawę, że, gdy tylko zakończy się prowadzony szeroki program skupu aktywów (*expanded asset purchase programme, EAPP*), może nastąpić znaczący wzrost rentowności listów zastawnych. Obecność inwestorów z Azji nadal rośnie, aczkolwiek preferują oni nadal instrumenty o najwyższej jakości kredytowej, niezależnie, czy są to rynki peryferyjne (*peripheral markets*), czy główne (*core markets*). Inwestorzy amerykańscy, głównie fundusze hedgingowe, generalne, opuścili rynek listów zastawnych.



Rys. 45. **Alokacja standardowych emisji listów zastawnych w EUR według typu inwestora w latach 2014–2015**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SG Cross Asset Research / Rates (dane za rok 2015 obejmują okres 01-04.2015).

Program *CBPP3* spowodował, że praktycznie zaniknęły stopy zwrotu. Niektórzy inwestorzy opuścili rynek i zaniknęła ziarnistość portfeli inwestycyjnych. Rynek listów zastawnych rzadko kiedy w przeszłości był mniej atrakcyjny dla inwestorów pod względem rentowności niż w ostatnim czasie. Obecnie listy zastawne są historycznie najdroższe. Jedynie wybrane kraje peryferyjne nie wróciły do poziomów sprzed kryzysu, choć niewiele już im do nich brakuje (do połowy 2015 r.). Trwający skup listów zastawnych przez EBC coraz bardziej drenuje płynność z rynku, wypychając z niego prywatnych inwestorów. Zwiększająca się liczba programów emisyjnych o wielkości poniżej standardu 1 mld euro (*benchmark*) świadczy o niezrównoważeniu popytu i podaży. Wielu inwestorów podnosi problem słabej alokacji emisji pierwotnych. Jeżeli taki stan będzie się utrzymywał dłużej, istnieje obawa, że środki alokowane na ten produkt przez inwestorów zostaną ograniczone – i nie ma pewności, czy zostaną one powtórnie na ten produkt alokowane w przyszłości.



Rys. 46. **Alokacja krajowa standardowych emisji listów zastawnych w EUR w latach 2014–2015**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SG Cross Asset Research / Rates (dane za rok 2015 obejmują okres 01–04.2015).

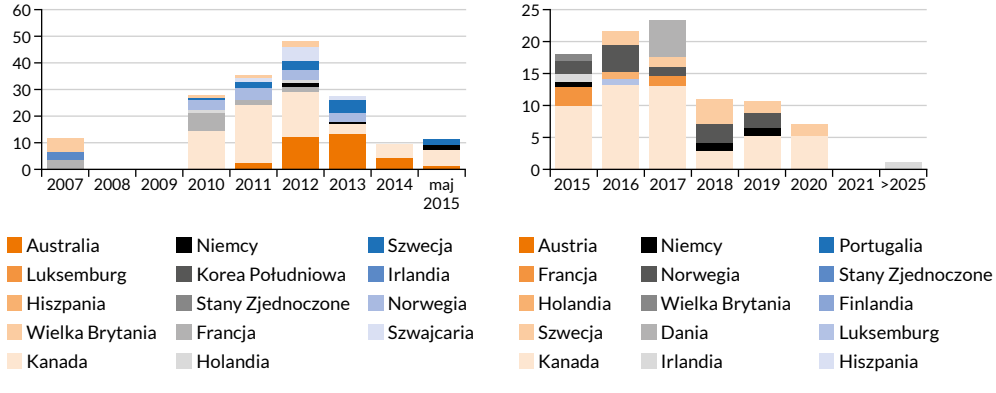
Większość inwestorów przyjmuje pozycję neutralną w stosunku do listów zastawnych, próbując uzupełniać swoje zaangażowanie na rynku pierwotnym. Dotychczas inwestorom udawało się przetrwać obniżenie marż i spadek rentowności listów zastawnych. Ich strategia obejmowała zakup dających wyższą stopę zwrotu papierów peryferyjnych, inwestycje w dalszej części krzywej zapadalności, inwestycje w listy zastawne niekwalifikowane do *CBPP3* oraz emitowane w innych walutach niż euro (np. dolarze amerykańskim, funcie brytyjskim czy duńskiej koronie).

Wielu dużych inwestorów trzyma listy zastawne w portfelach do terminu zapadalności (*hold-to-maturity*) i nie może ich wcześniej sprzedać. Inne portfele listów zastawnych były przedmiotem transakcji zamiany (*swap*). Aby uzyskać dostęp do listów zastawnych celem ich ewentualnej sprzedaży, te transakcje musiałyby zostać odwrócone. Banki nie są zainteresowane sprzedażą swoich płynnych portfeli, ponieważ musiałyby je zastąpić innymi aktywami w środowisku ekstremalnie niskich stóp zwrotu. Inwestorzy, w szczególności firmy ubezpieczeniowe, nie są zainteresowani sprzedażą listów zastawnych na obecnych poziomach. Monetyzacja portfeli listów zastawnych przy bieżącej wycenie rynkowej (*market to market, MtM*) pociągałaby za sobą konieczność zapłacenia wysokich podatków, a reinwestycja zysków w produkty o stałej stopie procentowej (*fixed-income*) na obecnych poziomach jest nieatrakcyjna. Po wypchnięciu z rynku dużej części prywatnego popytu, który zapewne wracał będzie powoli, EBC będzie musiał dokładnie rozważyć i ostrożnie przeprowadzić swoją strategię wyjścia, aby zapewnić, iż inwestorzy będą mieli wystarczająco czasu na powrót do funkcjonowania w środowisku braku programu luzowania ilościowego (*QE*).

Mimo że banki centralne eurosystemu wypchnęły z rynku część inwestorów, popyt na listy zastawne utrzyma się z uwagi na brak alternatywnych instrumentów inwestycyjnych i silne techniczne przesłanki rynkowe. Stanowią je zmniejszająca się podaż standardowych emisji w euro w kombinacji z wysokimi wolumenami wykupu. Uwarunkowania te stanowią korzystne środowisko dla emisji na eurorynku nowych polskich listów zastawnych, które stanowić będą interesującą alternatywę dla inwestorów poszukujących wyższych stóp zwrotu. Skala popytu i atrakcyjność marżowa zależeć będą od kontynuacji programu *CBPP3* przez EBC. Jeżeli preferencje inwestycyjne nie ulegną istotnym zmianom, można przyjąć, że podstawowy popyt na nowe polskie listy zastawne plasowane na eurorynku w euro pochodzić będzie od inwestorów niemieckojęzycznych, z grupy funduszy inwestycyjnych i podmiotów zarządzających aktywami.

3.1.5. Listy zastawne denominowane w USD i GBP

Listy zastawne w dolarach amerykańskich (USD) i funtach brytyjskich (GBP) stanowią główną możliwość dywersyfikacji w ramach rynku listów zastawnych. Rynki te poruszają się z inną dynamiką niż rynek euro listów zastawnych, co jest skutkiem różnic w rozwiązaniach regulacyjnych (np. w zakresie *LCR*). Z perspektywy inwestora rynki te oferują możliwość arbitrażu walutowego (*cross-currency arbitrage*), w zależności od kosztu transakcji zamiany walut (*fx swap*). Rynek nowych emisji denominowanych w dolarach i funtach ożywił się w 2015 roku, po gwałtownym spadku do poniżej 10 mld dolarów emisji standardowych (*benchmark*) w roku 2014 i w porównaniu z blisko 30 mld emisji w roku 2013. Istotne zmniejszenie emisji było spowodowane niekorzystnym rozwojem kursu euro do dolara amerykańskiego i mniejszymi potrzebami pożyczkowymi w dolarach banków europejskich.



Rys. 47. **Emisja i wykup listów zastawnych o stałej stopie procentowej w USD (w mld)**
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych BoA Merrill Lynch Global Research.

Zmiana w roku 2015 spowodowana była korzystnym rozwojem wyceny transakcji zamiany walut. Głównymi emitentami listów zastawnych w dolarach amerykań-

skich są banki kanadyjskie, w mniejszym stopniu banki australijskie, a także banki niemieckie i skandynawskie. Na rynku pojawiły się pierwsze emisje z Singapuru i Korei Południowej, w związku z wprowadzeniem w tych krajach stosownej legislacji listów zastawnych.

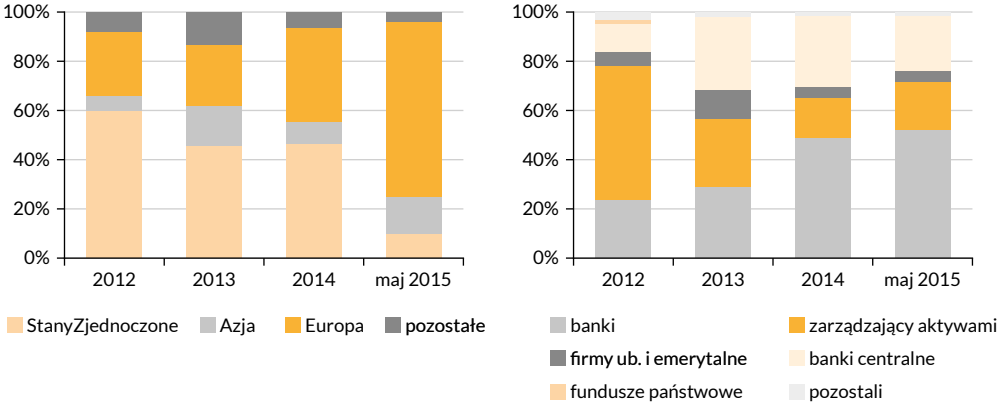
Rynek listów zastawnych denominowanych w dolarach jest dla emitentów i inwestorów bardziej oportunistyczny niż rynek euro i jest zarazem drugim największym rynkiem w ujęciu walutowym. Podstawowe różnice między obydwoma rynkami są następujące[262]:

- Rynek dolarowy listów zastawnych to rynek głównie o najwyższej jakości kredytowej (AAA), co wynika z oczekiwania inwestorów. Powoduje to istotne zawężenie emitentów spoza Europy (obejmujących do niedawna tylko Australię i Kanadę), do krajów, których nie dotknął kryzys długu publicznego, i do najsilniejszych emitentów europejskich. Na koniec maja 2015 roku emitenci europejscy odpowiadali za 40% emisji i stanowili drugą po Kanadzie kategorię pod względem wolumenu emisji w dolarach.
- Listy zastawne w dolarach amerykańskich są zwykle programami większymi (rzadko mniejszymi niż 1 mld dol.), podczas gdy emisje na kwoty poniżej 1 mld euro są obecnie typowe[263]. Programy dolarowe są też zwykle krótsze niż programy w euro[264].
- Istnieją różnice między traktowaniem listów zastawnych w różnych jurysdykcjach, a te pomiędzy Europą i Stanami Zjednoczonymi są największe i obejmują kwestie kraju emitenta, waluty i jakości kredytowej (ratingu). Strategiczna rola listów zastawnych jest specyficzna dla UE.
- Dotąd większość kupujących listy zastawne denominowane w dolarach stanowili inwestorzy amerykańscy, ale rośnie udział inwestorów europejskich i azjatyckich. W roku 2014 inwestorzy amerykańscy kupujący listy zastawne denominowane w dolarach stanowili jedynie 25%, podczas gdy inwestorzy europejscy aż 60%, a azjatyccy 15%. Od 2014 roku największą grupą wśród kupujących były banki, przed bankami centralnymi i agencjami. Inwestycje w listy zastawne denominowane w dolarach stały się sposobem na poprawienie rentowności przez inwestorów europejskich w środowisku luzowania ilościowego.

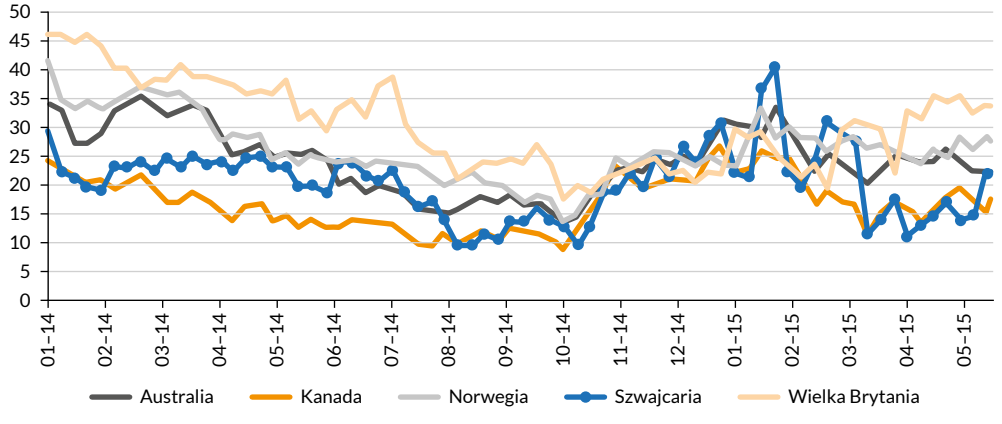
[262] R. Barua, A. Caris, *USD-denominated covered bond market* [w:] W. Kälberer (red.), *2015 ECBC European Covered Bond Fact Book…*, *op. cit.*, s. 182–183.

[263] Średnia wielkość programu listów zastawnych w dolarach amerykańskich w latach 2014–2015 (na koniec maja) wynosiła 1,13 mld dolarów, podczas gdy dla programów w euro wynosiła w tym samym okresie 0,80 mld euro.

[264] Średnia długość programów listów zastawnych w dolarach w latach 2014–2015 (na koniec maja) wynosiła 4,5 roku, podczas gdy dla programów w euro wynosiła w tym samym okresie 7,3 roku.



Rys. 48. I**nwestorzy w listy zastawne denominowane w USD w latach 2012–2015 (w %)**
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bond Radar LTD.

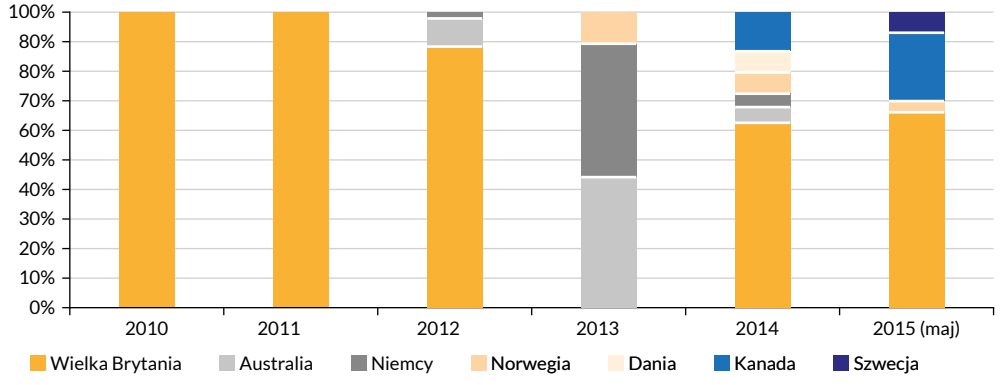


Rys. 49. **Rentowności 1 do 3-letnich listów zastawnych denominowanych w USD w okresie 01.2014–05.2015 (w pb)**
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych BoA Merrill Lynch Global Research.

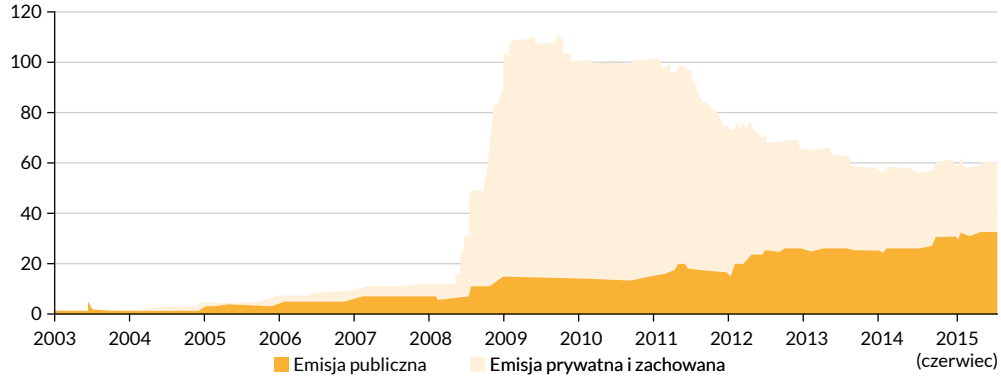
Na rynku wtórnym rentowność (*spread*) listów zastawnych denominowanych w dolarach amerykańskich uległa zawężeniu w roku 2014, co było kontynuacją trendu z lat poprzednich.

Segment listów zastawnych denominowanych w funtach brytyjskich stanowi niewielką część rynku listów zastawnych, ale wejście emitentów zagranicznych z Kanady i Australii wskazuje na jego możliwości rozwoju w przyszłości[265]. Po rekordowym roku 2012 i spokojnych latach 2013–2014 szacuje się, że w roku 2015 nowe emisje wyniosły 10 mld funtów.

[265] M. Claudel, T. Skeet, *GBP-denominated covered bond market* [w:] W. Kälberer (red.), *2015 ECBC European Covered Bond Fact Book…*, *op. cit.*, s. 185.

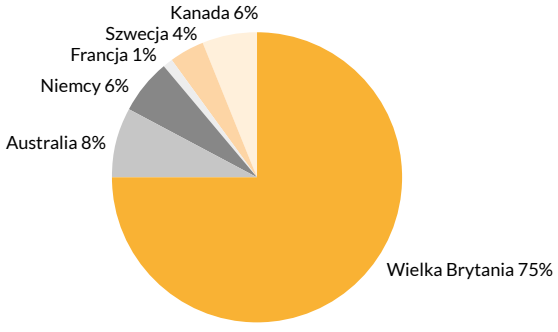


Rys. 50. **Standardowe emisje listów zastawnych w GBP w latach 2010–2015 (w %)**
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg, Royal Bank of Scotland.

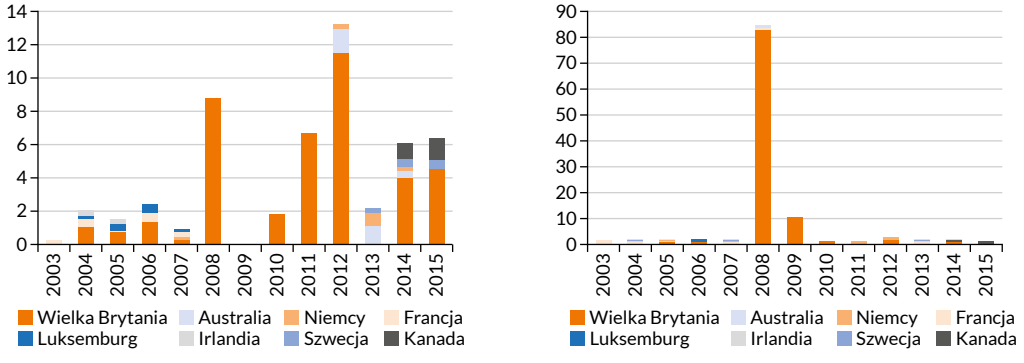


Rys. 51. **Wielkość rynku listów zastawnych w GBP w latach 2003–2015 (w mld)**
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Dealogic, Bloomberg, Royal Bank of Scotland (wg stanu na 13.07.2015).

Rynek listów zastawnych w funtach brytyjskich osiągnął swój szczyt w roku 2009, w związku z zatrzymaniem emisji w księgach emitentów w szczytowym momencie kryzysu finansów publicznych, z których znaczna część została następnie umorzona lub zapadła w kolejnych 3 latach. Około 85 mld funtów emisji w roku 2008 nie miało charakteru emisji publicznej i zostało wykorzystane jako zabezpieczenie w związku ze specjalnym programem zapewnienia płynności rynku przez Bank Anglii (*Special Liquidity Scheme*). Nowe emisje listów zastawnych w funtach istotnie zmniejszyły się od roku 2013 z uwagi na zmniejszone potrzeby finansowania banków brytyjskich. Było to wynikiem programu finansowania kredytowania (*Funding for Lending Scheme*) Banku Anglii, zmniejszonego popytu na kredytowanie oraz generalnego procesu zmniejszenia portfela kredytowego w stosunku do posiadanych kapitałów (delewarowania) w branży finansowej.



Rys. 52. **Publiczne programy listów zastawnych w GBP w obrocie w 2015 roku (w %)**
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Dealogic, Bloomberg, Royal Bank of Scotland (wg stanu na 13.07.2015).



Rys. 53. **Publiczne i prywatne emisje listów zastawnych w GBP w latach 2003–2015 (w mld)**
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Dealogic, Royal Bank of Scotland (wg stanu na 13.07.2015).

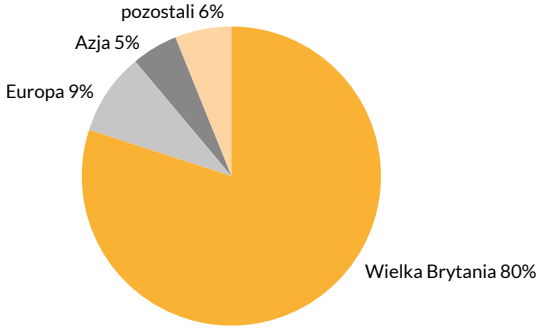
Emisja w walucie innej niż krajowa daje wiele korzyści z punktu widzenia emitenta. Poza korzyściami o charakterze czysto oportunistycznym, wynikającymi z wyceny punktów zamiany (*swap points*), pozwalającymi na optymalizację struktury finansowania, emitenci mogą strategicznie poszerzyć swoją bazę inwestorów. Inną korzyścią dla emitentów jest to, że emisje w walutach innych niż euro redukują podaż we wspólnej walucie. Powinno to poprawiać wycenę pozostających w obrocie listów zastawnych danego emitenta, co może uwolnić jego limity kredytowe u inwestorów. Ponadto emisje w innych walutach mogą być wykorzystane do naturalnego zabezpieczenia aktywów puli zabezpieczeń denominowanych w tych walutach, bez konieczności zawierania transakcji zamiany walut.

Do roku 2008 jedynie niewielki procent nowych emisji w funtach brytyjskich miało terminy zapadalności dłuższe niż 7 lat. Za wyjątkiem roku 2009, kiedy żadna publiczna emisja nie została uplasowana, popyt na długie listy zastawne denominowane w funtach odrodził się w latach 2011–2012. Z kolei emisje z początku roku 2015 miały krótkie terminy zapadalności i posiadały kupony oparte na zmiennej stopie procentowej.

Rys. 54. **Zapadalność i kupon nowych emisji publicznych i prywatnych w GBP w latach 2003–2015 (w %)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Dealogic, Royal Bank of Scotland (wg stanu na 13.07.2015).

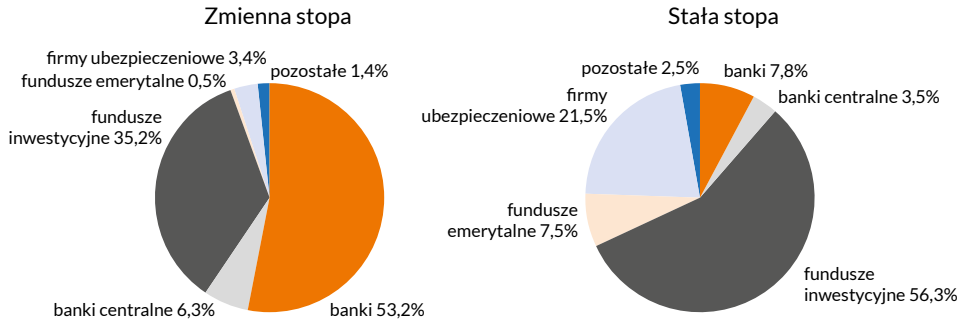
Inwestorami w listy zastawne denominowane w funtach brytyjskich są przede wszystkim podmioty z Wielkiej Brytanii (od 2001 r. ich udział wynosi około 80%), a pozostała część równomiernie rozproszona jest pomiędzy inwestorów europejskich i zamorskich.



Rys. 55. **Inwestorzy w listy zastawne denominowane w GBP w roku 2015 (w %)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Royal Bank of Scotland.

W czerwcu 2015 roku brytyjski nadzór ostrożnościowy (*Prudential Regulation Authority, PRA*) zaproponował modyfikację wymogów płynnościowych poprzez wdrożenie unijnych regulacji *LCR*. Zgodnie z nowym zaleceniem listy zastawne denominowane w funtach brytyjskich są kwalifikowane jako aktywa poziomu 1 (*Level 1*) z dyskontem wartości (*haircut*) 7%. Zmiany w regulacjach, które weszły w życie 1.10.2015 roku, powodują, że listy zastawne denominowane w GBP są bardziej atrakcyjne dla brytyjskich banków jako instrument zarządzania płynnością i powinny stanowić katalizator rozwoju rynku pierwotnego. Decyzja Wielkiej Brytanii o wystąpieniu z UE może doprowadzić jednak do odejścia tego kraju od regulacji unijnych i zmniejszenia atrakcyjności listów zastawnych denominowanych w funtach.



Rys. 56. **Struktura inwestorów w listy zastawne denominowane w GBP według rodzaju kuponu w 2015 r. (w %)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Royal Bank of Scotland.

Listy zastawne denominowane w innych walutach niż euro i waluta kraju emitenta umożliwiają interesujący, aczkolwiek ograniczony, arbitraż cenowy dla emitentów i inwestorów, zwiększając elastyczność rynkową tego instrumentu i prowadząc do poszerzenia rynku. Należy przy tym mieć świadomość zróżnicowania regulacyjnego w zakresie traktowania tych instrumentów w różnych jurysdykcjach. Ponadto nieoczekiwana decyzja o wyjściu Wielkiej Brytanii z UE może spowodować zmiany legislacyjne oddalające jej regulacje od rozwiązań unijnych, a także implikować powstanie negatywnego sentymentu inwestycyjnego dla listów zastawnych emitowanych w funcie brytyjskim, także w związku z oczekiwanym długookresowym trendem osłabienia tej waluty. Ogranicza to praktycznie alternatywne rynki walutowe listów zastawnych do dolara amerykańskiego.

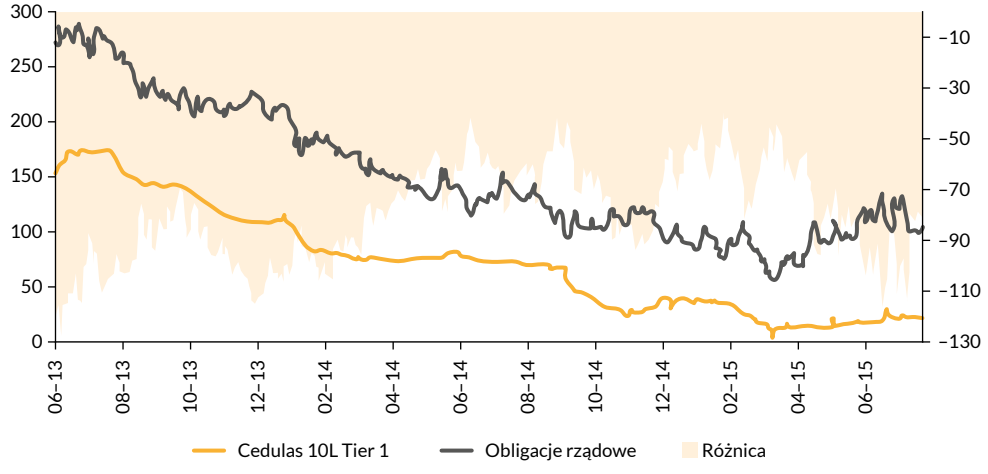
3.2. Listy zastawne a inne klasy aktywów

W przeszłości ranking instrumentów dłużnych pod względem najniższych rentowności (*spread*) tradycyjnie otwierały obligacje rządowe, przed instrumentami quasi-rządowymi i agencyjnymi. Na końcu występowały listy zastawne, a po nich instrumenty dłużne niezabezpieczone.

3.2.1. Uwarunkowania rentowności listów zastawnych

Odpowiedzią na przedłużający się kryzys finansowy, a w jego następstwie kryzys finansów publicznych, jest program luzowania ilościowego (*quantitative easing*, *QE*). Spowodował on istotne zmiany w tradycyjnym rankingu rentowności instrumentów dłużnych. Zamiast znaczącej premii w stosunku do obligacji rządowych listy zastawne w wielu krajach są handlowane z dyskontem, niejednokrotnie ponad 100 pb poniżej odpowiedniego długu rządowego. Z kolei rentowność długu niezabezpieczonego rozszerzyła się, znacznie przekraczając poziomy przedkryzysowe. Wprowadzenie dyrektywy restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków (*BRRD*) przyczyniło się do dalszego rozszerzenia rentowności długu niezabezpieczonego. Uwzględnienie listów zastawnych przez program luzowania ilościowego już w pierwszej rundzie

w roku 2014 (*CBPP1*) oraz dodanie długu rządowego, agencyjnego i ponadnarodowego w rundzie drugiej w roku 2015 (*CBPP2*) miało istotny wpływ na wzajemne relacje między rentownościami instrumentów dłużnych[266].



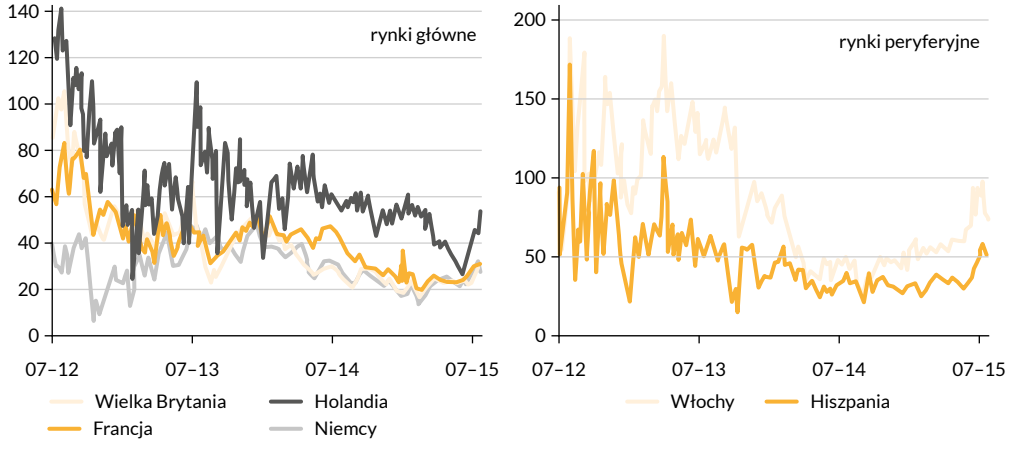
Rys. 57. **Średnie rentowności transakcji zamiany hiszpańskich listów zastawnych i długu rządowego w okresie 06.2013–06.2015**
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomerg i Crédit Agricole CIB.

Różnice rentowności pomiędzy listami zastawnymi a długiem rządowym (także agencyjnym i ponadnarodowym) są w dużej mierze wynikiem popytu programów łagodzenia ilościowego eurosystemu. Pierwsza runda luzowania ilościowego (od października 2014 r.) kwalifikowała do zakupu jedynie listy zastawne i papiery wartościowe oparte o aktywa (*ABS*), co spowodowało istotne zawężenie rentowności pomiędzy listami zastawnymi a długiem publicznym. Zjawisko to trwało do połowy stycznia 2015 roku, kiedy to eurosystem rozszerzył program luzowania ilościowego na dług sektora publicznego, co spowodowało rozszerzenie rentowności do marca 2015 roku. Duża zmienność rynku na przełomie kwietnia i maja 2015 roku spowodowała powrót do historycznie niskich rentowności listów zastawnych.

Banki mają zwykle szeroki dostęp do różnych źródeł finansowania, w tym: depozytów, listów zastawnych, sekurytyzacji i długu niezabezpieczonego. Wszystkie te instrumenty mają swoje wady i zalety z punktu widzenia emitenta. Obligacje niezabezpieczone są najbardziej elastycznym instrumentem, albowiem nie narzucają restrykcji na strukturę aktywów. Listy zastawne z kolei nakładają na emitenta wymóg utrzymania puli zabezpieczeń o wysokiej jakości, zabezpieczających wyemitowane obligacje. Co więcej, wymogi regulacyjne i agencje ratingowe często wymagają, aby niedopasowanie pomiędzy pulą zabezpieczeń a listami zastawnymi w obiegu było

[266] F. Eichert, F. Will, *Covered bonds vs. other asset classes* [w:] Kälberer (red.), *2015 ECBC European Covered Bond Fact Book…*, *op. cit*.

ograniczone oraz aby emitent listów zastawnych utrzymywał określoną kwotę nadzabezpieczenia (*over-collateralisation, OC*), często powyżej wymogów regulacyjnych.



Rys. 58. **Różnice stóp zwrotu długu niezabezpieczonego i listów zastawnych z zapadalnością w roku 2017**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg i HSBC.

Z punktu widzenia inwestora zabezpieczony charakter listów zastawnych w połączeniu z ich uprzywilejowanym traktowaniem regulacyjnym czyni je atrakcyjną inwestycją pod względem ryzyka. Ma to zwykle swój wyraz w znacząco niższym poziomie rentowności w porównaniu z długiem niezabezpieczonym. Należy jednak zauważyć, że w ostatnich latach różnice rentowności listów zastawnych i długu niezabezpieczonego pozostawały stosunkowo niewielkie. Nawet generalny wzrost stóp zwrotu od kwietnia 2015 roku nie spowodował rozszerzenia się dyferencjału rentowności. Wydaje się, że w środowisku niskich stóp zwrotu inwestorzy poszukujący wyższych rentowności godzą się z wyższym ryzykiem papieru niezabezpieczonego, w zamian za dodatkową rentowność. Sytuacja ta sprawdza się w szczególności dla instrumentów niezabezpieczonych o krótszym terminie zapadalności oraz dla obligacji wyemitowanych przez stabilne instytucje, gdzie ryzyko rozwoju niekorzystnego scenariusza uznaje się za niskie.

Wrażliwość na zmianę różnicy stopy zwrotu długu niezabezpieczonego wobec listów zastawnych rośnie gwałtownie wraz z wydłużeniem terminu zapadalności. Mimo że dyferencjał ten wzrósł znacząco w wartościach nominalnych w pierwszej połowie 2015 roku (podwoił się w ciągu 3 miesięcy), to nadal pozostawał na niskim poziomie w porównaniu z połową roku 2012 i początkiem 2013 roku. Banki preferowały finansowanie długiem niezabezpieczonym w stosunku do listów zastawnych, ponieważ mimo niższego kuponu listy zastawne wiążą się z wyższymi kosztami administracyjnymi (np. powiernika) i są mniej elastyczne w zakresie aktywów zabezpieczających w porównaniu z długiem niezabezpieczonym. Jeżeli dy-

ferencjał rentowności pomiędzy tymi dwoma klasami aktywów jest mniejszy niż dodatkowe koszty administracyjne i utrata elastyczności, to efektywnie tańszym instrumentem dla emitenta jest dług niezabezpieczony. Może to być jedną z przyczyn ujemnej podaży netto listów zastawnych w latach 2013–2015, obok zmniejszonych potrzeb finansowania działalności banków i mimo dodatkowego popytu zgłaszanego przez EBC.

Tendencje te są w opozycji do rozwoju regulacji. Listy zastawne wspierane są przez rozwiązania dekapitalizacji (*resolution*), podobnie jak przez zmiany w metodach oceny ryzyka agencji ratingowych uwzględniających tę dyrektywę (szczególnie nowe metodologie Moody's i Fitch). W opinii analityków jednak te elementy będą miały ograniczony wpływ na rentowność. Decydujący wpływ będą bowiem miały względy techniczne – obniżona podaż i środowisko niskich stóp procentowych. Poza tym mimo przyjętych dyrektyw wydaje się, iż do rzadkości należeć będzie sytuacja dekapitalizacji, szczególnie dużych, systemowo ważnych instytucji finansowych.

W ramach operacji otwartego rynku EBC wdrożył mechanizmy kontroli ryzyka, aby zabezpieczyć się przed potencjalnymi stratami na wypadek konieczności upłynnienia zabezpieczenia w sytuacji niewywiązania się przez banki z zobowiązań kontraktowych. Głównym z nich jest dyskonto wartości przyjmowanych pod zabezpieczenie aktywów (*valuation haircut*). EBC stosuje różne dyskonta wartości aktywów dla listów zastawnych (kategoria II i III) i długu niezabezpieczonego (kategoria IV), dla którego stosuje znacząco wyższe dyskonto. Ponadto listy zastawne są wyłączone z zakazu EBC bliskiego powiązania (*close-link*), w związku z czym bank nie może dać na zabezpieczenie swoich własnych obligacji niezabezpieczonych. Własne listy zastawne są akceptowane przy zastosowaniu dodatkowego dyskonta. Obligacje rządowe nadal cieszą się najniższym dyskontem, chociaż listy zastawne daleko od nich nie odbiegają. Dla 5-letniego standardowego listu zastawnego o ratingu AAA kategorii II dyskonto wynosi jedynie 2%, a dla listu zastawnego kategorii III dyskonto wzrasta do zaledwie 2,5%. Dla transakcji odkupu nadal funkcjonuje stary, tradycyjny podział klas aktywów. Najwyżej klasyfikowany jest dług rządowy, blisko za nim plasują się listy zastawne, a dług niezabezpieczony obciążony jest największym dyskontem wartości i obłożony największymi ograniczeniami.

Preferencyjne w stosunku do innych klas aktywów traktowanie listów zastawnych przez EBC dla transakcji odkupu , na poziomie jedynie o próg niższym dla standardowych emisji wobec obligacji rządowych, jest potwierdzeniem ich strukturalnie wysokiej jakości. Wysoką jakość i preferencyjne traktowanie listów zastawnych potwierdzają również zmodyfikowane modele oceny ryzyka agencji ratingowych, uwzględniające ich wyłączenie z mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Potwierdzeniem rynkowym wysokiej jakości listów zastawnych w trakcie obecnego kryzysu finansowego jest dyskonto (zamiast zwyczajowej premii), z jakim są handlowane listy zastawne z dotkniętych kryzysem krajów peryferyjnych UE w stosunku do odpowiednich obligacji rządowych.

Tab. 10. **Dyskonto wartości aktywów dla transakcji odkupu w ramach eurosystemu**

	Kategorie płynności								
	I		II		III		IV		V
	Obligacje rządowe		Obligacje publiczne lokalne i regionalne, ponadnarodowe, agencyjne i listy zastawne Jumbo		Listy zastawne tradycyjne, strukturyzowane, wielu emitentów i obligacje korporacyjne		Niezabezpieczone obligacje banków		*ABSy*
AAA do A-									
Zapadalność (w latach)	Stały kupon	Bez kuponu	Stały kupon	Bez kuponu	Stały kupon	Bez kuponu	Stały kupon	Bez kuponu	Stały/ bez kuponu
0–1	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	6.5	6.5	10.0
1–3	1.0	2.0	1.5	2.5	2.0	3.0	8.5	9.0	10.0
3–5	1.5	2.5	2.5	3.5	3.0	4.5	11.0	11.5	10.0
5–7	2.0	3.0	3.5	4.5	4.5	6.0	12.5	13.5	10.0
7–10	3.0	4.0	4.5	6.5	6.0	8.0	14.0	15.5	10.0
> 10	5.0	7.0	8.0	10.5	9.0	13.0	17.0	22.5	10.0
Zatrzymane listy zastawne	+13%								
BBB+ do BBB-									
Zapadalność (w latach)	Stały kupon	Bez kuponu	Stały kupon	Bez kuponu	Stały kupon	Bez kuponu	Stały kupon	Bez kuponu	Stały/ bez kuponu
0–1	6.0	6.0	7.0	7.0	8.0	8.0	13.0	13.0	22.0
1–3	7.0	8.0	10.0	14.5	15.0	16.5	24.5	26.5	22.0
3–5	9.0	10.0	15.5	20.5	22.5	25.0	32.5	36.5	22.0
5–7	10.0	11.5	16.0	22.0	26.0	30.0	36.0	40.0	22.0
7–10	11.5	13.0	18.5	27.5	27.0	32.5	37.0	42.5	22.0
> 10	13.0	16.0	22.5	33.0	27.5	35.0	37.5	44.0	22.0
Zatrzymane listy zastawne	+17%								

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurosystemu i Crédit Agricole CIB.

3.2.2. Listy zastawne a obligacje niezabezpieczone

Dług niezabezpieczony (*senior unsecured*) jest strukturalnie podporządkowany w stosunku do listów zastawnych z uwagi na preferencyjne roszczenie w stosunku do puli zabezpieczeń, do którego kredytodawcy niezabezpieczeni mają dostęp dopiero po zaspokojeniu posiadaczy listów zastawnych i innych uprzywilejowanych kredytodawców.

Relatywną wartość między tymi dwiema klasami aktywów determinują[267]:

- prawdopodobieństwo braku zapłaty przez emitenta (*probability of default*),
- wskaźnik odzysku zabezpieczenia (*recovery rate*),
- ryzyko dekapitalizacji (*bail-in risk*),
- rozwiązania regulacyjne,
- kwalifikowalność do transakcji odkupu (*repo*) i dyskonto wartości aktywów (*haircut*),
- stabilność i dyferencjał oceny kredytowej (ratingu).

Listy zastawne strukturalnie mają przetrwać ewentualne niewywiązanie się z umowy i brak zapłaty ze strony emitenta. W związku z tym prawdopodobieństwo braku zapłaty z listu zastawnego jest zasadniczo niższe niż w przypadku długu niezabezpieczonego. Główną rolę odgrywają tu ramy prawne listów zastawnych, w tym przepisy dotyczące efektywnej segregacji aktywów zabezpieczających, uprzywilejowanego traktowania transakcji pochodnych na wypadek utraty płynności przez emitenta, a także strukturalne rozwiązania ograniczające ryzyko płynności, jak bufory płynności czy struktura spłaty.

Różnice we wskaźnikach odzysku zabezpieczenia są głównym czynnikiem różnicującym listy zastawne i obligacje niezabezpieczone. W przypadku braku spłaty posiadacze listów zastawnych korzystają z przywileju podwójnego regresu, zarówno do puli zabezpieczeń, jak i do majątku emitenta. Mają oni równorzędną pozycję (*pari passu*) z posiadaczami obligacji niezabezpieczonych dopiero wtedy, gdyby pula zabezpieczeń okazała się niewystarczająca do pełnego pokrycia wierzytelności. Emisja zabezpieczona strukturalnie podporządkowuje kredytodawców niezabezpieczonych, redukując ich oczekiwania odzyskania inwestycji. Nadzabezpieczenie (*overcollateralisation, OC*), a także jakość zabezpieczenia są dodatkowymi elementami wpływającymi na oczekiwany poziom odzysku posiadaczy listów zastawnych w stosunku do posiadaczy obligacji niezabezpieczonych. Pulę zabezpieczeń stanowią aktywa o wysokiej jakości. W efekcie wysokie nadzabezpieczenie i wysokie obciążenie aktywów ograniczają ilość i jakość aktywów dostępnych dla posiadaczy obligacji niezabezpieczonych. Strukturalne podporządkowanie obligacji niezabezpieczonych jest czynnikiem, który sprzyja rynkowi listów zastawnych. Zwiększone wykorzystanie listów zastawnych przez banki w ostatnich latach spowodowało, że więcej aktywów jest obecnie wydzielonych. Jako że aktywa zgromadzone w puli zabezpieczeń nie są dostępne na pokrycie roszczeń inwestorów w obligacje niezabezpieczone na wypadek utraty płynności emitenta, uczestnicy rynku zaczęli mieć obawy przed wzro-

[267] F. Eichert, F. Will, *Covered bonds vs. other asset classes* [w:] Kälberer (red.), *2015 ECBC European Covered Bond Fact Book…*, *op. cit.*, s. 168–169.

stem rynku listów zastawnych i zmniejszeniem puli dostępnych aktywów. Problem ten został wyostrzony przez oczekiwania agencji ratingowych zwiększenia poziomu nadzabezpieczenia, które w większości przypadków znacząco przewyższały poziomy wymogów regulacyjnych, tym bardziej zmniejszając ilość aktywów dostępnych dla inwestorów niezabezpieczonych.

Dyskusja na temat obciążenia aktywów z tytułu listów zastawnych ignoruje często inne przyczyny obciążenia aktywów (jak np.: pogarszająca się sytuacja banków i wspierające operacje odkupu oraz inne działania płynnościowe banków centralnych), a także pomija czynniki niwelujące (*offsetting factors)*. Wykorzystanie listów zastawnych zwykle pozwala bankom na obniżenie kosztu finansowania i znacząco zwiększa bazę inwestorów, umożliwiając emitentom dostęp do inwestorów jakościowych, jak banki centralne. Ponadto jest to bardziej stabilna baza finansowania. Nawet jeżeli rynek instrumentów niezabezpieczonych jest zamknięty dla danego emitenta, bank może nadal mieć dostęp do hurtowego rynku finansowania za pomocą listów zastawnych. W najgorszym wypadku może zachować listy zastawne dla transakcji odkupu z krajowym bankiem centralnym i EBC. Poza tym potencjalna wielkość emisji listów zastawnych nie jest nieograniczona i wynika z wielkości aktywów kwalifikowanych, które nakładają ograniczenie na wielkość potencjalnej emisji. Ponadto wymogi agencji ratingowych w zakresie wysokiego nadzabezpieczenia jeszcze bardziej ograniczają wielkość emisji listów zastawnych.

Badanie Fitch[268] opublikowane w czerwcu 2014 roku na temat wykorzystania listów zastawnych ujawniło, że 70% emisji większych grup bankowych, których ryzyko zostało zbadane przez agencję, miało obciążenie aktywów z tytułu puli zabezpieczeń[269] mniejsze niż 20%, a jedynie w przypadku 10% emitentów udział ten przekraczał 50%. Przekroczenie progu 50% w większości dotyczyło specjalistycznych banków hipotecznych lub spółek sektora publicznego. Średnio obciążenie puli zabezpieczeń pozostawało stabilne w latach 2011–2013, wynosząc średnio 10%. Listy zastawne są prawdopodobnie najbardziej transparentne ze wszystkich elementów obciążających aktywa bankowe i nie są jedyną przyczyną obciążeń. Aby ułatwić porównywanie oraz zapewnić jednorodny i zharmonizowany dostęp do informacji dla inwestorów, EBA opublikowała wskazówki na temat ujawniania informacji o aktywach nieobciążonych i obciążonych (oraz powiązanych pasywach). Jednak rekomendacje te uniemożliwiają dostęp do informacji o aktywach obciążonych na rzecz banków centralnych i programów wsparcia płynności banków centralnych, aby nie dopuścić do niepożądanych efektów oddziaływania na stabilność finansową.

To głównie wsparcie systemowe sprawiło, że mimo upadków banków w czasie kryzysu finansowego bardzo rzadko dochodziło do braku wykupu obligacji niezabezpieczonych. Jednakże ryzyko dekapitalizacji jest obecnie nowym elementem w procesie oceny inwestycji. Podczas gdy listy zastawne są generalnie wyłączone z mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, to obligacje niezabezpieczone są jej centralnym punktem, zanim zostaną udzielone środki z tytułu restruk-

[268] *Banks' Use of Covered Bonds, 2014 Update*, Fitch Ratings, 12 June 2014, https://www.fitchratings.com/gws/en/search/summary?N=0&Ntk=TEXT_SEARCH&Ntt=covered%20bonds%202014&Ntx=mode%2Bmatchallpartial&Nty=1&Ne=11&flag=true (dostęp 08.05.2016).

[269] Określone jako udział puli zabezpieczeń w skorygowanych aktywach łącznie.

turyzacji albo zostaną przekazane pieniądze podatników[270]. Listy zastawne są z kolei traktowane w sposób uprzywilejowany w stosunku do obligacji niezabezpieczonych w ramach szeregu rozwiązań prawnych (*CRR, LCR, Solvency II* czy *UCITS*).

W czasach wzrostu minimalnych wymogów adekwatności kapitałowej zyskują na znaczeniu wagi ryzyka przyjmowane do kalkulacji ważonego ryzykiem portfela aktywów. Kapitał regulacyjny (*regulatory capital*) jest najdroższym źródłem finansowania działalności. Banki dążą więc do jego optymalizacji, biorąc pod uwagę konsumpcję kapitału przez poszczególne rodzaje aktywów. W ramach EOG banki mogą stosować preferencyjne wagi ryzyka dla listów zastawnych, w odróżnieniu od obligacji niezabezpieczonych. Niższa waga ryzyka oznacza, że banki mogą utrzymywać mniej kapitału regulacyjnego w stosunku do danej pozycji aktywów, co zmniejsza ich średni koszt finansowania działalności.

Wysoka klasyfikacja listów zastawnych (na poziomie 1 lub 2) według wskaźnika pokrycia płynności (*LCR*) jest bardzo korzystna. Można się spodziewać, że banki europejskie będą wykorzystywały listy zastawne w uzupełnieniu obligacji rządowych, agencyjnych i ponadnarodowych oraz że zoptymalizują swoje portfele płynnych aktywów, uwzględniając zarówno względy płynnościowe, jak i stopy zwrotu. Presja na dalsze obniżanie rentowności powinna być ograniczona, przynajmniej w krótszej perspektywie, jako że jest ona już i tak bardzo niska na skutek trzeciego programu skupu listów zastawnych EBC (*CBPP3*), negatywnej podaży netto i operacji długoterminowego refinansowania przez EBC (*long term refinancing operation, LTRO*). Preferencyjne traktowanie listów zastawnych zostało szeroko zakomunikowane i w dużej mierze jest już zawarte w wycenie tego instrumentu.

Niekorzystne traktowanie regulacyjne prowadzi do wyłączenia pewnych grup inwestorów albo powoduje oczekiwanie wyższych rentowności jako rekompensaty za dodatkowy koszt inwestycji w obligacje niezabezpieczone w stosunku do listów zastawnych. Dla inwestorów bankowych kwalifikowalność do transakcji odkupu z bankiem centralnym jest istotnym czynnikiem branym pod uwagę w strukturyzacji portfeli płynnościowych. W przypadku kwalifikowalności do transakcji odkupu banki centralne przypisują większe dyskonto wartości obligacjom niezabezpieczonym niż listom zastawnym. Wyższy poziom dyskonta podnosi koszt finansowania banków, jako że zdyskontowana część obligacji niezabezpieczonej przedłożona jako zabezpieczenie musi zostać sfinansowana za pomocą alternatywnych źródeł.

[270] Europejska dyrektywa o restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków (*Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD*) wraz z jednolitym mechanizmem restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*Single Resolution Mechanism, SRM*) zostały przyjęte w 2014 roku. *BRRD* definiuje okoliczności, w jakich procedura ta zostaje zainicjowana w stosunku do problemowego banku w UE i zapewnia niezbędne narzędzia, podczas gdy *SRM* centralizuje proces podejmowania decyzji dla dużych i ponadnarodowych banków w strefie euro. Dekapitalizacja (*bail-in*) jest centralnym narzędziem *BRRD*. Ma on powodować, że począwszy od 1 stycznia 2016 roku to nie podatnicy, ale udziałowcy, kredytodawcy podporządkowani i posiadacze obligacji niezabezpieczonych poniosą koszty strat problemowego banku. Możliwości rządów wsparcia banków zostały w ten sposób istotnie ograniczone, a posiadacze obligacji niezabezpieczonych ponoszą ryzyko straty zaraz po udziałowcach i kredytodawcach podporządkowanych.

Agencje ratingowe zwykły odnosić rating listów zastawnych do ratingu obligacji niezabezpieczonej tego samego emitenta. Rating obligacji niezabezpieczonej stanowił dotąd podstawę (*floor*) do wyznaczenia ratingu listu zastawnego. Możliwość jego podniesienia zależała od dopasowania aktywów i pasywów, wskaźników odzysku, aspektów prawnych i strukturalnych. W świetle nowej regulacji restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (BRRD) główne agencje ratingowe wypracowały nowe ramy wyceny, częściowo oddzielając rating listów zastawnych od ratingu emitenta. Obecnie rating obligacji niezabezpieczonych w mniejszym stopniu opiera się o ryzyko kraju, a dyferencjał między ratingiem listów zastawnych a ratingiem emitenta istotnie się zwiększył. Już w przeszłości ratingi listów zastawnych charakteryzowały się mniejszą zmiennością niż ratingi obligacji niezabezpieczonych. Stan ten zapewne jeszcze bardziej się pogłębi w ramach nowych kryteriów ratingowych. Większość regulacji i kryteria banków centralnych kwalifikowalności aktywów zabezpieczających odnoszą się do ratingów, tak więc dyferencjał ratingu listów zastawnych i obligacji niezabezpieczonych staje się tym bardziej istotny.

Zmiana mechanizmu ratingu listów zastawnych, jaka została wprowadzona przez główne agencje ratingowe na przestrzeni 12–15 miesięcy od wprowadzenia mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*BRRD*), spowodowała zarówno pozytywne, jak i negatywne skutki dla ratingu listów zastawnych, w zależności od emitenta. Z jednej strony listy zastawne są wyraźnie wydzielone z procedury dekapitalizacji, ale ten pozytywny efekt może być więcej niż zniwelowany przez obniżenie ratingu emitenta. W wielu przypadkach rating listów zastawnych został zmieniony, zanim została wprowadzona nowa metodologia oceny ryzyka emitenta, co spowodowało, że rating listów zastawnych przeszedł dwie fazy dostosowawcze. W większości przypadków łączny efekt zmiany ratingu listów zastawnych był pozytywny. Różnica między ratingami listów zastawnych a ratingami obligacji niezabezpieczonych uległa rozszerzeniu. Zwiększyło to atrakcyjność listów zastawnych wobec obligacji niezabezpieczonych. Kluczową zmianą jest inny punkt wyjścia wyceny ryzyka listu zastawnego. Nie jest nim już rating obligacji niezabezpieczonej, jako że dekapitalizacja obligacji niezabezpieczonej nie powoduje automatycznie postawienia w stan wymagalności emitenta listu zastawnego. Nowo wprowadzone mechanizmy restrukturyzacji mają na celu przede wszystkim utrzymanie działalności problemowego banku.

Tab. 11. **Porównanie zalet listów zastawnych i obligacji niezabezpieczonych dla inwestora**

Zalety listów zastawnych	Zalety obligacji niezabezpieczonych
▪ Podwójny regres do emitenta i puli zabezpieczeń ▪ Wyższy rating niż obligacji niezabezpieczonych ▪ Niższa waga ryzyka dla instrumentów kwalifikowanych wg *CRR* nabywanych przez banki EOG ▪ Preferencyjny status w ramach *Solvency II* ▪ Zasadniczo wyższa płynność z tytułu większych emisji ▪ Uprzywilejowane traktowanie dla transakcji *repo* przez EBC i krajowe banki centralne ▪ Kwalifikowalność większości listów zastawnych jako płynnego aktywa w ramach *CRR*	▪ Wyższa stopa zwrotu, chociaż różnica w stosunku do listów zastawnych jest niewielka (wg stanu na I połowę 2015 r.) ▪ Często duże obroty mimo mniejszych wolumenów transakcji (z uwagi na mniejszy udział inwestorów trzymających instrumenty do wykupu)

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów HSBC.

Uprzywilejowany status listów zastawnych wobec podporządkowanego charakteru obligacji niezabezpieczonych sprawia, że z punktu widzenia inwestora listy zastawne stanowią relatywnie bardziej interesującą klasę aktywów niż obligacje niezabezpieczone, w płaszczyźnie bezpieczeństwa zainwestowanego kapitału. Wyłączenie listów zastawnych z procedury dekapitalizacji i wynikająca stąd zmiana mechanizmu wyceny ratingowej, oddzielająca rating listów zastawnych od ratingu obligacji niezabezpieczonych, dodatkowo wzmacnia ich atrakcyjność inwestycyjną. Odrębną kwestią jest, na ile rynek efektywnie wycenia różnicę w ich bezpieczeństwie. Mała różnica zachęcać będzie inwestorów do przeważania listów zastawnych w swoich portfelach, a duży dyferencjał stanowić będzie zachętę do podejmowania przez inwestorów dodatkowego ryzyka i zakupu obligacji niezabezpieczonych.

3.2.3. Listy zastawne a obligacje rządowe

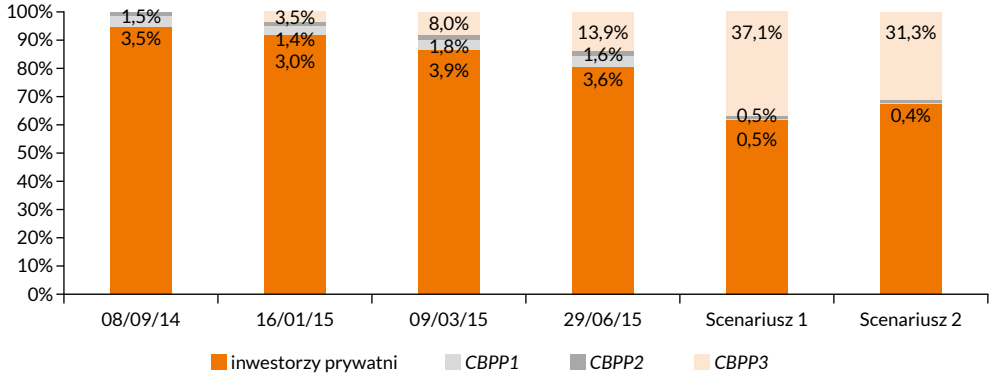
Mimo że w niektórych krajach rentowności (*spread*) listów zastawnych plasują się poniżej obligacji rządowych, to jednak te ostatnie mają fundamentalny wpływ na listy zastawne z uwagi na ryzyko kraju. W mniejszym bądź większym stopniu determinuje ono wszystkie parametry tego instrumentu: emitenta, pulę zabezpieczeń i aktywa zabezpieczające, płynność i ryzyko refinansowania oraz rating. Na emitentów, szczególnie tych z silną pozycją na rynku krajowym, bezpośrednio oddziałuje pogarszające się ryzyko kraju. Perspektywy biznesowe pogarszają się na skutek obniżonego ryzyka kraju i idącej w parze słabszej gospodarki. Ponadto wiele banków utrzymuje duże długie pozycje krajowych obligacji rządowych, co czyni je podatnymi na pogorszenie się ryzyka krajowego. Aktywa zabezpieczające również reagują na zmianę ryzyka kraju. Pogarszająca się sytuacja ekonomiczna zwykle powoduje wzrost bezrobocia i wzrost wskaźnika kredytów nieregularnych (*non performing loan, NPL*). W sytuacji bankructwa kraju załamuje się popyt na nieruchomości mieszkaniowe ze wszystkimi konsekwencjami dla cen nieruchomości i wskaźnika kredytu do zabezpieczenia (*LTV*). Struktura z płatnością odsetek przy wykupie listu zastawnego (*bullet*) refinansuje ziarnisty portfel kredytowy, więc wynikające stąd niedopasowania wymagają refinansowania w ramach płynności zewnętrznej. Jeżeli dany kraj zaczyna mieć problemy z płynnością, to emitentom trudniej jest refinansować niedopasowania płynności poprzez dodatkową emisję, finansowanie z linii płynnościowych innych podmiotów lub przez sprzedaż portfela. W ten sposób programy listów zastawnych, zabezpieczone pulą aktywów, która nie ma żadnych problemów z jakością kredytową, może odczuć skutki pogarszającego się ryzyka kraju.

Dla agencji ratingowych obligacje rządowe odgrywają kluczową rolę w procesie ratingu listów zastawnych. Rating emitenta jest powiązany z ratingiem kraju, chyba że prowadzi on znaczącą działalność również w innych krajach. Rating listów zastawnych uwzględnia rentowność (*spread*) obligacji rządowych w modelu przepływów puli zabezpieczeń dla wyznaczenia wymaganego poziomu nadzabezpieczenia na wypadek sytuacji kryzysowej kraju. Główne agencje ratingowe[271] przyjmują rating kraju (*sovereign debt*) jako górny poziom ratingu (*country ceiling*) dla instrumentów strukturyzo-

[271] Fitch, Moody's i S&P.

wanych, w tym dla listów zastawnych. Niezależnie od tego są uzasadnione przypadki, kiedy listy zastawne otrzymują wyższy rating od ratingu kraju i w konsekwencji wyceniane są przez rynek z rentownością poniżej rentowności obligacji rządowych.

Programy luzowania ilościowego eurosystemu odgrywają kluczową rolę w ewolucji rentowności listów zastawnych. W krótkim horyzoncie nastąpiło zawężenie rentowności w odpowiedzi na ogłoszenia kolejnych programów skupu aktywów. W dłuższej perspektywie oddziaływanie tych programów w dużym stopniu zależy od udziału eurosystemu po stronie popytowej rynku. Krótkoterminowa reakcja rynku na programy *CBPP3* i *PSPP*[272] była podobna (obniżenie rentowności), ale efekty długoterminowe będą zapewne różne. EBC skupuje około 10–12 mld euro listów zastawnych miesięcznie w ramach *CBPP3*, podczas gdy zakupy długu rządowego, agencyjnego i ponadnarodowego w ramach *PSPP* wynoszą około 45 mld euro miesięcznie. Mimo że wielkość zakupów listów zastawnych w ujęciu nominalnym jest kilkakrotnie mniejsza, to oddziaływanie *CBPP3* na rynek jest znacznie większe niż *PSPP*.



Rys. 59. **Udział eurosystemu w kwalifikowanych programach listów zastawnych w obrocie w okresie 09.2014–09.2016**

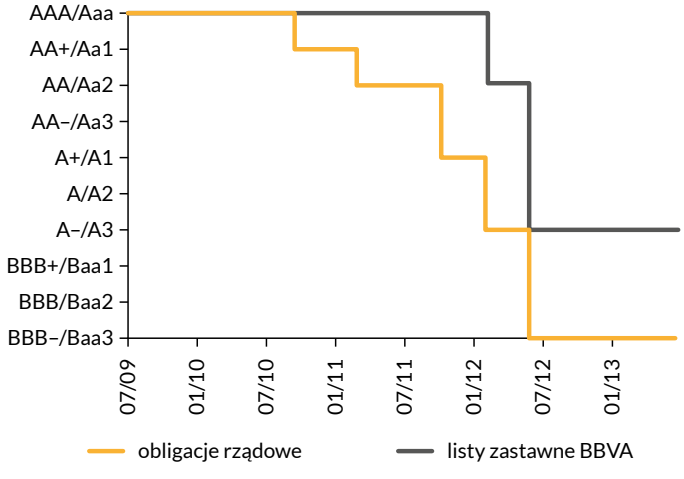
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Crédit Agricole CIB.

Szacuje się, że na wrzesień 2016 roku eurosystem był w posiadaniu około 35–40% całkowitego wolumenu kwalifikowanych listów zastawnych w obrocie. Jedynym innym rynkiem dłużnym o zbliżonym oddziaływaniu luzowania ilościowego są obligacje instytucji ponadnarodowych (*supranationals*), gdzie EBC był w posiadaniu do 20% rynku. Wpływ luzowania ilościowego na rynek obligacji rządowych i agencyjnych jest relatywnie mniejszy wobec wpływu na rynek listów zastawnych. Różnica w udziale rynkowym na koniec programu luzowania ilościowego pomiędzy tymi dwoma klasami

[272] Program skupu aktywów sektora publicznego na rynkach wtórnych, wprowadzony decyzją Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2015/774 z dnia 4 marca 2015 roku. https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2015_121_r_0007_pl_txt.pdf (dostęp 08.05.2016).

aktywów, a nie sama fundamentalna jakość kredytowa listów zastawnych, będzie nadal zasadniczym czynnikiem kształtującym dyferencjał rentowności tych instrumentów.

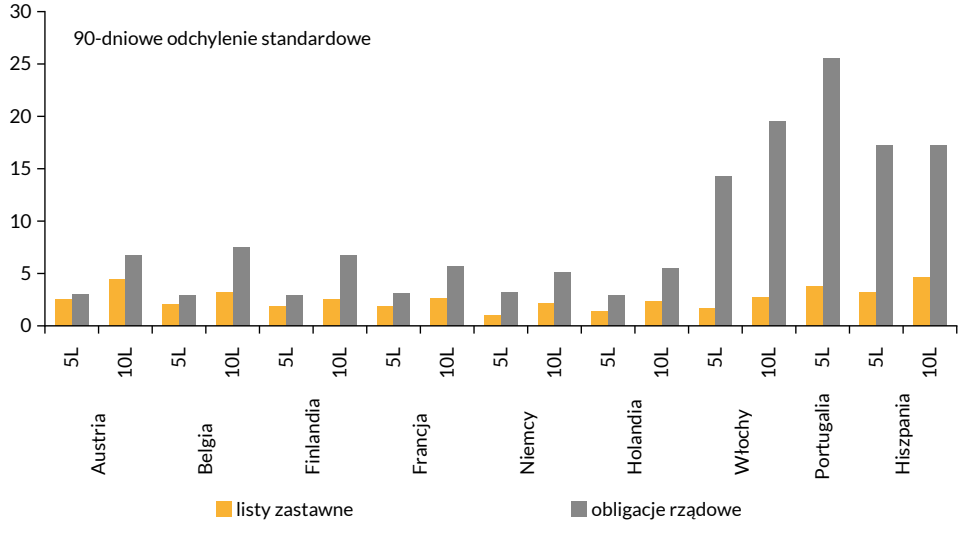
Mimo że agencje ratingowe generalnie pozycjonują rating listów zastawnych poniżej obligacji rządowych, to pozwalają one na jego podniesienie (*uplift*) nawet powyżej ratingu krajowego. Maksymalne podniesienie ratingu hipotecznych listów zastawnych zależy od agencji ratingowej i rodzaju zabezpieczenia, ale nie może przekroczyć generalnie 6 punktów (*notches*) w przypadku Moody's i 4 punktów dla S&P. Dzięki temu podwyższeniu ratingi listów zastawnych nie reagują tak szybko, jak ich odpowiedne ratingi ryzyka kraju. Podczas gdy w czasie kryzysu ratingi krajów są pod presją, to ratingi listów zastawnych często pozostają stabilne. Dopiero gdy maksymalny próg podwyższenia ratingu w stosunku do obligacji rządowych zostaje przekroczony, rating listów zastawnych jest korygowany. Przykładem są hiszpańskie listy zastawne (*Cedulas*), których rating dla najlepszych emitentów w pierwszej połowie 2015 roku wrócił do poziomu Aa2, podczas gdy rating obligacji rządowych miał w tym czasie rating Baa2 (wg Moody's). Podobna sytuacja miała w tym czasie miejsce w Portugalii, gdzie inwestorzy nie mogli posiadać instrumentów o ratingu nieinwestycyjnym, i we Włoszech, gdzie również listy zastawne miały rentowność poniżej obligacji rządowych[273].



Rys. 60. **Rating hiszpańskich listów zastawnych wobec obligacji rządowych wg Moody's w okresie 07.2009–01.2013**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg i Crédit Agricole CIB.

[273] Listy zastawne w Portugalii w tym okresie miały rating nawet A1, podczas gdy obligacje rządowe Ba1, a we Włoszech najlepsze listy zastawne (np. banku UniCredit) miały rating 6 punktów wyższy niż obligacje rządowe (wg Moody's).



Rys. 61. **Zmienność rentowności listów zastawnych i obligacji rządowych**
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Crédit Agricole CIB.

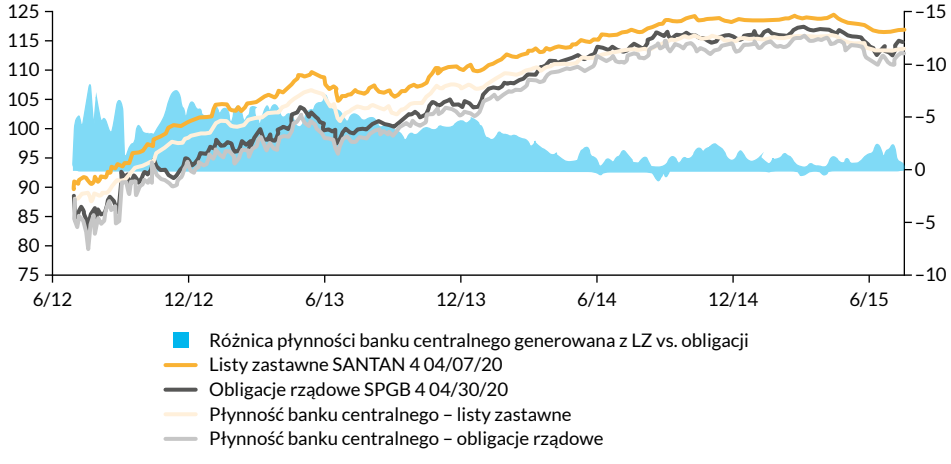
Jednym z głównych argumentów za listami zastawnymi w trakcie kryzysu finansów publicznych i w związku ze znacznymi wahaniami cen w pierwszej połowie 2015 roku była ich stabilność. Jednym z powodów opóźnionej reakcji listów zastawnych jest różna baza inwestorów i mniej aktywny handel tymi instrumentami. Inwestorzy typu „kupuj i trzymaj" (*buy and hold*), trzymający listy zastawne do czasu ich wykupu przez emitenta odgrywają dużo większą rolę w przypadku listów zastawnych niż w przypadku obligacji rządowych. Ponadto wpływ trzeciego programu skupu listów zastawnych (*CBPP3*) jest znacząco większy na listy zastawne niż programu skupu długu publicznego (*PSPP*) na obligacje rządowe. Do tego handel papierami rządowymi jest bardziej aktywny.

Zmienność rentowności jest mniejszym problemem dla inwestycji długoterminowej do momentu wykupu. Powoduje ona zaś problemy dla firm zarządzających aktywami, które muszą regularnie wyceniać aktywa funduszu. Zmienność wyceny powoduje również problemy dla banków przy kalkulacji ryzyka w transakcjach rynkowych (*value at risk, VAR*). Co prawda banki europejskie nie muszą utrzymywać kapitału na europejskie obligacje rządowe, ale muszą utrzymywać go na pokrycie zmienności handlowanych aktywów. Im większa jest zmienność danego instrumentu, tym więcej bank musi alokować kapitału na dane aktywo. Stabilność rentowności listów zastawnych ma więc bardzo wymierną wartość ekonomiczną, prowadząc do zmniejszenia całkowitego zapotrzebowania na kapitał, co w tym aspekcie pozytywnie odróżnia listy zastawne od obligacji rządowych.

Banki są głównymi inwestorami zarówno w obligacje rządowe, jak i w listy zastawne. Jednym z głównych parametrów, na którym się skupiają, jest efektywność transakcji odkupu danej inwestycji. Im mniejsze dyskonto wartości i im mniejsza jest zmienność ceny, tym lepiej. Dyskonto wartości listów zastawnych dla transakcji od-

kupu jest zbliżone do obligacji rządowych, jeśli tylko rating obu instrumentów jest na poziomie co najmniej A- według jednej z agencji ratingowych[274]. Według stanu na połowę 2015 roku, większość listów zastawnych kwalifikowała się do tej kategorii, nawet jeśli w niektórych przypadkach było to wynikiem wyższego ratingu otrzymanego od agencji spoza wielkiej trójki (np. DBRS[275]).

Jeśli porównać dwie obligacje z identycznymi kuponami i podobnymi terminami zapadalności, obligacja o niższej rentowności handlowana jest po wyższej cenie i generuje więcej płynności z banku centralnego[276]. Tak więc w większości krajów europejskich dług rządowy jest przedkładany nad list zastawny z uwagi na niższe dyskonto wartości, ale także z uwagi na niższe rentowności i wyższe ceny.



Rys. 62. **Płynność generowana z transakcji odkupu dla instrumentów 7-letnich w Hiszpanii w okresie 06.2012–06.2015**

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bloomberg, Crédit Agricole CIB.

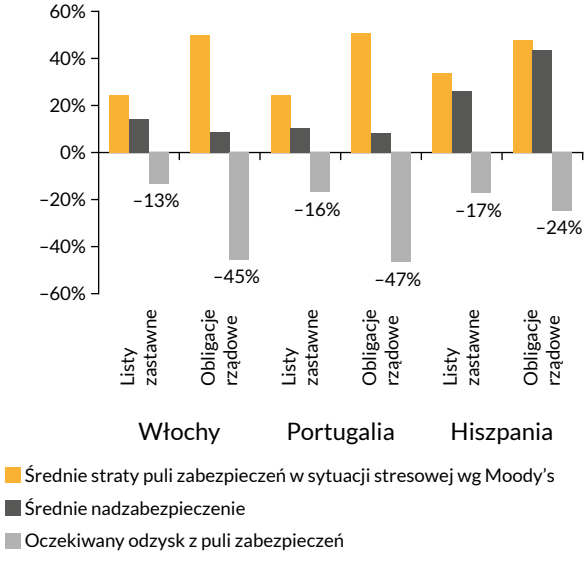
W czasie kryzysu w niektórych krajach peryferyjnych listom zastawnym udało się pobić ich odpowiedniki rządowe w kategorii płynności otrzymywanej z EBC. Przewaga płynnościowa była największa, gdy poziom stresu rynkowego był najwyższy, czyli dokładnie wtedy, kiedy banki najbardziej jej potrzebowały. W szczycie kryzysu długu publicznego (*sovereign crisis*), 7-letnie hiszpańskie listy zastawne (*Cedulas Hipotecarias*) banku Santander (SANTAN 4 07/2020) generowały blisko 6 punktów więcej gotówki z transakcji odkupu niż odpowiednia obligacja rządowa (SPGB 4 03/2020). Ponadto charakteryzowały się one wyższą stabilnością cenową. Tak więc hiszpańskie listy zastawne nie tylko generowały więcej płynności, ale także generowały bardziej stabilną płynność.

[274] Przyjmuje się najwyższy z przyznanych ratingów, jeżeli jest ich więcej niż jeden.

[275] DBRE jest szybko rosnącą kanadyjską agencją ratingową o 2% udziale w rynku, podczas gdy łączny udział trzech największych (amerykańskich) agencji ratingowych utrzymuje się, od okresu przedkryzysowego, na poziomie 95%. T.W. Martin, *Carlyle, Warburg to Go After Big Three Ratings Firms With DBRS Purchase*, „The Wall Street Journal", 2.03.2015.

[276] Wyznaczanej jako cena rynkowa minus dyskonto wartości.

Najpoważniejszy argument w obronie negatywnych rentowności listów zastawnych w stosunku do obligacji rządowych wynika z oczekiwania, że długofalowe ryzyko roszczeń (*tail risk*) jest mniejsze w przypadku listów zastawnych niż w przypadku obligacji rządowych. W szczególności inwestorzy długoterminowi (np. firmy ubezpieczeniowe) czują się bardziej komfortowo z długiem zabezpieczonym listów zastawnych niż z obligacjami rządowymi krajów będących w kryzysie długu publicznego. Ich poziom komfortu zależy od jakości puli zabezpieczeń, regulacji krajowych i samego emitenta. Sytuacja negatywnych rentowności będzie miała większe prawdopodobieństwo wystąpienia dla wysokiej jakości hipotecznych kredytów mieszkaniowych stanowiących zabezpieczenie listów zastawnych w kraju o silnych regulacjach i programu wyemitowanego przez systemowo ważny bank. Im silniejszy ekonomicznie jest dany kraj, tym mniej uzasadnione są rozważania na temat długofalowego ryzyka roszczeń oraz restrukturyzacji.



Rys. 63. **Oczekiwana strata puli zabezpieczeń listów zastawnych w wybranych krajach peryferyjnych UE w IV kwartale 2014 r.**
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Moody's i Crédit Agricole CIB.

Trudno jest oszacować odzysk kapitału z puli zabezpieczeń na podstawie raportów emitenta. Agencje ratingowe publikują rezultaty własnego modelowania przepływów puli zabezpieczeń. Straty w sytuacji stresowej według Moody's to straty, jakie szacuje agencja, na wypadek gdyby pula zabezpieczeń miała zostać zlikwidowana. Wielkość ta może być wykorzystana jako wskaźnik odzysku dla puli zabezpieczeń o określonym minimalnym poziomie nadzabezpieczenia. I tak np. hiszpańskie pule zabezpieczeń hipotecznych wykazują szacowaną stratę w wysokości 17%, przy założeniu nabycia listu zastawnego po cenie zgodnej z parytetem (*at par*) pod koniec IV kwartału 2014 roku (przyjmując nadzabezpieczenie 25% i straty puli zabezpieczeń w sytuacji stresowej w wysokości 33%). Dla porównania szacowana strata na odpo-

wiednich hiszpańskich obligacjach rządowych wynosiła w tamtym czasie 24% i była o 7 pkt proc. wyższa niż dla analogicznych listów zastawnych.

Listy zastawne są niejednokrotnie kupowane dla poprawy stopy zwrotu obligacji rządowych bez obniżania średniego ratingu portfela bądź są dodawane do portfela ratingowego dla podniesienia jego jakości. Inwestorzy, porównując listy zastawne z obligacjami rządowymi, biorą pod uwagę szereg elementów. W uproszczonym ujęciu, z jednej strony obligacje rządowe zapewniają wyższą płynność i mniejsze zaangażowanie kapitału, z drugiej zaś strony listy zastawne cechują się większą stabilnością rentowności i potencjalnie wyższym odzyskiem. Nie wszyscy jednak inwestorzy skupiają się na różnicy rentowności między listami zastawnymi a odpowiednimi obligacjami rządowymi. Są grupy inwestorów mający wąski mandat inwestycyjny, obejmujący jedynie listy zastawne. Mandat taki uniemożliwia im zakup obligacji rządowych, ale mają możliwość rozszerzenia się na alternatywne instrumenty o wyższej rentowności. Dla tego typu inwestorów rentowności na innych rynkach listów zastawnych lub rentowności obligacji niezabezpieczonych mogą być bardziej istotne. Inni inwestorzy mogą nie zgadzać się z racjonalnością lub wielkością negatywnych rentowności listów zastawnych w stosunku do obligacji rządowych, ale i tak mogą być zmuszeni do kupowania listów zastawnych. Na przykład zarządzający aktywami, mając dopływ nowych środków, a nie chcąc utrzymywać gotówki, mogą zdecydować się na jej ulokowanie w listy zastawne nawet na głęboko negatywnych poziomach. Inwestorami, którzy w największym stopniu koncentrują się na różnicy rentowności między listami zastawnymi a obligacjami rządowymi, są banki, a szerzej – inwestorzy krajowi. Dla wielu z nich obligacje rządowe nadal stanowią poziom odniesienia (*benchmark*) i zakup instrumentów, które generują znacząco niższą rentowność od poziomu odniesienia, jest problematyczny.

Dyferencjał rentowności między listami zastawnymi a obligacjami rządowymi w dużej mierze jest wynikiem programu luzowania ilościowego EBC. Z jednej strony nieproporcjonalnie wysoki udział trzeciego programu skupu spowodował kompresję rentowności listów zastawnych w stosunku do obligacji rządowych. Z drugiej zaś strony, spowodowało to wysoką stabilność ich rentowności w czasie dużej zmienności rynku na początku 2015 roku. Dla wielu inwestorów stabilność rentowności stała się ważniejsza od zysku, który był kluczowy, kiedy ceny utrzymywały się na poziomie ponad 70 pb na rynkach peryferyjnych. Należy się spodziewać, iż listy zastawne dla krajów peryferyjnych nadal będą generowały rentowność poniżej ich odpowiednich obligacji rządowych.

Wysoka jakość, bezpieczeństwo, ale także płynność i stabilność listów zastawnych, która powoduje ich preferencyjne traktowanie, sprawiają, że są one postrzegane lepiej od obligacji rządowych w sytuacjach kryzysowych. Jest to empirycznym potwierdzeniem atrakcyjności tego instrumentu zarówno dla emitenta i inwestora, jak i dla całego systemu finansowego. Do pewnego stopnia listy zastawne stały się substytutem obligacji rządowych, szczególnie dla rynków peryferyjnych borykających się z kryzysem finansowym. Kolejne programy skupu listów zastawnych *CBPP* 1, 2 i 3 oraz duże zaangażowanie EBC demonstrują szczególną wagę tego instrumentu dla bezpieczeństwa europejskiego systemu finansowego. Waga, jaką przywiązuje EBC do roli listów

zastawnych, jest też wynikiem kreowanych przez nie korzyści makroekonomicznych. Listy zastawne są dla banków źródłem taniego, stabilnego, długoterminowego finansowania przede wszystkim nieruchomości mieszkaniowych i projektów publicznych.

Podsumowanie

W rozdziale przedstawiono rynek listów zastawnych na poziomie europejskim z perspektywy emitenta, inwestora i regulatora oraz główne siły determinujące przyszły kształt tego rynku. W rozdziale zaprezentowano również alternatywne instrumenty wobec listów zastawnych przez pryzmat celu opracowania, jakim jest oddziaływanie na podniesienie stabilności systemu finansowego. W rozdziale poddano także weryfikacji ostatnią hipotezę pomocniczą, iż „list zastawny zapewnia bezpieczeństwo dla inwestora, szczególnie pożądane w okresie kryzysu finansowego, a dla emitenta stanowi stabilne, długoterminowe źródło finansowania".

Listy zastawne są instrumentami finansowania długoterminowego o bardzo dobrej historii kredytowej na przestrzeni całego okresu funkcjonowania. Ich rynek rozwinął się szczególnie w trakcie obecnego kryzysu finansowego, osiągając dominującą pozycję wśród prywatnych instrumentów dłużnych. W tym samym czasie rynek innych tego typu instrumentów istotnie się zmniejszył, momentami całkowicie tracąc płynność, którą przywracano właśnie za pomocą listów zastawnych. Potwierdzeniem wysokiej jakości i płynności listów zastawnych są: preferencyjne traktowanie tych instrumentów w ramach ostrożnościowych regulacji europejskich (*CRR, LCR, Solvency II, UCITS*), wyłączenie z procedury restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*BRRD*), kolejne programy skupu EBC (*CBPP1, CBPP2, CBPP3*) oraz niska rentowność – często poniżej obligacji rządowych dla krajów członkowskich borykających się kryzysem płynności.

Argumenty przestawione w tym rozdziale mocno wspierają postawioną wyżej hipotezę pomocniczą i autor nie dotarł do opinii ani materiałów, które by ją falsyfikowały.

4. Harmonizacja eurorynku listów zastawnych

Ostatni rozdział niniejszej publikacji przedstawia genezę konsultacji oraz propozycje Komisji Europejskiej (KE) w zakresie harmonizacji europejskiego rynku listów zastawnych. Propozycje KE zostały oparte o najlepsze praktyki nadzoru europejskiego (*European Banking Authority, EBA*). Mają one istotny wpływ na rozwój polskiego rynku listów zastawnych, a tym samym na stabilność polskiego systemu finansowego. W rozdziale zaprezentowano badanie autora. Celem badania było wypracowanie stanowiska polskich ekspertów w zakresie przedstawionych przez KE: opinii o stanie rynku, propozycji kierunkowych oraz rozwiązań szczegółowych harmonizacji europejskiego rynku listów zastawnych. Badanie zawiera również ocenę zagrożeń i korzyści dla interesariuszy polskiego rynku listów zastawnych.

4.1. Geneza konsultacji Komisji Europejskiej

Na przełomie lat 2015/2016 KE przeprowadziła konsultacje w sprawie ogólnoeuropejskich regulacji dotyczących listów zastawnych. W konsultacjach tych KE zwróciła uwagę na mogące być przyczyną niekorzystnego rozwarstwienia rynku różnice w ramach prawnych poszczególnych krajów oraz przedstawiła propozycje odpowiednich zmian legislacyjnych. W efekcie miałoby to prowadzić do konwergencji rentowności listów zastawnych.

Materiał konsultacyjny KE został zaopiniowany przez przedstawicieli różnych grup interesariuszy polskiego rynku listów zastawnych, w tym w szczególności emitentów, inwestorów, regulatorów oraz niezależnych ekspertów. Autor był koordynatorem badania przeprowadzonego w ramach Europejskiego Kongresu Finansowego[276]. Rezultatem badania jest stanowisko polskich ekspertów w zakresie proponowanych przez KE regulacji dotyczących jednolitego europejskiego rynku listów zastawnych[277].

---

[276] Zainicjowany w 2011 roku Europejski Kongres Finansowy (EKF) jest debatą o bezpieczeństwie i stabilności finansowej Unii Europejskiej i Polski. EKF prezentuje polski punkt widzenia w toczących się debatach międzynarodowych w zakresie bezpieczeństwa i stabilności finansowej. Odbywający się corocznie EKF tworzą jego uczestnicy obejmujący ponad 1000 przedstawicieli krajowych i europejskich instytucji, administracji, regulatorów i nadzorców, biznesu, nauki, polityki oraz mediów. W ramach pięciu edycji EKF (w roku 2016 miała miejsce jego kolejna, VI edycja) odbyło się 180 debat z udziałem ponad 6000 uczestników. Wyróżnikiem EKF jest jego wymiar praktycystyczny. Ogłaszane na zakończenie obrad rekomendacje identyfikują najistotniejsze wyzwania stające przed gospodarką i jej systemem finansowym oraz wskazując praktyczne rozwiązania w kluczowych wyzwaniach dla rozwoju Polski i Unii Europejskiej. Rekomendacje EKF stanowią rezultat całorocznych prac Rady Programowej EKF, którą wspierają członkowie Komitetów Sterujących danych bloków tematycznych i debat oraz zapraszani eksperci. EKF przedstawił dotychczas 45 rekomendacji w szczególności w obszarze gromadzenia długoterminowych oszczędności krajowych i doskonalenia sieci bezpieczeństwa finansowego. EKF uczestniczy ponadto w globalnych i europejskich konsultacjach Rady Stabilności Finansowej, Komisji Europejskiej oraz Europejskiego Urzędu Nadzoru. EKF zaprasza do udziału w międzynarodowych konsultacjach polskich ekspertów, analizuje otrzymane opinie i opracowuje syntezę polskiego stanowiska. http://www.efcongress.com/pl/o-efc (dostęp 27.05.2016).

[277] *Stanowisko Europejskiego Kongresu Finansowego dotyczące propozycji przedstawionej przez Komisję Europejską w dokumencie konsultacyjnym „Covered Bonds in the European Union"*, Europejski Kongres Finansowy,

Listy zastawne mają długą historię w krajach UE, ale wielkość ich emisji istotnie wzrosła dopiero w ostatnich latach. Z punktu widzenia emitenta instrumenty te potwierdziły swój charakter stabilnego źródła finansowania w okresie globalnego kryzysu finansowego, w szczególności w porównaniu z emisją długu niezabezpieczonego i papierami wartościowymi opartymi o aktywa (*ABS*[278]). Niezależnie od tego niewątpliwego sukcesu listy zastawne nie oparły się szerszym trendom rynkowym i wyzwaniom, które przyniósł kryzys finansowy w postaci koncentrowania się inwestorów na rynkach krajowych i rozwarstwienia rentowności.

Według raportu KE z roku 2014[279] dwa główne wyzwania dla europejskiego sektora bankowego to: rozwarstwienie na kraje główne i peryferyjne oraz ograniczony dostęp do płynności. Potrzeby integracji rynkowej i zwiększenia efektywności rynku dotyczą również europejskiego rynku listów zastawnych. Rynek listów zastawnych wyróżnia się pozytywnie jako jeden z największych prywatnych rynków długu w Europie i jest kluczowy dla finansowania długoterminowego. Zagadnienia te są istotne dla instytucji kredytowych, które mogą kierować tanie finansowanie za pomocą listów zastawnych w szczególności na rynek nieruchomości (głównie budownictwa mieszkaniowego) i do sektora publicznego.

KE stanęła na stanowisku, że należy zbadać, jakie słabości rynku listów zastawnych ujawnił ostatni kryzys finansowy, oraz zainicjować debatę wszystkich interesariuszy na temat kierunkowych działań, które mogłyby zostać podjęte w celu poprawienia warunków finansowania dla listów zastawnych. Dotyczyło to w szczególności krajów, w których emisje spotykały się z trudnościami prawnymi i praktycznymi.

W ramach przyjętego przez KE planu działań w sprawie budowy Unii Rynków Kapitałowych przeprowadzono konsultacje w celu wypracowania ogólnoeuropejskiej regulacji dla listów zastawnych. Bazowały one na sprawdzonych rozwiązaniach stosowanych w poszczególnych państwach członkowskich oraz na wysokiej jakości standardach i najlepszych praktykach rynkowych.

---

styczeń 2016. http://www.efcongress.com/sites/default/files/analizy/stanowisko_ekf_dot._listy_zastawne_pl.pdf (dostęp 27.05.2016); dostępne również na stronie Komisji Europejskiej EUSurvey, Published results: covered-bonds-2015, https://ec.europa.eu/eusurvey/publication/covered-bonds-2015 (dostęp 27.05.2016).

[278] *ABS*y są papierami wartościowymi emitowanymi przez spółki celowe (*special purpose vehicles, SPV*), na bazie puli aktywów zakupionych przez *SPV* od instytucji pierwotnej, która je wygenerowała (*originator*). Na europejskich rynkach *ABS* instytucją pierwotną jest zwykle instytucja kredytowa, a aktywami są kredyty wygenerowane w ramach zwykłej działalności bankowej, w tym kredyty hipoteczne, które mogą być aktywami kwalifikowanymi do zabezpieczenia listów zastawnych. W odróżnieniu jednak od listów zastawnych *ABS*y stanowią pasywa emitującej spółki celowej i inwestorzy mają jedynie regres do puli aktywów zakupionych przez *SPV*, które zabezpieczają wyemitowane *ABS*y i nie mają regresu do emitenta. Innymi słowy, w przypadku *ABS*ów nie występuje zasada podwójnego regresu, co odróżnia je od listów zastawnych.

[279] *European Financial Stability and Integration*, European Commission, Brussels, April 2014.

Materiał konsultacyjny KE[280] miał następującą strukturę:

- Część I stanowiło podsumowanie szczegółowej analizy rynku listów zastawnych, zawartej w Załączniku[281].
- Część II prezentowała różnice między ramami prawnymi i praktykami nadzorczymi krajów członkowskich w zakresie listów zastawnych, które zostały przedstawione szczegółowo w Raporcie *EBA*[282].
- Część III stanowiła szczegółowa propozycja poszczególnych elementów hipotetycznej, harmonizującej regulacji UE w zakresie listów zastawnych.

4.1.1. Główne trendy na rynku listów zastawnych

Globalna emisja listów zastawnych rosła od 2003 do 2012 roku. Po istotnym spadku w roku 2013 osiągnęła w roku 2014 wielkość 2,5 bln euro instrumentów pozostających w obrocie[283].

Drugim ważnym trendem w tym czasie było znaczące zwiększenie się liczby krajów emitentów listów zastawnych. Rynek pozostał zdominowany przez emitentów europejskich na poziomie przekraczającym 80% globalnej wartości instrumentów w obiegu. Głównymi emitentami listów zastawnych pozostają kraje członkowskie UE (Niemcy, Hiszpania, Dania, Francja, Szwecja, Włochy i Wielka Brytania) oraz Norwegia.

Znaczący spadek liczby emisji i wartości listów zastawnych w obrocie w 2013 roku mógł być spowodowany kurczeniem się bilansów banków, lepszym dostępem do alternatywnych źródeł finasowania, umorzeniem oraz pozostawieniem w księgach emitentów instrumentów wykorzystanych jako zabezpieczenie dla transakcji odkupu z bankami centralnymi. Publiczne programy listów zastawnych wygasły bez potrzeby ich wznawiania. Mimo zmniejszenia się nieproporcjonalności nadal wielkości emisji różnią się znacząco między poszczególnymi krajami o dużych gospodarkach (np. gospodarka włoska jest znacząco niedoreprezentowana w porównaniu z Niemcami czy Danią).

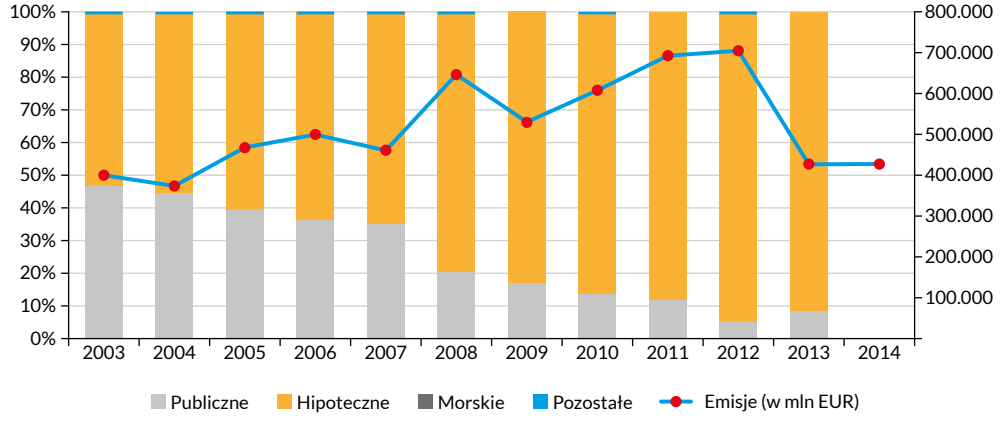
---

[280] *Consultation Document. Covered Bonds in the European Union*, European Commission, Brussels, [30] September 2015, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/docs/consultation-document_en.pdf (dostęp 27.05.2016).

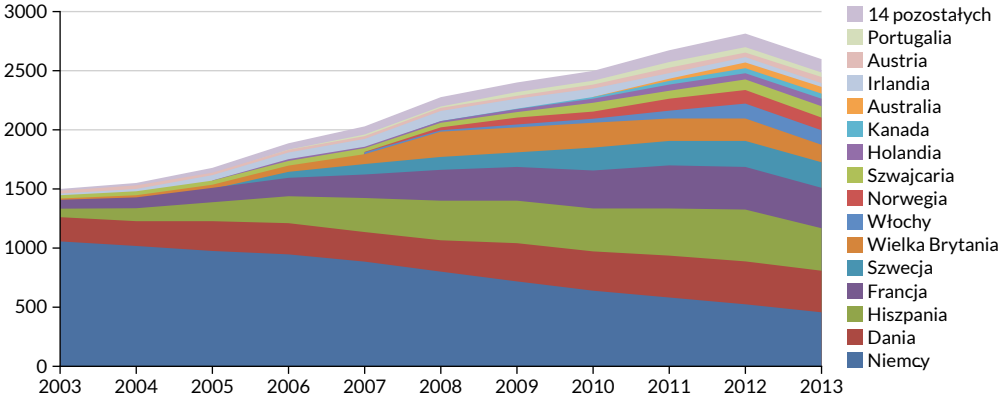
[281] *Economic analysis accompanying the consultation paper on covered bonds in the European Union – Appendix*, European Commission, Brussels, June 2015, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/docs/consultation-document-annex_en.pdf (dostęp 27.05.2016).

[282] *EBA report on EU covered bond frameworks and capital treatment. Response to the Commission's call for advice of December 2013 related to Article 503n of the Regulation (EU) No 575/2013 and to the ESRB Recommendation E on the funding of credit institutions of December 2012 (ESRB 12/2)*, European Banking Authority, https://www.eba.europa.eu/documents/10180/534414/EBA+Report+on+EU+Covered+Bond+Frame works+and+Capital+Treatment.pdf (dostęp 27.05.2016).

[283] W roku 2015 rynek listów zastawnych utrzymał swoją wielkość na tym samym poziomie 2,5 bln euro.



Rys. 64. **Struktura rynku listów zastawnych i nowe emisje w latach 2003–2014**
Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów European Covered Bond Council i European Commission.

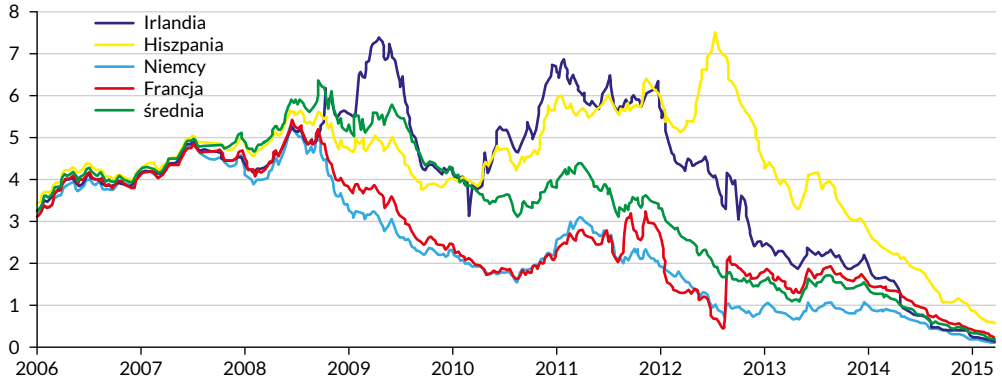


Rys. 65. **Łączna wartość listów zastawnych w obrocie w latach 2003–2013 (w mld EUR)**
Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów European Covered Bond Council i European Commission…, *op. cit.*

Mieszkaniowe kredyty hipoteczne i inne kredyty nieruchomościowe (rezydencjalne i komercyjne) stanowią dominujący i nadal rosnący segment listów zastawnych w porównaniu sektorem publicznym czy innymi mniejszymi klasami aktywów, jak samoloty, statki czy kredyty dla małych i średnich przedsiębiorstw.

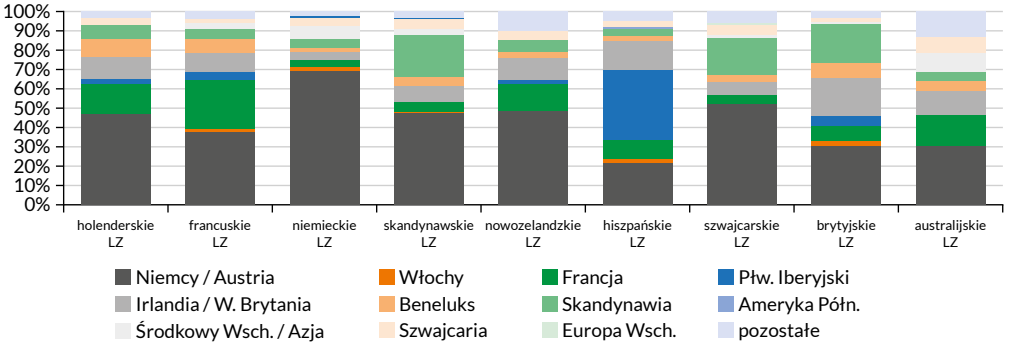
W trakcie kryzysu finansowego, w odróżnieniu od innych instrumentów, dostęp do rynku emisyjnego pozostał dla listów zastawnych otwarty. Uległy natomiast rozwarstwieniu rentowności na rynku wtórnym, pomiędzy różnymi emitentami krajów członkowskich UE. Trend ten można wyjaśnić dążeniem przez inwestorów do większego bezpieczeństwa (*flight to safety*), którzy zaczęli preferować emitentów z krajów głównych strefy euro (*core Eurozone Members*). Od połowy roku 2012 rozwarstwienie stóp zwrotu znacząco się zmniejszyło z powodu kolejnych programów skupu listów

zastawnych EBC, chociaż rynek nie powrócił do zbliżonych rentowności z okresu sprzed 2007 roku.



Rys. 66. **Rentowności listów zastawnych na wybranych głównych rynkach europejskich w latach 2006–2015 (w % MTS)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Dealogic.



Rys. 67. **Struktura geograficzna inwestorów w nowe standardowe emisje na poszczególnych rynkach krajowych**

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów BofA Merrill Lynch.

Baza inwestorów listów zastawnych, w której banki stanowią mniej niż 40%, jest relatywnie dobrze zdywersyfikowana. Ponadto geograficzna struktura inwestorów wykazuje znaczące przepływy międzynarodowe. Na najważniejszych rynkach główny udział mają inwestorzy niemieccy i austriaccy, aczkolwiek kryzys spowodował ich częściowy powrót na rynki krajowe.

Wolumeny emisji potwierdzają, że listy zastawne, mimo niesprzyjających stresowych warunków rynkowych wynikających z kryzysu finansowego, stanowiły bardziej odporne i stabilne źródło finansowania dla europejskich instytucji kredytowych. Zachowywały się one lepiej niż obligacje niezabezpieczone i inne formy finansowania zabezpieczonego, jak np. *ABS*y, których wielkości emisji drastycznie spadły po roku 2007 i nie wróciły do poziomów sprzed kryzysu. Kluczem do tak wysokiej sprawności rynku jest postrzeganie listów zastawnych jako instrumentów niskiego ryzyka, która wynika z braku strat kredytowych inwestorów w całej historii tego instrumentu.

Z drugiej strony dokapitalizowanie (*bail-out*) szeregu emitentów listów zastawnych w trakcie obecnego kryzysu finansowego zapewne przyczyniło się również do zachowania tej dobrej historii. Relatywna siła europejskich listów zastawnych nie powinna jednak przesłaniać pewnych słabości i wyzwań stojących przed tymi instrumentami.

Biorąc pod uwagę naturę listów zastawnych jako instrumentów zabezpieczonych, w normalnych warunkach ich cenę powinny wyznaczać trzy czynniki: jakość kredytowa aktywów zabezpieczających, zdolność do obsługi długu przez emitenta oraz parametry kraju emitenta. Parametry kraju emitenta obejmują relatywną siłę gospodarki i jakość regulacji prawnych oraz ram nadzorczych, które zapewniają efektywną i wiarygodną ochronę obligatariuszy.

Zawężenie rentowności pomiędzy różnymi europejskimi listami zastawnymi przed rokiem 2007 wskazywało, że inwestorzy postrzegali je jako fundamentalnie homogeniczne aktywa, a więc o bardzo zbliżonym profilu ryzyka i wysokiej jakości kredytowej, niezależnie od kraju emitenta. W takiej sytuacji parametry kraju zdają się nie mieć decydującego znaczenia w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnej. Opiera się ona wtedy zapewne na przekonaniu, iż listy zastawne wspierane są przez zasadniczo podobne ramy prawne, a w sytuacji stresowej przez siłę danego państwa europejskiego, których ratingi były wtedy na zbliżonym poziomie.

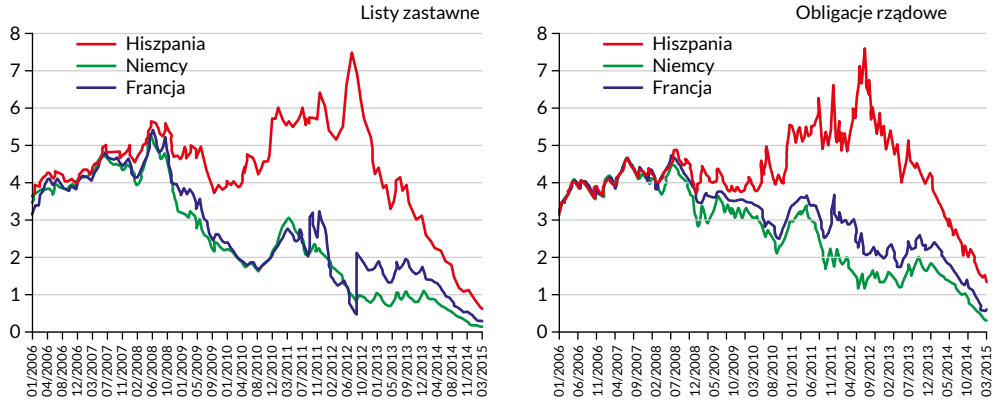
Sytuacja zmieniła się zasadniczo w 2007 roku, co obrazuje duże rozwarstwienie się rentowności listów zastawnych pochodzących z różnych krajów. Zjawisko to wydaje się wskazywać, że europejskie rynki listów zastawnych przeszły proces fragmentacji wyznaczonej liniami jurysdykcji. Innymi słowy, nastąpił podział na kraje członkowskie postrzegane jako rynki główne i kraje postrzegane jako rynki peryferyjne (w szczególności w ramach strefy euro). Zjawisko to pojawiło się wraz z początkiem kryzysu finansowego i rozwinęło znacząco wraz z ewolucją kryzysu i jego przekształceniem się w kryzys płynności państw, począwszy od roku 2010. W tych warunkach ceny na rynku wtórnym zostały zdominowane przez parametry kraju, a inwestorzy zaczęli preferować listy zastawne emitowane z krajów członkowskich postrzeganych jako bezpieczniejsze jurysdykcje. Takie zachowanie rynku potwierdzają następujące okoliczności:

- W początkowym etapie kryzysu finansowego rosła niepewność inwestorów co do samodzielnej siły bilansów instytucji kredytowych, a w szczególności co do jakości aktywów zabezpieczających w krajach członkowskich, w których wystąpiły spadki cen na rynku nieruchomości.
- Następnie, w świetle dokonanej wyżej rewizji ryzyka, europejskie listy zastawne stały się swoistymi substytutami ryzyka krajów w oczekiwaniu na pośrednie, a w niektórych przypadkach bezpośrednie, wsparcie państwa. Wskazywała na to konwergencja rentowności europejskich listów zastawnych i odpowiednich obligacji rządowych. W pewnym momencie wycena listów zastawnych była bardziej funkcją siły finansowej rządu kraju członkowskiego i jego systemu bankowego jako całości aniżeli wewnętrznej jakości kredytowej aktywów zabezpieczających i standingu finansowego emitenta. Było to skutkiem wynikającego z pozytywnej historii tych instrumentów oczekiwania, iż władze publiczne wesprą swoje rynki listów zastawnych w przypadku niewypłacalności indywidualnych emitentów – co było przejawem hazardu

moralnego (*moral hazard*). W tym rozumieniu można by argumentować, że listy zastawne stały się jako cały rynek „zbyt duże, aby upaść" (*too big to fail*), niezależnie od systemowej siły samego instrumentu i natury indywidualnych emitentów. Podobne oddziaływanie na konwergencję rentowności listów zastawnych i obligacji rządowych, jak oczekiwanie na wsparcie ze strony funduszy publicznych, mogły mieć obawy o rozpad strefy euro, które pojawiły się w szczycie kryzysu euro w połowie roku 2012.

- Fragmentacja rynków listów zastawnych mogła być także konsekwencją stygmatyzacji rynków krajów, które najbardziej ucierpiały z powodu kryzysu. Inwestorzy mogli z czasem postrzegać te rynki jako mniej bezpieczne i mniej stabilne, a w konsekwencji nie byli gotowi polegać na instytucjonalnej i prawnej zdolności tych krajów do zapewnienia efektywnej ochrony posiadaczy listów zastawnych poprzez specjalny nadzór publiczny i segregację aktywów.
- Obawy te doprowadziły do identyfikacji trzech głównych słabości, a zarazem wyzwań, stojących przed strukturą instytucjonalno-prawną rynków listów zastawnych:
- Prawna segregacja aktywów zabezpieczających od emitenta na wypadek utraty przez niego płynności lub jego restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*resolution*) pozostaje w dużej mierze nieprzetestowana w praktyce. Dotąd nie dopuszczono do upadłości żadnego z emitentów listów zastawnych. Sytuacja ta może powodować wątpliwości wśród inwestorów co do efektywności mechanizmu podwójnego regresu. Wzmacnia także oczekiwania rynku co do wsparcia kapitałowego emitentów listów zastawnych z funduszy publicznych (*bail-out*) w razie konieczności dokapitalizowania.
- Transparentność informacji w zakresie puli zabezpieczeń nie jest optymalna w przypadku niektórych rynków, w szczególności w porównaniu z *ABS*ami. Zarówno dostępny zakres informacji, jak i kwalifikowalność aktywów zabezpieczających jest odmiennie regulowana w różnych krajach członkowskich. Zmniejsza to płynność i głębokość rynku, a także porównywalność pomiędzy listami zastawnymi z różnych jurysdykcji, tworząc barierę wejścia dla inwestorów.
- Kryzys finansowy spowodował zachwianie zaufania inwestorów co do efektywności specjalnego nadzoru publicznego w zakresie zapewnienia wiarygodnej ochrony posiadaczy listów zastawnych.

Wartość wyemitowanych listów zastawnych w trakcie kryzysu finansowego przewyższyła po raz pierwszy w historii wartość emisji obligacji niezabezpieczonych wyemitowanych w euro. Listy zastawne stały się głównym, a czasem jedynym źródłem finansowania dla wielu instytucji finansowych w krajach członkowskich najbardziej dotkniętych kryzysem, poza finansowaniem z banku centralnego. Trend ten, obok coraz większego oparcia na finansowaniu zabezpieczonym, spowodował wysoki poziom obciążenia aktywów w bilansach instytucji kredytowych.



Rys. 68. **Rentowność listów zastawnych i obligacji rządowych w okresie 01.2006–03.2015**
Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów *Bloomberg* i *European Commission services*.

Obciążenie aktywów wzbudza obawy wśród instytucji nadzoru i polityków z dwóch powodów:

- obciążone aktywa nie są dostępne dla procesu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji instytucji kredytowych zgodnie z dyrektywą 2014/59/EU (*BRRD*), co może prowadzić do zwiększenia strat kredytowych dla kredytodawców niezabezpieczonych i podatników;
- obciążone aktywa zmniejszają dostępną pulę aktywów do zabezpieczenia w celu uzyskania płynności w sytuacji nieoczekiwanego stresu rynkowego.

Jednakże listy zastawne nie są jedynym źródłem obciążenia aktywów i zagadnienie to powinno być analizowane całościowo, z uwzględnieniem innych form finansowania zabezpieczonego i wagi finansowania niezabezpieczonego dla danej instytucji finansowej. Mechanizm dekapitalizacji (*BRRD*) wymaga, aby instytucja finansowa, w tym emitująca listy zastawne, spełniała minimalny wymóg kapitałów własnych i kwalifikowalnych aktywów dla procesu ewentualnej restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, stanowiąc pośredni limit obciążenia aktywów. W opinii części komentatorów rynku listy zastawne stały się głównym źródłem obciążenia aktywów emitentów europejskich w wyniku preferencyjnego traktowania tych instrumentów przez ustawodawstwo UE. W szczególności podnoszona jest kwestia, iż preferencyjne traktowanie i niższe koszty operacyjne były powodem wyparcia przez listy zastawne europejskich *ABS*ów. Z drugiej strony, w ramach obecnych regulacji kapitałowych dla instytucji kredytowych, *ABS*y o wysokim ratingu cieszą się podobnie niskimi wymogami kapitałowymi. W związku z powyższym nie jest jednoznaczne, czy wyparcie *ABS*ów przez listy zastawne miało rzeczywiście miejsce, a jeśli tak, to czy jego źródłem są kwestie regulacyjne. Przewaga w postrzeganiu listów zastawnych nad *ABS*ami może mieć źródło w niższych kosztach operacyjnych, wynikających m.in. z dobrze zdefiniowanych ram prawnych, które nie wymagają tworzenia złożonej prawnie dokumentacji emisyjnej.

Polskie listy zastawne mogłyby potencjalnie istotnie skorzystać na rekomendowanych przez KE propozycjach, które mają na celu zniesienie podziału na kraje główne i peryferyjne, oraz na ułatwieniu inwestycji w listy zastawne między państwami UE i ze strony państw trzecich. Harmonizacja legislacji mogłaby przyczynić się do zwiększenia popytu oraz dalszego obniżenia kosztu finansowania dla polskich emitentów. W konsekwencji zdynamizowałoby to rozwój polskiego rynku listów zastawnych, co z kolei przełożyłoby się na wzrost stabilności polskiego systemu finansowego.

4.1.2. Koncepcja zintegrowanych europejskich ram prawnych

Rozwój listów zastawnych jako instrumentów finansujących wspierają ramy prawne, opierające się na mechanizmie podwójnego regresu, który daje posiadaczowi tych obligacji prawo do roszczenia zarówno do emitenta (na zasadzie pełnego regresu), jak i do puli zabezpieczeń (na zasadzie pierwszeństwa), na wypadek utraty płynności lub likwidacji emitenta. Obecnie regulacje UE w zakresie listów zastawnych pozostawione są całkowicie jurysdykcjom krajowych państw członkowskich. Dwadzieścia sześć z nich wprowadziło dedykowane przepisy prawne. Prawa krajowe precyzują w większym lub mniejszym stopniu szereg elementów dotyczących listów zastawnych. Szczegółowe regulacje obejmują np.:

- autoryzację instytucji kredytowych jako licencjonowanych emitentów listów zastawnych,
- specjalny nadzór publiczny emitenta i puli zabezpieczeń oraz jej monitorowanie,
- rodzaje i minimalne standardy jakościowe kwalifikowanych aktywów zabezpieczających,
- segregację puli zabezpieczeń w sytuacji utraty płynności przez emitenta,
- standardy informacyjne w zakresie puli zabezpieczeń wobec inwestora.

Raport *EBA*[284] przedstawia szczegółowe informacje o podobieństwach i różnicach pomiędzy regulacjami listów zastawnych w poszczególnych krajach członkowskich.

Prawo UE nie reguluje bezpośrednio listów zastawnych, ale określa ich traktowanie ostrożnościowe (do różnych celów):

- Artykuł 52(4) dyrektywy 2009/65/EC (*UCITS Directive*), dotyczącej instytucji zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*), dopuszcza wyższe limity inwestycyjne i wyższe limity koncentracji dla inwestycji w instrumenty o cechach, które spełniają listy zastawne[285].

[284] *EBA report on EU covered bond frameworks and capital treatment…, op. cit.*

[285] Wyższe limity inwestycyjne są dopuszczone w sytuacji spełnienia łącznie następujących kryteriów:
- obligacje muszą być wyemitowane przez kraj mający swoją siedzibę rejestrową w kraju członkowskim UE;
- emitent musi być przedmiotem specjalnego nadzoru publicznego, regulowanego przepisami prawa, zapewniającymi stosowne uprawnienia posiadaczy obligacji;
- środki pozyskane z emisji obligacji muszą być zainwestowane zgodnie z prawem w aktywa, które

- Artykuł 129 regulacji UE nr 575/2013 (*CRR*) wymogów kapitałowych instytucji kredytowych definiuje zestaw minimalnych wymogów w zakresie aktywów zabezpieczających i informacji dla inwestorów, jakie listy zastawne określone w dyrektywie *UCTIS* muszą spełniać, aby móc korzystać z preferencyjnych wag ryzyka. Innymi słowy, instytucje kredytowe inwestujące w listy zastawne spełniające wymóg artykułu 129 *CRR* mogą utrzymywać niższy poziom kapitału regulacyjnego w relacji do tych instrumentów, w porównaniu z obligacjami niezabezpieczonymi[286].
- Wymogi kapitałowe dla ubezpieczenia i reasekuracji instytucji inwestujących w listy zastawne określa artykuł 180(1) regulacji UE 2015/35 (*Solvency II Delegated Act*)[287]. Listy zastawne zostały tam zdefiniowane jak w artykule 52(4) dyrektywy *UCITS*; zakładając ich wysoki rating, przypisano im określone wskaźniki ryzyka plasujące je pomiędzy obligacjami korporacyjnymi a obligacjami rządowymi.
- Płynność instytucji kredytowych, którą określa regulacja UE 2015/61[288] (*LCR Delegated Act*), umożliwia instytucjom kredytowym traktowanie listów zastawnych jako płynnych aktywów poziomu 1, dla celów wyznaczania wskaźnika pokrycia płynności (*liquidity coverage ratio*, *LCR*). Regulacja ta określa szczegółowe kryteria rozróżnienia pomiędzy listami zastawnymi poziomu 1 i 2, ale co do zasady opiera się na dobrze ugruntowanej praktycznej definicji listu zastawnego zawartego w dyrektywie *UCITS*.
- Dyrektywa dotycząca restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków *(Bank Recovery and Resolution Directive*, *BRRD)* wyłącza listy zastawne z tej procedury. Zobowiązuje ona kraje członkowskie do zapewnienia, że wszystkie aktywa zabezpieczające listy zastawne nie będą nią dotknięte. Muszą być one wydzielone i mieć zapewnione wystarczające finansowanie w sytuacji spisania w straty lub konwersji pasywów problemowej instytucji finansowej. Tu również listy zastawne są definiowane zgodnie z dyrektywą *UCITS*.

Powyższy katalog regulacji ostrożnościowych tworzy pośrednie ramy harmonizacji regulacji listów zastawnych w krajach członkowskich UE. Regulacje krajowe państw członkowskich implementują trzy pryncypia określone w artykule 52(4) dyrektywy *UCITS*. Są one zasadniczo zgodne z określonymi standardami jakości kredytowej i gwarantowania emisji (*underwriting*) określonymi w artykule 129 *CRR* w stosunku do aktywów zabezpieczających. Jednakże, jak pokazuje raport *EBA*, krajowe regulacje w zakresie listów zastawnych różnią się w kluczowych aspektach technicz-

w całym okresie życia obligacji muszą w całości pokrywać ewentualne roszczenia wynikające z wyemitowanych obligacji i które w przypadku niewywiązania się emitenta z jego obowiązków będą wykorzystane na zasadzie pierwszeństwa do zwrotu kapitału i zapłaty należnych odsetek.

[286] Na przykład waga ryzyka dla listu zastawnego emitenta jakości kredytowej poziomu 1 wynosi 10%, zamiast 20% na tym samym poziomie jakości kredytowej, ale bezpośredniej ekspozycji kredytowej na danego emitenta.

[287] Commission's Delegated Regulation (EU) 2015/35.

[288] Commission's Delegated Regulation (EU) 2015/61.

nych, a w związku z tym nie można powiedzieć, że istnieje wspólny europejski list zastawny albo że istnieje jednolity zestaw standardów w zakresie listów zastawnych, poza generalnymi zasadami o charakterze ostrożnościowym.

Listy zastawne są postrzegane przez inwestorów jako instrumenty niskiego ryzyka, co stanowi uzasadnienie ich przychylnego traktowania przez różne regulacje ostrożnościowe UE. W swojej odpowiedzi na zapytanie KE[289] raport *EBA* zawiera konkluzję, że zastosowane preferencyjne wagi ryzyka określone w artykule 129 *CRR* stanowią co do zasady właściwe podejście ostrożnościowe. Swoje stanowisko *EBA* poparło: dobrą historią kredytową listów zastawnych w UE, zasadą podwójnego regresu wbudowaną w ramy prawne oraz specjalnym nadzorem publicznym i występowaniem kryteriów kwalifikujących w artykule 129 *CRR*. Mimo tej ważnej konkluzji *EBA* jednocześnie wskazała, że kryteria kwalifikujące zawarte w artykule 129 *CRR* nie zawierają wszystkich istotnych elementów bezpieczeństwa listów zastawnych i rekomendowała ich uzupełnienie obejmujące:

- zadania właściwego nadzoru,
- ograniczenie ryzyka płynności,
- nadzabezpieczenie,
- wymagany zakres informacji dla inwestorów.

Raport *EBA* zidentyfikował istotne różnice w sposobie, w jakim te i inne zagadnienia są regulowane przez krajowe jurysdykcje państw członkowskich, w tym:

- W zakresie systemu specjalnego nadzoru występują różne modele autoryzacji/licencjonowania emitentów i programów emisji listów zastawnych[290]. Zadania i obowiązki organu nadzorczego w czasie zwykłej działalności i podczas utraty płynności (*default*) w stosunku do emitenta i puli zabezpieczeń różnią się między krajami członkowskimi. Ponadto warto zauważyć, a na co nie wskazała *EBA*, że Jednolity Mechanizm Nadzorczy (*Single Supervisory Mechanism, SSM*) aktualnie nie ma bezpośredniej odpowiedzialności w obszarze specjalnego nadzoru nad listami zastawnymi wyemitowanymi przez instytucję kredytową, która mu podlega.
- W zakresie parametrów puli zabezpieczeń raport *EBA* wskazuje na różnice w poziomie wskaźnika kredytu do wartości zabezpieczenia (*LTV*), określaniu wartości i kryteriach kwalifikowalności aktywów hipotecznych, jakie przyjęto w prawach krajów członkowskich, od zera *LTV* do aż 200%[291].
- W zakresie pomiaru niedopasowania aktywów zabezpieczających i pasywów, Raport *EBA* wskazuje na brak wspólnej definicji zabezpieczenia (*coverage principle*) i różnorodność stress-testów zabezpieczenia, którym podlegają emitenci w UE[292]. Raport odnotowuje również brak jednolitego minimalnego wymogu nadzabezpieczenia. Wskazuje także na dużą liczbę rozwiązań legislacyjnych, od braku minimalnego nadzabezpieczenia do wymogu przekraczającego 40%.

[289] W sprawie wymogów kapitałowych listów zastawnych (zgodnie z artykułem 503 *CRR*).

[290] *EBA report on EU covered bond frameworks and capital treatment…, op. cit.,* tab. 26, s. 83.

[291] *Ibidem,* tab. 13–15, s. 47–49.

[292] *Ibidem,* tab. 16 i 17, s. 52–54.

W zakresie ryzyka płynności, regulacje państw członkowskich różnią się w takich obszarach, jak limity regulacyjne wykorzystania aktywów substytucyjnych oraz utrzymywanie bufora płynności i jego parametry[293].

- W zakresie wymogu informacyjnego ujawniania danych dla inwestorów, *EBA* uważa, że obecne rozwiązania są wysoce rozproszone i niespójne. Prowadzi to do niepewności inwestorów co do zgodności niektórych programów listów zastawnych z artykułem 129 *CRR*. Zapis ten pozostawia nadmierne pole do interpretacji zarówno dla emitentów, jak i dla instytucji nadzoru.

Dodatkowo, w uzupełnieniu obszarów zidentyfikowanych powyżej, *EBA* zarekomendowała, w dłuższej perspektywie, dalszą konwergencję krajowych regulacji i ram nadzorczych, w celu większego wsparcia dla jednolitych, preferencyjnych wag ryzyka listów zastawnych w UE. Ponadto Raport *EBA* identyfikuje najlepsze rozwiązania w ustawodawstwach krajowych państw członkowskich UE w zakresie listów zastawnych i ich nadzoru.

Wydaje się, że europejski rynek listów zastawnych uległ fragmentacji wzdłuż linii jurysdykcji. W ramach strefy euro powstały dwie grupy krajów, jedna postrzegana przez inwestorów jako kraje główne i druga – kraje peryferyjne. W sytuacji braku jednolitych, wysokiej jakości standardów dla wszystkich listów zastawnych w ramach UE, do tego podziału mogły się przyczynić zróżnicowane praktyki nadzorcze i wymogi regulacyjne dotyczące listów zastawnych w różnych krajach członkowskich. Ich harmonizacja mogłaby zapobiec lub przynajmniej ograniczyć stygmatyzację instrumentów wyemitowanych w krajach najciężej dotkniętych kryzysem. Aby zaadresować te ryzyka i wyzwania, *EBA* proponuje wyjście poza wąskie spojrzenie regulacji ostrożnościowej i wdrożenie bardziej ambitnej reformy. W zamierzeniu pomysłodawców, prowadziłaby ona do konwergencji regulacji krajowych w ramach w pełni zintegrowanych, całościowych ram prawnych listów zastawnych. Pozwoliłyby one uzyskać rozpoznawalny instrument w postaci europejskiego listu zastawnego. Podejście takie byłoby zgodne z koncepcją Unii Rynków Kapitałowych (*CMU*) integracji rynku i zwiększenia jego efektywności oraz podobnych prywatnych inicjatyw rynkowych, a w szczególności projektu kwalifikowanego listu zastawnego (*Covered Bond Label*). Zintegrowane ramy prawne listów zastawnych w UE powinny odblokować liczne korzyści dla uczestników rynku listów zastawnych i całej gospodarki, jak:

- Zwiększenie dyscypliny i efektywności rynku poprzez lepszą transparentność i porównywalność oferty pomiędzy listami zastawnymi z różnych krajów członkowskich. W szczególności lepsze praktyki informacyjne mogą mieć kluczowe znaczenie dla ograniczenia hazardu moralnego, przy założeniu, że inwestorzy mieliby dostęp do wystarczająco szczegółowej informacji. Powinna ona umożliwiać wycenę listu zastawnego na bazie standingu finansowego emitenta, jakości kredytowej aktywów zabezpieczających oraz solidności samego programu emisji.
- Uproszczenie i standaryzacja praktyk rynkowych (czego domagają się uczestnicy rynku) oraz rozwój głębszego i bardziej płynnego rynku listów zastaw-

[293] *Ibidem,* tab. 22 i 23, s. 71–78.

nych dla krajów członkowskich. W efekcie mógłby się on stać jeszcze bardziej trwałym, bezpiecznym i przewidywalnym źródłem finansowania, redukując jednocześnie niedopasowanie terminowe aktywów i pasywów banków, co przyczyniłoby się do zwiększenia stabilności systemu finansowego.

- Redukcja przewagi inwestycji w instrumenty krajowe oraz zachęcenie do emisji i inwestycji na rynkach zagranicznych w ramach UE oraz inwestycji z rynków trzecich. Jednolite standardy nie dopuszczałyby do nieuprawnionego podziału na instrumenty silniejsze i słabsze, jak ma to miejsce obecnie.
- Redukcja kosztu i czasu potrzebnego obecnie do przeprowadzenia odrębnych analiz listów zastawnych dla każdego z krajów członkowskich, na bazie ich indywidualnych, zróżnicowanych ram prawnych. Obecnie koszty takie stanowią barierę wejścia dla mniejszych i mniej wyrafinowanych inwestorów, co także ogranicza wzrost emisji z mniejszych państw członkowskich.
- Ujednolicenie obowiązujących wymogów ostrożnościowych oraz większa porównywalność i spójność w zakresie poziomów jakości kredytowej i płynności. Jednolite ramy mogłyby przyczynić się do ograniczenia lub nawet eliminacji obecnego mechanicznego nadmiernego polegania na zewnętrznych ratingach poprzez zapewnienie bardziej wrażliwego na ryzyko i kompleksowego podejścia ostrożnościowego w zakresie listów zastawnych.
- Zwiększenie efektywności i umożliwienie większej spójności w transmitowaniu polityki monetarnej *EBC* i krajowych banków centralnych w wyniku większej dostępności listów zastawnych dla programów skupu prowadzonych przez te instytucje.

Obciążenie aktywów mogłoby być częściowo ograniczone poprzez odpowiednio wąską definicję kwalifikowanych aktywów zabezpieczających, co zredukowałoby dążenie do obciążania większej populacji aktywów, szczególnie o niższej jakości. Ponadto wzrost zaufania inwestorów mógłby przyczynić się do zmniejszenia wysokich poziomów nadzabezpieczenia wymaganych obecnie dla programów listów zastawnych w krajach członkowskich najbardziej dotkniętych kryzysem. Jednakże należy zaznaczyć, że bardziej zintegrowane ramy prawne listów zastawnych w UE nie mogą adresować ryzyka obciążenia aktywów bezpośrednio, w odróżnieniu od takich problemów, jak np. fragmentacja rynku czy niewystarczająca informacja dla inwestorów. Obciążenie aktywów należy postrzegać raczej jako efekt uboczny emisji listów zastawnych i innych instrumentów zabezpieczonych. Jeżeli nadmierne obciążenie aktywów prowadziłoby do problemów systemowych, to kwestie te powinny być przedmiotem przedsięwzięć systemowych, jak np. minimalnych wymogów kapitałowych i kwalifikowanych zobowiązań (*minimum requirement for own funds and eligible libilities, MREL*), właściwe narzędzia makroostrożnościowe lub stosowne procedury nadzorcze.

Mimo potencjalnych korzyści opisanych powyżej reforma w kierunku większej konwergencji rynku listów zastawnych w UE powinna następować bardzo ostrożnie, aby nie dopuścić do zakłóceń rynków – w szczególności w krajach o dużych wolumenach emisyjnych – oraz aby nie ograniczyć innowacji. W ramach reformy powinno się również dążyć do zapewnienia spójności z innymi projektami UE w celu promowania wysokich standardów jakościowych na unijnych rynkach kapitałowych, jak

np. z projektem uproszczenia, większej jawności i standaryzacji sekurytyzacji (*Simple, Transparent and Standardised*, *STS*)[294]. Powinno się także uwzględnić ochronę zarówno posiadaczy listów zastawnych, jak i posiadaczy obligacji niezabezpieczonych w procesie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji.

Dążenie do reformy rynku było początkowo domeną samych uczestników rynku w ramach takich inicjatyw, jak kwalifikowany list zastawny (*Covered Bond Label*) *ECBC*[295]. W ramach tej inicjatywy program listów zastawnych musi spełniać zestaw określonych wymogów. Oznacza to szereg zabezpieczeń prawnych oraz elementów bezpieczeństwa zaszytych w samym produkcie, aby mógł on kwalifikować się do otrzymania stosownego certyfikatu zgodności (*Label*). Elementy te są poszerzone o niezbędny zakres informacji dla inwestora, charakterystyczny dla danego kraju, w oparciu o stosowne wytyczne (*Guidelines for National Transparency Templates*).

Inicjatywy rynkowe mają na celu zwiększenie zaufania inwestorów poprzez podniesienie standardów jakościowych i poszerzenie zakresu informacji programów listów zastawnych. Ograniczony zakres ich oddziaływania wynika z braku wsparcia stosownymi przepisami prawa. Mogą one regulować kwestie kontraktowe programów listów zastawnych, ale już nie mogą adresować określonych kluczowych cech listów zastawnych zdefiniowanych we właściwych przepisach, jak np. system publicznego nadzoru czy zasady stosowane w zakresie puli zabezpieczeń w sytuacji utraty płynności lub restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji emitenta. Ponadto zdolność oddziaływania inicjatyw rynkowych do wdrożenia wysokich standardów jakościowych przez cały rynek zależy od dobrowolnego podporządkowania się uczestników rynku. Wyzwania te ilustrują trudności, z jakimi spotyka się zwiększenie i ujednolicenie zakresu informacji dla inwestorów rekomendowane przez raport *EBA*. Wzorce wypracowane przez stowarzyszenia branżowe różnią się znacznie między sobą, między krajami członkowskimi i klasami aktywów, i dotychczas nie zostały uniwersalnie przyjęte przez emitentów listów zastawnych.

Rozważając reformę rynku listów zastawnych w kategorii modyfikacji ustawodawstwa w kierunku bardziej zintegrowanych ram prawnych, dostrzega się dwie podstawowe możliwości[296]:

- pośredniej harmonizacji,
- regulacji unijnej.

Obecnie ustawodawstwo w zakresie listów zastawnych oparte jest o rozbudowane ustawodawstwo krajowe z elementami pośredniej harmonizacji w postaci wymogów ostrożnościowych UE. Większą harmonizację rynku listów zastawnych można uzyskać pośrednio, pozostawiając obecne rozłożenie kompetencji między ustawodawstwo krajowe i unijne i wprowadzając elementy zachęty do większej konwergencji przepisów poprzez dobrowolne działania koordynujące. KE mogłaby np. wydać rekomendacje zalecające krajom członkowskim wdrożenie najlepszych praktyk *EBA* do

[294] *Consultation Document. An EU framework for simple, transparent and standardised securitisation*, European Commission, Brussels, 18.02.2015.

[295] Covered Bond Label, https://coveredbondlabel.com/ (dostęp 29.05.2016).

[296] *Consultation Document. Covered Bonds in the European Union…*, *op. cit*. s. 17–18.

przepisów krajowych. W tym przypadku rozważenia wymagałaby ewentualna rekomendacja podniesienia kryteriów kwalifikowalności dla zachowania preferencyjnego traktowania listów zastawnych w rozporządzeniu w sprawie wymogów ostrożnościowych (*CRR*), co mogłoby stanowić dodatkowy bodziec dla krajów członkowskich do zapewnienia większej spójności krajowych ram prawnych.

Alternatywą dla dobrowolnego dostosowania krajowych ram prawnych byłoby doprowadzenie przez KE do konwergencji jurysdykcji poprzez dedykowane ustawodawstwo UE, które regulowałoby list zastawny jako instrument prawny, a nie – jak to jest obecnie – jedynie poprzez regulacje ostrożnościowe[297]. Ramy prawne mogłyby obejmować następujące obszary:

- definicja listu zastawnego i zastrzeżenie jego pojęcia;
- w zakresie emitentów listów zastawnych i systemu nadzoru publicznego:
  - modele emisyjne i wymogi licencyjne,
  - nadzór bieżący i monitorowanie puli zabezpieczeń (sytuacja prawidłowa emitenta),
  - listy zastawne a jednolity mechanizm nadzorczy (*SSM*);
- w zakresie podwójnego regresu oraz sytuacji rekapitalizacji (*resolution*):
  - definicja mechanizmu podwójnego regresu,
  - segregacja aktywów zabezpieczających,
  - administracja i nadzór puli zabezpieczeń,
  - zależności między pulą zabezpieczeń i emitentem;
- w zakresie puli zabezpieczeń:
  - aktywa kwalifikowane, kryteria i wymagania kwalifikowalności,
  - wymóg płynności (*LCR*) i nadzabezpieczenie (*overcollateralization*),
  - ograniczenie ryzyka pasywów (rynkowego i płynności);
- wymogi informacyjne.

Dedykowane, wspólnotowe ramy legislacyjne w zakresie listów zastawnych mogą zostać osiągnięte poprzez różne poziomy harmonizacji wyżej wymienionych elementów w krajowych jurysdykcjach, zgodnie z dyrektywą UE. Stwarzałoby to możliwość elastycznego podejścia, łączącego szczegółowe wymogi w wybranych obszarach z generalnymi zasadami w innych, dając możliwość wyboru pomiędzy minimalną i maksymalną harmonizacją w zależności od konkretnego przypadku. Innym rozwiązaniem byłaby regulacja zastępująca przynajmniej częściowo przepisy krajów człon-

[297] Dyrektywa *UCITS* (85/611/EEC) była podobnie pomyślaną inicjatywą. Określając te same wymagania wobec otwartych funduszy inwestycyjnych w zbywalne papiery wartościowe w każdym z krajów członkowskich, miała ona na celu: zniesienie barier między krajami UE, stworzenie jednolitego rynku (*Single Market*) i sprzyjających warunków dla stałego wzrostu inwestycji w tej grupie produktowej. *UCITS* okazała się sukcesem. Integracja rynku została osiągnięta przez harmonizacje prawną. Aktywa *UCITS* w zarzadzaniu zwiększyły swoją wielkość 8-krotnie w okresie 20 lat, osiągając wielkość 8 bln euro. *UCITS* stała się referencyjnym rozwiązaniem ramowym dla zbiorowego inwestowania w Europie i w wymiarze międzynarodowym, ułatwiając nie tylko przepływy inwestycyjne wewnątrzeuropejskie, ale również inwestycje z krajów trzecich (np. około 10% aktywów *UCITS* zostało objętych przez inwestorów z Azji i Ameryki Łacińskiej).

kowskich, która mogłaby być implementowana bezpośrednio do ustawodawstwa krajowego, aczkolwiek takie rozwiązanie wydaje się trudniejsze. Uregulowania krajowe listów zastawnych są bowiem dobrze rozwinięte i głęboko osadzone w tradycji wielu krajów członkowskich UE. Nowe ramy prawne listów zastawnych w UE, mające na celu harmonizację istniejących przepisów krajowych, musiałyby jasno określać traktowanie instrumentów pozostających w obrocie, w odróżnieniu od nowych emisji. Zaadresowana powinna zostać kwestia ich ewentualnego funkcjonowania na dotychczasowych zasadach lub stosowania przepisów przejściowych.

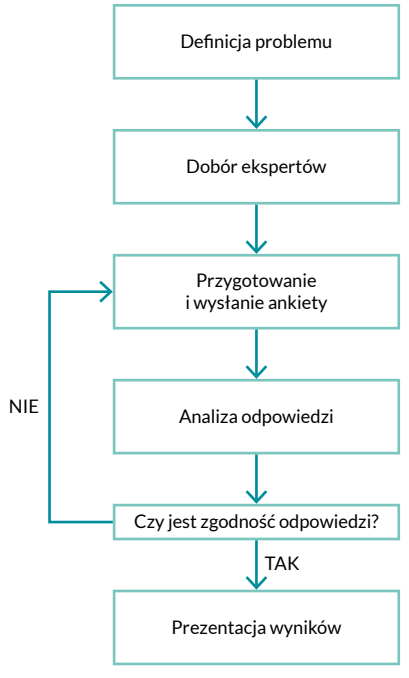
Substytutem harmonizacji byłoby wypracowanie całościowego ustawodawstwa UE w zakresie listów zastawnych (tzw. *29th Regime*), które byłoby dostępne dla emitentów jako alternatywa dla ustawodawstwa krajowego. Rozwiązanie takie oferowałoby korzyść w postaci w pełni zintegrowanych ram prawnych dla emitentów na zasadzie dobrowolności i nie wymagałoby żadnych zmian w istniejącym ustawodawstwie krajowym. Jednakże ułomnością takiego rozwiązania byłaby większa fragmentacja rynku na pierwszym etapie, zanim osiągnięty zostałby odpowiedni wolumen emisji pod nową regulacją.

Dokument konsultacyjny KE poddaje szczegółowej analizie zidentyfikowane wyżej kluczowe elementy hipotetycznego ustawodawstwa UE w zakresie listów zastawnych, zakładając podejście na zasadzie generalnych rozwiązań (*high-level approach*), które mogłyby być zawarte w potencjalnym instrumencie prawnym lub w zbiorze rekomendacji. Zarówno struktura, jak i zawarte propozycje zostały w dużej mierze oparte o najlepsze praktyki rekomendowane przez *EBA*, do czego dodane zostały do rozważenia pewne nowe elementy. KE zaprosiła interesariuszy rynku listów zastawnych do przeglądu zawartej propozycji w materiale konsultacyjnym i odpowiedzi na zawarte pytania. Wszędzie tam, gdzie czynione są referencje do nowych ram prawnych UE, należy je rozumieć jako mające zastosowanie zarówno do rozwiązania dobrowolnego (rekomendacje), jak i obligatoryjnego (dyrektywa lub regulacja i delegacja aktów wdrożeniowych).

Autor przeprowadził badanie polskich interesariuszy rynku listów zastawnych, w oparciu o które opracowano opinię krajowego środowiska na temat stanu rynku oraz propozycji kierunkowych i rozwiązań szczegółowych KE w zakresie harmonizacji regulacji listów zastawnych w UE. Celem KE jest dalszy bezpieczny rozwój tych instrumentów – co powinno przyczynić się do zwiększenia stabilności europejskiego (a więc także polskiego) systemu finansowego.

4.2. Stanowisko polskich ekspertów w konsultacjach KE

Stanowisko polskich ekspertów w konsultacjach KE na temat listów zastawnych w UE zostało wypracowane w oparciu o zmodyfikowaną metodę delficką, która jest jedną z metod heurystycznych, wykorzystujących doświadczenie, wiedzę i opinie ekspertów specjalizujących się w danej dziedzinie.



Rys. 69. **Etapy metody delfickiej**
Źródło: opracowanie własne na podstawie *Encyklopedii Zarządzania…, op. cit.*

Metoda ta jest wykorzystywana do rozwiązywania problemów strategicznych. Eksperci prognozują hipotetyczny rozwój przyszłych zdarzeń. Prognozę otrzymuje się w wyniku przeprowadzenia wśród ekspertów serii ankiet. Liczba pytań nie powinna przekraczać 25. Specjaliści mają możliwość wyrażenia swojej opinii na temat danego problemu i odpowiedzi na dodatkowe pytania. Odpowiedzi są następnie przekazywane ekspertom powtórnie, w formie anonimowej, z listą uwag i uzasadnieniem. Problem jest rozważany przez ekspertów w kilku rundach – w trakcie tego procesu wypracowana zostaje wspólna propozycja lub rozwiązanie problemu. W bardziej złożonych sytuacjach wykorzystywane są w metodzie delfickiej statystyczne techniki analityczne.

Tab. 12. **Zalety i wady metody delfickiej**

Zalety	Wady
■ Niezależność opinii ekspertów ■ Anonimowość wypowiadanych sądów ■ Wieloetapowość postępowania ■ Uzgadnianie i sumowanie opinii osób kompetentnych	■ Konieczność angażowania dużej liczby osób ■ Czasochłonność ■ Brak bezpośredniej wymiany poglądów między ekspertami ■ Trudność doboru odpowiednich osób ■ Małe zaangażowanie ekspertów, jeśli nie są zaznajomieni z problemem

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych *Encyklopedii Zarządzania*, https://mfiles.pl/pl/index.php/Technika_delficka (dostęp 20.05.2016).

Zastosowana metoda dobrze nadaje się do badania materii, jaką stanowiła problematyka zawarta w materiale konsultacyjnym KE. Złożony i strategiczny charakter problemu, wnioskowanie na temat skutków podejmowanych decyzji, konieczność wykorzystania szerokiej wiedzy eksperckiej, syntetyczny wymiar badania – wszystkie te cechy wpisują się w charakterystykę przyjętej metody badawczej.

4.2.1. Metodologia badania

Proces konsultacji na temat listów zastawnych w UE określony przez KE obejmował okres od 30.09.2015 do 06.01.2016. Autor pełnił funkcję koordynatora badania. Badanie zostało przeprowadzone pod patronatem Europejskiego Kongresu Finansowego.

Przygotowanie wspólnego stanowiska polskich ekspertów w konsultacjach KE przebiegało w następujących etapach:

- wybór kluczowych pytań z zestawu zawartego w materiale konsultacyjnym;
- wysłanie prośby do wstępnie wybranej grupy ekspertów o udzielenie odpowiedzi na wybrane pytania konsultacyjne, a zwłaszcza na te, które w ich opinii były szczególnie istotne;
- przesłanie do ekspertów, którzy udzielili odpowiedzi w badaniu, zbioru opinii pozostałych ekspertów (z zachowaniem ich anonimowości), z prośbą o zaznaczenie tych odpowiedzi, które powinny znaleźć się we wspólnym stanowisku, oraz wykreślenie odpowiedzi, które nie powinny się w nim znaleźć;
- opracowanie syntetycznego stanowiska;
- przekazanie syntetycznego stanowiska ekspertom do ostatecznego zaopiniowania;
- przesłanie stanowiska polskich ekspertów do KE.

Pytania w kwestionariuszu zostały dobrane przez autora w procesie selekcji opartej o kryterium istotności poszczególnych, zaadresowanych przez KE zagadnień dla polskiego rynku listów zastawnych, z pominięciem kwestii o charakterze technicznym oraz z zapewnieniem reprezentatywności dla poszczególnych modułów konsultacji[298]. Następnie wybrane pytania zostały przetłumaczone z języka angielskiego na język polski, aby ułatwić respondentom udzielenie odpowiedzi. Wybrano 19 pytań z ogólnej liczby 64 zawartych w materiale konsultacyjnym KE. Pytania konsultacyjne o charakterze złożonym zostały rozbite na pytania cząstkowe, co dało łącznie 41 pytań podstawowych, w tym 6 o charakterze opisowym. Wszędzie, gdzie było to możliwe, pozostawiono bądź utworzono pytania zamknięte (w większości z opcjami odpowiedzi „tak" lub „nie"), celem uzyskania jak najbardziej jednoznacznego i porównywalnego zbioru odpowiedzi. Zachowana została jednak możliwość przedstawienia

[298] Wybrano 2 pytania z części I dotyczącej rynków listów zastawnych (*Covered bonds markets: economic analysis*), 2 z części II dotyczącej scenariuszy bardziej zintegrowanych regulacji listów zastawnych (*Exploring the case for a more integrated framework*) oraz 15 z części III dotyczącej szczegółowych rozwiązań harmonizujących (*Elements for an integrated covered bond framework*), na ogólną liczbę pytań odpowiednio 6, 8 i 50 w części I, II i III, co stanowi łącznie 30% ogółu pytań i odpowiednio 33%, 25% i 30% z poszczególnych części materiału konsultacyjnego.

dodatkowej, uzupełniającej odpowiedzi jakościowej, uzasadniającej odpowiedź podstawową. Do pytań dodano obszerne fragmenty tekstu konsultacji, tam, gdzie odnosiły się one do niego bezpośrednio lub pośrednio, tak aby respondenci mieli możliwość pracowania jedynie z samym kwestionariuszem.

Eksperci zostali dobrani przez autora z zachowaniem reprezentatywności wszystkich interesariuszy polskiego rynku listów zastawnych: emitentów, inwestorów, regulatorów, agencji ratingowych oraz grup ekspertów niezależnych. Do grupy emitentów zaliczono funkcjonujące w Polsce banki hipoteczne, banki, które złożyły wnioski o licencję hipoteczną, banki rozważające taką działalność oraz banki uniwersalne działające w Polsce i udzielające kredytów hipotecznych (potencjalni emitenci listów zastawnych lub podmioty zainteresowane sprzedażą swoich portfeli hipotecznych do banków hipotecznych). Reprezentacja inwestorów objęła działające w Polsce towarzystwa funduszy inwestycyjnych, powszechne towarzystwa emerytalne, otwarte fundusze inwestycyjne, firmy ubezpieczeniowe oraz banki (wymienione powyżej), które stanowią aktywną grupę inwestorów na rynku listów zastawnych. W obszarze regulacyjnym pytania skierowano do przedstawicieli Narodowego Banku Polskiego i Komisji Nadzoru Finansowego. Badaniem objęto trzy największe międzynarodowe agencje ratingowe. Do grona ekspertów niezależnych zaliczono m.in. Fundację na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Związek Banków Polskich, główne międzynarodowe firmy doradcze działające w Polsce oraz przedstawicieli środowiska naukowego specjalizujących się w dziedzinie banków hipotecznych i listów zastawnych. Łącznie pytania konsultacyjne wysłano do 86 respondentów, z czego odpowiedzi udzieliło 29 ekspertów, co stanowi 33,7% populacji objętej badaniem i wynik ten można uznać za zadowalający. Spośród otrzymanych 29 odpowiedzi dwie pochodzące od firm ratingowych miały charakter ogólny i nie dotyczyły konkretnie rynku polskiego. Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego przesłała swoje stanowisko[299] w innej formule niż przesłany kwestionariusz, więc podobnie jak stanowiska agencji ratingowych, nie zostało one ujęte w łącznym opracowaniu przygotowanym przez autora. Uwzględniając powyższe trzy wyłączenia, analiza przesłanych materiałów dotyczyła 26 opinii eksperckich.

Prośba do preselekcjonowanej grupy ekspertów o udzielenie odpowiedzi na wybrane pytania konsultacyjne skierowana została za pomocą poczty elektronicznej. W skład pakietu przesłanych materiałów wchodziły: pismo przewodnie, podsumowanie konsultacji KE w zakresie listów zastawnych oraz wybrane pytania konsultacyjne. Pismo przewodnie zawierało m.in.: krótką genezę i główne cele konsultacji KE, korzyści, jakie mogą z niej wynikać dla polskiego rynku listów zastawnych, grupy adresatów, etapy i kamienie milowe badania. Podsumowanie materiału konsultacyjnego KE, obok podstawowych korzyści listów zastawnych, wskazywało na ich słabości ujawnione podczas kryzysu finansowego, w kontekście wyzwań dla europejskiego sektora finansowego. Zawierało ono również zarys uwarunkowań i cele konsultacji

[299] *Position paper of the Polish Mortgage Credit Foundation to the European Commission's Consultation Document „Covered Bonds in the European Union"*, Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 19/12/2015.

oraz przedstawiało strukturę materiału konsultacyjnego KE z odniesieniami do materiałów źródłowych.

Otrzymane odpowiedzi zostały następnie opracowane w formie wstępnego materiału zbiorczego i przesłane (z zachowaniem anonimowości) powtórnie do weryfikacji tym ekspertom, którzy udzielili odpowiedzi na pierwszym etapie badania. W oparciu o zgłoszone uwagi zostało opracowane syntetyczne stanowisko, przekazane aktywnej grupie respondentów do ostatecznego zaopiniowania.

Po uwzględnieniu uwag końcowych wypracowane w ramach EKF stanowisko syntetyczne polskich ekspertów zostało przetłumaczone na język angielski i wprowadzone do systemu komputerowego na dedykowanej stronie KE 6.01.2016 roku. Stanowisko polskich ekspertów dotyczące propozycji KE *Covered bonds in the EU* zostało następnie zaprezentowane przez autora na konferencji „Zarządzanie kapitałem i płynnością finansową w bankach", która odbyła się w siedzibie NBP w Warszawie 28.01.2016 roku, oraz umieszczone na stronie rekomendacji EKF[300].

Odpowiedzi wszystkich respondentów, w tym EKF, zostały umieszczone na portalu EU Survey[301]. Polskę w konsultacjach, obok Europejskiego Kongresu Finansowego, reprezentowała Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego oraz Komisja Nadzoru Finansowego, która również przekazała swoje odpowiedzi do KE[302]. Mimo że dwie pozostałe odpowiedzi adresowały wszystkie pytania konsultacyjne KE, to należy zaznaczyć, że Fundacja stanowi dość ograniczoną reprezentację środowiska głównie bankowego, a z kolei KNF jest wąskim głosem regulatora.

Uzyskane w badaniu autora opinie prezentują dość jednoznaczne i relatywnie spójne stanowisko polskiego środowiska związanego z rynkiem listów zastawnych. Jedynie w przypadku trzech pytań opinie ekspertów były stosunkowo równo rozłożone. W pozostałych przypadkach eksperci opowiedzieli się stosunkowo jednoznacznie za konkretną rekomendacją. Średnio każde pytanie uzyskało 87% odpowiedzi ekspertów, z pytaniami otwartymi włącznie. To właśnie pytania otwarte najczęściej były pozostawiane bez odpowiedzi (37%), podczas gdy pytania zamknięte cieszyły się bardzo dużym zwrotem opinii (91%). Respondenci w większości wybierali pierwszy wariant odpowiedzi pytań zamkniętych: „Tak", „Opcja A", „Wariant 1" (70%). Drugi wariant: „Nie", „Opcja B", „Wariant 2" wybrało znacznie mniej respondentów (21%). Inne zdanie miała jedynie niewielka grupa ekspertów (8%). Jedno z odpowiedzi pierwszego wariantu pytań zamkniętych uzyskało 100% zgodnych opinii, a trzy odpowiedzi drugiego wariantu pytań zamkniętych uzyskało zgodność opinii w przedziale 83–84%. Inne zdanie niż zaprezentowane warianty odpowiedzi pytań zamkniętych miało jedynie średnio 8% respondentów.

Badanie zrealizowane w ramach Europejskiego Kongresu Finansowego stanowi najszerszą reprezentację opinii polskich interesariuszy rynku listów zastawnych na temat kluczowych zagadnień zaproponowanych przez KE w zakresie harmonizacji

[300] *Stanowisko Europejskiego Kongresu Finansowego dotyczące propozycji przedstawionej przez Komisję Europejską w dokumencie konsultacyjnym 'Covered Bonds in the European Union'…, op. cit.*

[301] Published Results: covered-bonds-2015…, *op. cit.*

[302] *Ibidem.*

europejskiego rynku listów zastawnych. Dodatkowym walorem przeprowadzonego przez autora badania jest duża spójność uzyskanych odpowiedzi eksperckich.

Tab. 13. Statystyka odpowiedzi na pytania konsultacyjne

Pytanie	T/A/1	N/B/2	Inna	Brak
1	71%	5%	24%	19%
2a	84%	4%	12%	4%
2b	76%	20%	4%	4%
2c				73%
3a	81%	12%	8%	0%
3b	81%	12%	8%	0%
3c	84%	12%	4%	4%
3d	84%	12%	4%	4%
3e	88%	8%	4%	8%
3f	82%	14%	5%	15%
3g	63%	33%	4%	8%
3h	84%	16%	0%	4%
3i				38%
4	63%	17%	21%	8%
5a	64%	32%	5%	15%
5b				38%
6a	83%	13%	4%	12%
6b				50%
7a	80%	20%	0%	4%
7b	100%	0%	0%	4%
7c	96%	4%	0%	8%

Pytanie	T/A/1	N/B/2	Inna	Brak
7d	75%	25%	0%	8%
8	36%	45%	18%	15%
9a	59%	27%	14%	15%
9b	68%	14%	18%	15%
9c	87%	0%	13%	12%
9d	86%	0%	14%	15%
9e	73%	14%	14%	15%
10	79%	8%	13%	8%
11	16%	84%	0%	4%
12	50%	14%	36%	15%
13	43%	39%	17%	12%
14	13%	83%	4%	12%
15	88%	8%	4%	8%
16	9%	83%	9%	12%
17a	88%	8%	4%	4%
17b	80%	8%	12%	4%
17c				19%
18				0%
19a	91%	9%	0%	12%
19b	55%	45%	0%	15%
	Pytanie opisowe			

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z przeprowadzonego badania.

4.2.2. Przyczyny zróżnicowania listów zastawnych w UE

Polscy eksperci zgodzili się z opinią KE, że rentowność listów zastawnych ulegała konwergencji do roku 2007, po czym poziomy rentowności europejskich listów zastawnych uległy rozwarstwieniu. Początkowo, w latach 2007–2009, rozwarstwienie to było niewielkie. Od roku 2009, z chwilą wybuchu kryzysu finansów publicznych w strefie euro, uległo ono istotnemu pogłębieniu. Zmiana tendencji w roku 2007 po szczycie hossy była wynikiem ogólnoświatowego kryzysu finansowego, który zaczął się w roku 2008. Inwestorzy w pierwszej kolejności odwrócili się od instrumentów strukturyzowanych, co spowodowało wyprzedaż tych instrumentów, spadki cen i wzrosty ich rentowności. Rozprzestrzenianie się kryzysu i jego przełożenie na kryzys finansów publicznych w strefie euro spowodowało silne wzrosty rentowności obligacji rządowych krajów peryferyjnych[303], co z różnym nasileniem miało swoje przełożenie na rentowność listów zastawnych emitowanych przez podmioty z tych krajów. Dopiero ogłoszony w drugiej połowie 2009 roku przez EBC program skupu obligacji zabezpieczonych doprowadził do stopniowej normalizacji sytuacji na europejskim rynku listów zastawnych.

[303] W szczególności krajów PIIGS – Portugalii, Włoch, Irlandii, Grecji oraz Hiszpanii.

W opinii polskich ekspertów głównymi przyczynami wzrostu zróżnicowania rentowności listów zastawnych były:

- zróżnicowanie poglądów inwestorów na stabilność finansową w indywidualnych krajach;
- różne ryzyko kredytowe i ryzyko płynności, a w efekcie jakość systemów bankowych w poszczególnych krajach;
- różny poziom zadłużenia i wynikające stąd zróżnicowane ryzyko krajów;
- różna jakość kredytowa krajów członkowskich UE;
- różnice rentowności obligacji rządowych państw strefy euro;
- zróżnicowanie rozwiązań organizacyjno-prawych (w szczególności uregulowanie upadłości emitenta oraz brak pełnego zaufania do systemów prawnych, który pojawił się skokowo, towarzysząc jakościowemu wzrostowi awersji do ryzyka);
- związek rentowności listów zastawnych z poziomem rentowności długu niezabezpieczonego i obligacji rządowych (spadek ratingu długu rządowego pociągnął za sobą pogorszenie ratingu listów zastawnych z danego kraju);
- różnice w jakości aktywów zabezpieczających w krajach członkowskich;
- zróżnicowanie poglądów na ryzyko listów zastawnych w poszczególnych krajach.

Nasilenie procesów różnicowania się poziomów rentowności listów zastawnych miało różną dynamikę w poszczególnych krajach. Największy skok rentowności miał miejsce w krajach południa UE: Hiszpanii, Portugalii, Włoszech, a także Francji, natomiast najmniejszy wzrost rentowności nastąpił w Niemczech i w Szwecji. Wyraźnie inwestorzy mieli mniejsze obawy co do kondycji gospodarek i jakości legislacji w tych ostatnich krajach.

Polscy eksperci zgodzili się z KE, że rozwarstwienie rentowności stanowi potwierdzenie zróżnicowania rynków listów zastawnych. Zjawisko to wynika z poziomu ryzyka, które ponosi inwestor w poszczególnych krajach, a także jest efektem czynników rynkowych (jak płynność i wielkość rynku czy baza inwestorów krajowych), siły rozwiązań prawnych w poszczególnych krajach i jakości aktywów zabezpieczających, które łącznie przekładają się na rating listów zastawnych. W opinii polskich ekspertów główną przyczyną zróżnicowania rentowności listów zastawnych nie było jednak zróżnicowanie rynków. Według nich główny wpływ na zróżnicowanie rentowności miało zróżnicowanie ryzyka inwestycyjnego poszczególnych krajów, a rating kraju zasadniczo ogranicza minimalną rentowność listów zastawnych. Na tle ogólnie rozchwianych rynków w trakcie trwania kryzysu, rynek niemiecki wyróżnia się relatywnie dużą stabilnością i niską zmiennością. Historycznie niski poziom rentowności na rynku listów zastawnych był skutkiem wysokiego zaangażowania EBC, którego udział w zakupie na rynku pierwotnym listów zastawnych sięga 40%. Pomimo jednak zmniejszonej podaży (historyczne maksimum miało miejsce w roku 2012) ubywa inwestorów godzących się na inwestycje przy ujemnych rentownościach. Listy zastawne są postrzegane przez inwestorów przez pryzmat ryzyka kraju, co spowodowało, że podczas kryzysu finansów publicznych w strefie euro rentowności listów zastawnych państw peryferyjnych w stosunku do emisji niemieckich i skandynawskich ule-

gły rozszerzeniu. W opinii polskich ekspertów ocena kredytowa kraju emitenta jest punktem wyjścia do wyceny ryzyka listu zastawnego i mimo istnienia mechanizmów ochronnych w poszczególnych jurysdykcjach inwestorzy w listy zastawne uwzględniają ryzyko istotnych strat w sytuacji niewypłacalności państwa. W ich opinii istotną rolę odegrało również zagrożenie rozpadu strefy euro, według scenariusza: brak wypłacalności państwa → konieczność wyjścia ze strefy euro → poważna dewaluacja waluty krajowej i w konsekwencji straty kapitałowe inwestora.

Według polskich ekspertów na zróżnicowanie rynku listów zastawnych wpływ miały przede wszystkim dwa elementy: jakość legislacji oraz oddziaływanie kryzysu na gospodarkę i w efekcie na rynek nieruchomości. Powszechne było przekonanie, że rozwiązanie systemowe z wydzielonym bankiem hipotecznym lepiej chroni interesy inwestorów[304]. Do tego obawy wśród inwestorów budziła sytuacja w takich krajach jak np. w Hiszpanii. Nastąpiło tam tak głębokie załamanie rynku nieruchomości, że inwestorzy nabrali przekonania, iż nawet gdyby istniała tam bardzo silna legislacja, to nie byłaby ona w stanie w pełni zabezpieczyć ich interesów. Inwestorzy zaczęli postrzegać list zastawny jako substytut obligacji rządowej, co negatywnie wpłynęło na kraje o wysokim prawdopodobieństwie kryzysu finansów publicznych. W efekcie wyodrębniła się grupa krajów stabilnych, dla których rentowności uległy zawężeniu. Nastąpiła nieproporcjonalna zmiana rentowności niemieckich listów zastawnych w stosunku do emisji z krajów peryferyjnych. Na ustabilizowanym już rynku listów zastawnych na przełomie lat 2014/2015 rentowności między emisjami z krajów bezpiecznych i peryferyjnych uległy istotnemu zawężeniu. Obecne regulacje prawne w krajach członkowskich UE różnią się w obszarze bezpieczeństwa dla inwestorów. W czasie nasilania się zjawisk kryzysowych inwestorzy skupiali się głównie na sytuacji finansowej państwa danego emitenta, a wysoka jakość zabezpieczenia, wyodrębnienie rejestru zabezpieczeń oraz rozwiązania prawne stały się zagadnieniami drugoplanowymi.

W opinii KE przyczynami, które doprowadziły do zróżnicowania rynku listów zastawnych w UE, były następujące zjawiska:

- W I fazie: w krajach, w których załamaniu uległ rynek nieruchomości, nastąpił wzrost niepewności inwestorów co do samodzielnej wypłacalności emitentów i jakości aktywów zabezpieczających.
- W II fazie: listy zastawne stały się substytutem obligacji rządowych, w oczekiwaniu na jawne lub domniemane wsparcie ze środków publicznych w sytuacji zagrożenia rozpadem strefy euro.
- W III fazie: nastąpiła stygmatyzacja listów zastawnych z krajów najmocniej dotkniętych kryzysem. Wynikała ona ze spadku zaufania do rozwiązań prawnych i instytucji w tych jurysdykcjach w kontekście zabezpieczenia inwestorów. W szczególności brak było praktycznego testu wydzielenia aktywów zabezpieczających w przypadku upadłości lub likwidacji emitenta. Ponadto zakres dostępnych informacji o aktywach zabezpieczających w wielu krajach był niewystarczający. Inwestorzy gorzej postrzegali skuteczność nadzoru pu-

[304] Mimo zmian w 2005 roku w Niemczech głównymi emitentami są tam nadal banki specjalistyczne.

blicznego w tych krajach w zakresie zabezpieczenia listów zastawnych w warunkach kryzysu finansów publicznych.

Polscy eksperci, zgadzając się z wnioskami KE, podkreślili, że innymi zjawiskami, które przyczyniły się do zróżnicowania rynku listów zastawnych, były także:

- różne podejście inwestorów do kwestii ryzyka wynikającego z poziomu zadłużenia poszczególnych państw;
- problematyczna wycena nieruchomości będących w puli zabezpieczeń, spowodowana przez krach na rynku nieruchomości, który wystąpił w wybranych krajach (z powodu braku możliwości rzetelnego oszacowania wartości na wypadek ewentualnej likwidacji zabezpieczenia oraz ze względu na wpływ takiego działania na ceny nieruchomości);
- wzrost wymagań płynnościowych posiadaczy listów zastawnych (różny w poszczególnych krajach i dla poszczególnych typów inwestorów) oraz różna płynność na indywidualnych rynkach listów zastawnych, co doprowadziło do tym większego przesunięcia cen rynkowych, im mniej płynny był rynek;
- kryteria kwalifikowalności skupu listów zastawnych przez EBC.

Stanowisko polskich ekspertów jest zgodne ze stanowiskiem KE co do samego faktu rozwarstwienia rynku listów zastawnych w UE, chociaż prezentują oni odmienne stanowiska co do głównych przyczyn tego zjawiska. Według KE to różnice w systemach prawnych stanowiły podstawową przyczynę rozwarstwienia, podczas gdy zdaniem polskich ekspertów i autora najważniejsza przyczyna leżała w zmianie percepcji jakości kredytowej krajów emitentów przez inwestorów.

4.2.3. Korzyści i propozycje integracji eurorynku listów zastawnych

Według polskich ekspertów większa integracja ram prawnych listów zastawnych, oparta o najlepsze praktyki rynkowe, mogłaby przynieść następujące korzyści:

- Lepszą porównywalność emisji listów zastawnych z różnych krajów oraz ograniczenie ryzyka hazardu moralnego. Zgodnie z regulacją dotyczącą wymogów kapitałowych (*CRR*) istnieje obecnie obowiązek przekazywania informacji w zakresie rejestru listów. Emitent zobowiązany jest do publikacji raportu puli zabezpieczeń minimum dwa razy do roku, ale występują poważne różnice np. co do sposobu liczenia wskaźnika kredytu do zabezpieczenia (*LTV*). W efekcie raporty generowane w różnych krajach nie są w pełni porównywalne[305]. Na rynku wykształciły się różne systemy banków hipotecznych, z różnymi limitami *LTV* oraz różnymi limitami rejestru zabezpieczeń i poziomami limitów aktywów w rejestrze. W niektórych jurysdykcjach nieruchomości muszą pochodzić jedynie z kraju emitenta, w innych dopuszczalny jest obszar całej UE, a najbardziej liberalne rozwiązania nie nakładają żadnych ograniczeń geograficznych aktywów.

[305] Przykładowo w Niemczech stosuje się korzystniejszą metodę liczenia *LTV* niż w Polsce.

- Uproszczenie i standaryzację praktyk rynkowych. Zbudowanie trwałego, bezpiecznego i przewidywalnego źródła długoterminowego finasowania mogłoby poprawić płynność rynku, która jest stosunkowo niska. Jest to trudne wyzwanie z uwagi na bardzo duże różnice prawne w poszczególnych jurysdykcjach. Gdyby udało się np. skrócić proces emisji i ułatwić rozliczanie instrumentów przez izby rozliczeniowe różnych krajów, można by uzyskać niższe koszty systemowe (opłaty izb rozliczeniowych i giełd) oraz ułatwić obrót. Aktualnie jedynie dla pierwszych 6 miesięcy po emisji listów zastawnych płynność rynku jest zadowalająca. Później płynność, nawet dla emisji standardowych (1 mld euro), jest niesatysfakcjonująca. Bywa, że największe emisje niemieckich listów zastawnych (*Pfandbrief*) nie notują żadnej transakcji na rynku wtórnym. Największym obrotem na rynku wtórnym cieszą się hiszpańskie listy zastawne (*Cedulas*), tyle że wolumeny transakcji są stosunkowo niskie (do 5 mln euro). Wysoka marża przyciąga krótkoterminowy kapitał. W związku z nadpłynnością rynku inwestorzy niezbyt chętnie pozbywają się listów zastawnych, co jest głównym powodem braku ich płynności.
- Wzrost wolumenu emisji i inwestycji zagranicznych w ramach UE i z krajów trzecich, a tym samym zmniejszenie wielkości emisji lokalnych w krajowych portfelach inwestycyjnych. Obecnie obowiązujące rozwiązania w tym zakresie są nadmiernie krępujące. Niska marża w Niemczech stanowi impuls do rozwoju rynków peryferyjnych. Potwierdza to intensywny w ostatnich latach rozwój programów emisyjnych z Australii i Nowej Zelandii, a w Europie listów zastawnych z Czech. Aby polski rynek stał się atrakcyjny dla zagranicznych inwestorów, niezbędne byłoby zwiększenie wolumenów emisji listów zastawnych.
- Poszerzenie kręgu inwestorów o mniejsze kraje. Zmniejszenie kosztu i skrócenie czasu analizy instrumentów z różnych jurysdykcji pozwoliłoby znieść obecną barierę wejścia dla mniej wyrafinowanych i mniejszych inwestorów, która stanowi jednocześnie barierę rozwojową dla mniejszych rynków. Aktualnie wiele małych krajów korzysta z innych jurysdykcji, gdyż możliwość emisji w ramach innego porządku prawnego rozszerza istotnie krąg nabywców[306].
- Zwiększenie zaufania inwestorów przez wymóg wypełnienia takich samych standardów regulacyjnych[307]. Umożliwiłoby to np. spójne traktowanie listów zastawnych jako płynnych aktywów do wyznaczania wskaźnika pokrycia płynności (*LCR*). Wydaje się jednak, że kluczowym wymogiem pozostanie posiadanie oceny co najmniej dwóch wiodących agencji ratingowych.
- Zwiększenie dostępnej puli listów zastawnych dla transakcji z bankami centralnymi (*outright*). Pozwoliłoby to na poprawę efektywności i spójność polityki monetarnej EBC z polityką narodowych banków centralnych. Krajowe banki centralne, powielając mechanizm EBC i skupując listy zastawne, przyczyniłyby się do zwiększenia efektywności emisji i zaufania do rynku przez jego większą stabilizację.

[306] Na przykład wyemitowany przez RCB Czechy w grudniu 2014 roku program 500 mln euro listów zastawnych.

[307] *UCITS, CRR, Solvency II, LCR, BRRD.*

- Zmniejszenie wysokich poziomów nadzabezpieczenia. Z drugiej strony w krajach, gdzie wysokość nadzabezpieczenia wynika bardziej z ryzyka kraju niż z ryzyka portfela czy emitenta, mogłoby to mieć negatywny wpływ na zaufanie inwestorów, prowadząc do zakłóceń w funkcjonowaniu rynku listów zastawnych w danym kraju członkowskim.

Do innych oczekiwanych korzyści integracji ram prawnych listów zastawnych w UE polscy eksperci zaliczyli:

- rozwój rynku na skutek integracji produktu;
- spadek kosztów;
- większą dywersyfikację portfela inwestorów;
- wzrost znaczenia rynków peryferyjnych;
- łatwiejsze podejmowanie decyzji i inwestowanie za granicą[308];
- zrównanie emitentów na rynkach europejskich[309].

W opinii polskich ekspertów wadami ewentualnej większej integracji rynku listów zastawnych w UE mogą być:

- potencjalne błędy wdrożeniowe, które mogłyby osłabić dobrze funkcjonujące rynki;
- potrzeba zmiany dotychczasowych zasad postępowania i konieczność dostosowania praktyki i przepisów do nowych regulacji oraz większa biurokracja;
- konieczny czas na wprowadzenie finalnych ram prawnych i ryzyko braku precyzji pierwszych regulacji;
- mniejsza dostępność dla małych i peryferyjnych rynków;
- brak pewności, czy każdy kraj będzie miał możliwość dostosowania się do zharmonizowanego modelu pod względem wielkości emisji i szczegółowego prawodawstwa (np. prawa mieszkaniowego, upadłościowego itp.);
- kompromisowe rozwiązania szczegółowe mogą powodować, że wdrożone zostanie prawo, z którego nikt nie będzie zadowolony.

Polscy eksperci uważają, że harmonizacja rynku listów zastawnych stanowi duże wyzwanie, w szczególności gdyby miał być realizowany scenariusz bezpośredniego stosowania dyrektywy. Powodowałoby to znaczące ryzyko regulacyjne dla krajów, gdzie rynki te są już precyzyjnie uregulowane, a ewentualne nowe rozwiązania mogłyby spowodować zaburzenie ich dotychczasowego dobrego funkcjonowania. Standaryzacja rynku może też niekorzystnie odbić się na elastyczności oferty, albowiem często dane serie listów zastawnych są adresowane do wąskich grup inwestorów. Wydaje się, iż niezwykle trudno będzie połączyć wiele od lat sprawnie działających systemów, biorąc też pod uwagę ich duży wolumen pozostający w obrocie. Harmonizacja rynku listów zastawnych ma szansę się sprawdzić, przy minimalizacji negatywnych reperkusji rynkowych, jeżeli nie zmieni zasadniczo ram funkcjonowania najbar-

[308] Przez obniżenie wysiłku organizacyjnego i kosztów inwestora (zarówno osoby fizycznej, jak i inwestora profesjonalnego), prowadzące do skrócenia czasu analizy ekonomiczno-prawnej, która obejmuje m.in. sprawdzenie niezbędnych wymagań formalnych i biznesowych.

[309] Co do struktury i sposobu rozliczania listów zastawnych, tak aby wszystkie denominowane w euro listy zastawne kwalifikowały się do skupu przez EBC.

dziej rozwiniętych i najlepiej postrzeganych przez inwestorów rynków (w tym rynku niemieckiego). Poszczególne państwa członkowskie UE wypracowały różne modele emisji listów zastawnych. W każdym z tych modeli aktywa, które stanowią zabezpieczenie listów zastawnych, tworzą odrębną masę upadłościową, służąc w pierwszej kolejności zaspokojeniu zobowiązań wynikających z ich emisji. Rozwiązania te dotąd dobrze się sprawdzają i nie zarejestrowano dotąd ani jednego przypadku upadłości emitenta listów zastawnych. Funkcjonujące modele emisyjne mają wiele cech wspólnych i podlegają doskonaleniu, czego przykład stanowi zmiana ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz prawa upadłościowego i naprawczego w Polsce w roku 2015. Wiele więc zależy od sposobu implementacji proponowanych zmian harmonizujących do porządku prawnego, zarówno na poziomie UE, jak i na szczeblu poszczególnych państw członkowskich. Należy ponadto zwrócić uwagę, że standaryzacja może skutkować zmniejszeniem bazy inwestorów obecnie korzystających z szerokiej palety różnych struktur listów zastawnych[310], co umożliwia zaadresowanie przez emitenta różnych potrzeb inwestorów. Polska dokonała w 2015 roku istotnych zmian w obszarze regulacji dotyczących listów zastawnych, które zniosły główne ograniczenia rozwoju tego rynku. Jeśli nowe regulacje byłyby niespójne z dotychczasową modyfikacją przepisów, to sytuacja taka niewątpliwie mogłaby wstrzymać rozwój bankowości hipotecznej i zaburzyć funkcjonowanie tego rynku w Polsce.

W opinii polskich ekspertów proponowana przez KE ewentualna integracja rynku listów zastawnych prowadzić będzie do nieuniknionych zakłóceń w różnych jurysdykcjach i w związku z tym winna być wdrażana bardzo ostrożnie. W całkowitym jednak rozrachunku długoterminowe korzyści powinny zdecydowanie przeważać nad wadami integracji eurorynku listów zastawnych.

KE zaproponowała dwa scenariusze dalszej konwergencji legislacji listów zastawnych w UE w celu promowania większej integracji i podniesienia standardów rynkowych:

- pośredniej harmonizacji poprzez dobrowolne zachęty do większej konwergencji prawa za pomocą pozalegislacyjnych środków koordynacji[311] oraz zaostrzenie kwalifikowalności aktywów dla zachowania preferencji w zakresie wymogów kapitałowych (*CRR*);
- prawa wspólnotowego poprzez implementację ram prawnych listów zastawnych w UE w różnym zakresie harmonizujących parametry tych instrumentów lub ustawodawstwo zastępujące, co najmniej częściowo, regulacje krajowe albo kompleksową regulację UE stanowiącą alternatywę dla krajowych jurysdykcji.

W opinii polskich ekspertów najlepszym rozwiązaniem byłaby opcja pośredniej harmonizacji z uwagi na jej następujące cechy:

- Realność. Rozwiązanie alternatywne oznaczałoby konieczność wprowadzenia jednolitego prawa wspólnotowego w wielu dziedzinach[312] (w tym dla instytucji wspierających) i z tego powodu trudno by było uzyskać pełną standaryzację.

[310] *Soft bullet, hard bullet, conditional pass-through.*

[311] Rekomendacje *EBA* w zakresie najlepszych praktyk.

[312] Nie tylko w obszarze legislacji listów zastawnych, ale też w ich otoczeniu (np. prawie upadłościowym).

- Właściwość. Nie wymaga ona skomplikowanej, pełnej unifikacji i standaryzacji w sytuacji zróżnicowanego rozwoju rynków listów zastawnych w UE.
- Elastyczność. Rozwiązanie to pozwoliłoby na powstanie paneuropejskiego rynku, a jednocześnie możliwe byłyby w dalszym ciągu emisje oparte o krajowe rozwiązania prawne.
- Fakultatywność. Harmonizacja powinna mieć formę dobrowolnego dostosowania się poszczególnych państw. Umożliwiłoby to wczesne określenie oddziaływania wprowadzanych zmian na poszczególne rynki oraz pozwoliłoby państwom na stopniowe dostosowanie się, w zależności od zaawansowania rozwoju poszczególnych rynków i zakresu oraz charakteru regulacji krajowych[313].

Trudno nie podzielać opinii polskich ekspertów, w szczególności w zakresie długiej listy korzyści integracji i podniesienia standardów rynkowych jednolitego europejskiego rynku listów zastawnych. Nie jest też kwestionowana przewaga korzyści integracji nad ewentualnymi wadami ani preferencja pośredniej implementacji harmonizacji rynków listów zastawnych w UE. Należy jednak dodatkowo podkreślić pozytywny wpływ proponowanych rozwiązań na bezpieczeństwo obrotu i rozwój rynku listów zastawnych, w tym polskiego rynku listów zastawnych, a w efekcie na zwiększenie bezpieczeństwa oraz stabilności europejskiego i polskiego systemu finansowego.

4.2.4. Zagadnienia szczegółowe integracji

Polscy eksperci przychylają się do propozycji KE odnośnie do uproszczenia systemu licencji do jednorazowej autoryzacji wspólnej dla wszystkich emitentów w oparciu o jednolite, wysokie standardy. Mogłyby one być spełnione przez emitentów różnych kategorii, w tym banki specjalistyczne, jeśli znajdą się w krajowym porządku prawnym (jak np. w Polsce). Taka formuła:

- zapewnia wysokie i czytelne standardy, będące gwarancją przejrzystości rynku;
- stanowi prostsze rozwiązanie pozwalające na szybszą weryfikację rynkową;
- umożliwia krótszy proces emisji, sprzyjający zwiększeniu emisji listów zastawnych.

KE i polscy eksperci podzielają pogląd, że istniejące wymogi ostrożnościowe (*CRR* oraz *CRD*) są wystarczającym warunkiem udzielenia licencji na emisję listów zastawnych. Jakkolwiek EBA preferuje model spółki celowej (*SPV*) jako rozwiązanie najprostsze i najbardziej efektywne, a w Polsce istnieje model banków specjalistycznych, to nie występują przeciwwskazania dla wypracowania wspólnych standardów autoryzacyjnych dla różnych emitentów, zakładając dopuszczalność różnych modeli emisyjnych, w tym specjalistycznych banków hipotecznych.

[313] KE mogłaby np. wydać rekomendacje państwom członkowskim wdrożenia do regulacji krajowych przepisów w zakresie obligacji zabezpieczonych na bazie najlepszych praktyk określonych przez Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (*European Banking Authority, EBA*).

Zgodnie z rekomendacją KE polscy eksperci stoją na stanowisku, że nowe ramy prawne powinny nakładać jednolite uprawnienia i obowiązki na krajowe organy nadzorcze i emitentów, ponieważ:

- ujednolicałoby to poziomu nadzoru i dawałoby łatwiejszą możliwość jego weryfikacji;
- uproszczone zostałyby procesy udzielania licencji i kontroli rynku;
- wzrosłoby bezpieczeństwo całego sektora finansowego, a wspólne reguły ustalałyby jednolitą praktykę rynkową;
- rozwiązanie takie byłoby naturalnym rozwinięciem standaryzacji ram prawnych emisji, dając większą rękojmię realizacji wypracowanych ustaleń;
- prowadziłoby to do wzrostu zaufania inwestorów z innych państw niż kraj emitenta, a większe zaufanie do lokalnych mechanizmów nadzorczych skutkowałoby większą efektywnością rynku.

Zdaniem polskich ekspertów wspólne, ogólnoeuropejskie uprawnienia i obowiązki kompetentnych organów nadzoru programów listów zastawnych i emitentów powinny obejmować:

- szczegóły postępowania licencyjnego, obowiązek zatwierdzania regulaminu bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości, funkcjonowanie niezależnego audytora monitorującego zabezpieczenia;
- częstotliwość i zasady określania bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości (celem ujednolicenia podejścia) oraz zarządzania portfelem zabezpieczeń;
- zasady kwalifikowalności i weryfikację wyceny aktywów zabezpieczających, monitoring rejestru zabezpieczeń, sprawdzanie pokrycia zobowiązań emisyjnych zabezpieczeniami objętymi rejestrem zabezpieczeń oraz uprawnienie do prowadzenia okresowych kontroli i inspekcji;
- narzędzia do monitoringu, zasady restrukturyzacji i kontrolowanej upadłości oraz działalność zespołu wierzycieli listów zastawnych.

Polscy eksperci zgodzili się z KE, że w ramach ustanowienia reżimu prawnego monitoringu zabezpieczeń należy nałożyć na emitenta bądź organ nadzorczy wymóg ustanowienia niezależnego audytora monitorowania zabezpieczeń. Przyczyniłoby się to do zwiększenia zaufania inwestorów. W ramach polskich regulacji funkcję tę pełni niezależny powiernik, który odpowiada za wpisy do rejestru listów zastawnych oraz nadzór nad limitami. Raporty z wpisów i wykreśleń przekazuje on w trybie miesięcznym do KNF. Ponadto, zmodyfikowane przepisy o listach zastawnych i bankach hipotecznych, które weszły w życie 1 stycznia 2016 roku, nakładają na powiernika dodatkowe obowiązki. Obejmują one: monitorowanie i przeprowadzanie testów płynności, które mają zapewnić wymagane pokrycie odsetkowe, oraz dokonywanie testów nadzabezpieczenia, których celem jest sprawdzenie, czy zapewniona jest wymagana ilość kapitału. Polskie rozwiązanie wypełnia istotę proponowanego przez KE zalecenia. Niezależny powiernik stanowi gwarancję prawidłowej oceny wierzytelności, z której spłacane są zobowiązania z tytułu listów zastawnych. Dodatkowo zewnętrzny monitoring, realizowany przez niezależny podmiot, zwiększa komfort i bezpieczeństwo inwestorów. Obecnie banki działające w Polsce mają dużą swobodę w zakresie ustalania regulaminów wyceny bankowo-hipotecznej wartości nieru-

chomości, co prowadzi do różnych standardów u różnych emitentów. Rozszerzenie funkcji powiernika w tym obszarze mogłoby doprowadzić do ujednolicenia standardów wyceny.

KE i polscy eksperci uważają, że należy nałożyć wymóg spełnienia przez podmiot lub osobę audytora profesjonalnych kryteriów formalnych, ponieważ:

- rola ta wymaga ściśle określonych kwalifikacji (w tym: wykształcenia prawniczego lub ekonomicznego, praktyki rynkowej i umiejętności wyceny nieruchomości);
- zwiększyłoby to bezpieczeństwo instrumentów i inwestorów poprzez eliminację podmiotów niedających rękojmi przeprowadzenia profesjonalnego audytu.

Zgodnie z rekomendacją KE polscy eksperci są za ustanowieniem odpowiedzialności audytora oraz konkretnego zakresu jego obowiązków w zakresie monitoringu zabezpieczeń. Rozwiązanie to powinno być nakierowane na ocenę i dbałość o wierzytelności tworzące pulę zabezpieczeń i sposób wyceny nieruchomości. Określona lista czynności i minimalnych obowiązków audytora, wraz z nałożoną na niego odpowiedzialnością za jakość wyników pracy, przyczyniłaby się do zwiększenia rękojmi dla inwestorów. Rozwiązanie takie podniosłoby zaufanie do rynku i ułatwiło ocenę emisji z różnych jurysdykcji, a inwestorzy otrzymaliby bardziej porównywalne wyniki audytów.

Polscy eksperci są zdania, że proponowane przez KE wprowadzenie mechanizmu paszportu europejskiego, pozwalające audytorowi na prowadzenie działalności w innych krajach członkowskich, byłoby dobrym rozwiązaniem, ponieważ:

- dawałoby możliwość audytorowi nieskrępowanego świadczenia swoich usług na całym rynku wspólnotowym, wpływając korzystnie na wymianę doświadczeń i swobodne przenoszenie dobrych praktyk w ramach UE;
- mechanizm ten zwiększyłby porównywalność wyników audytu między krajami członkowskimi.

W kwestii, jaki podmiot winien pełnić nadzór nad wydzieloną pulą zabezpieczeń w przypadku bankructwa lub likwidacji emitenta: czy powinien to być bankowy organ nadzorczy, czy instytucja nadzoru upadłościowego, polscy eksperci nie wyrazili jednoznacznego stanowiska. Jednakże pomimo równowagi opinii w zakresie obu rozwiązań funkcję tę powinien pełnić raczej organ nadzoru upadłościowego, tak jak przyjęto w noweli z 2015 roku w polskim prawie upadłościowym i naprawczym w części, która dotyczy banków hipotecznych. Właściwą rolę organu nadzoru upadłościowego, zgodnie z polskim ustawodawstwem, pełni syndyk.

Polsce eksperci zgodzili się z KE, że specjalny administrator wydzielonej puli zabezpieczeń, działający w sytuacji bankructwa lub likwidacji emitenta, powinien być prawnikiem z uprawnieniami syndyka, ponieważ:

- dawałoby to gwarancje odpowiedniego przygotowania takiej osoby do powierzonych zadań;
- zapewniałoby to specjalnemu administratorowi niezbędną znajomość procedur prawnych dla zachowania maksymalnego bezpieczeństwa puli zabezpieczeń, przy minimalizacji ryzyka roszczeń ze strony inwestorów niezabezpieczonych, w wyniku ewentualnych błędów proceduralnych;
- ułatwiałoby to administrowanie i korzystną likwidację puli zabezpieczeń.

Polscy eksperci podzielili stanowisko KE, że specjalny administrator winien być powoływany i ponosić odpowiedzialność przed sądem upadłościowym. Rolę w tym procesie powinna odgrywać stosowna instytucja nadzorcza lub instytucja prowadząca likwidację emitenta (rola opiniotwórcza lub wskazywanie kandydata). Musi istnieć organ sprawujący kontrolę i nadzór nad działaniami specjalnego administratora. Obowiązkiem podstawowym specjalnego administratora winno być działanie w najlepiej pojętym interesie inwestorów, dla pełnego zaspokojenia ich roszczeń z wydzielonej puli zabezpieczeń. Jest to kluczowy element bezpieczeństwa listów zastawnych z punktu widzenia inwestora. Specjalny administrator musi prowadzić działalność zgodnie z zasadą podwójnego regresu, w celu zapewnienia pełnej spłaty zobowiązań wobec inwestorów. Podobnie jak syndyk w polskim ustawodawstwie, specjalny administrator powinien mieć szereg uprawnień adekwatnych i wystarczających do wykonania swojego podstawowego zadania – pełnego zaspokojenia inwestorów. Inaczej wzrosłoby ryzyko roszczeń ze strony wierzycieli niezabezpieczonych. W rozwiązaniach, gdzie prawa krajowe nadają uprawnienia specjalnego administratora syndykowi, rozwiązania prezentowane powyżej winny dotyczyć odpowiednio syndyka.

KE i polscy eksperci zgodnie uważają, że na specjalnego administratora winien być nałożony obowiązek regularnego raportowania do organu nadzorczego, a jego zakres powinien się pokrywać z raportowaniem emitenta, ponieważ:

- zwiększona byłaby spójność danych i przejrzystość procesu nadzoru;
- zapewniałoby to stałość kontroli i nadzoru nad działaniem specjalnego administratora;
- zachowana byłaby ciągłość nadzoru, szczególnie ważna w sytuacji problemowej emitenta;
- syndyk, wchodząc we wcześniejszą rolę emitenta, ma doprowadzić do spłaty wyemitowanych listów zastawnych ze środków uzyskanych z puli wydzielonych aktywów zabezpieczających;
- lepsza byłaby wymiana informacji między zaangażowanymi stronami w sytuacji bankructwa lub likwidacji emitenta, zwiększającej ryzyko zawirowań na rynku finansowym.

Podobnie jak KE, polscy eksperci uważają, że mieszkaniowe i komercyjne hipoteczne kredyty, które obarczone są wyższym ryzykiem[314], mogą wchodzić w skład puli zabezpieczeń, nawet jeśli empirycznie potwierdzona jest ich gorsza spłacalność. Dopuszczenie tej kategorii aktywów hipotecznych stymuluje rozwój działalności hipotecznej oraz przyczynia się do dywersyfikacji puli zabezpieczeń. Kredyty hipoteczne o wyższym ryzyku strukturalnym mogłyby kwalifikować się do puli zabezpieczeń, jeżeli spełniałyby następujące warunki:

- pełnej informacji dla inwestorów w zakresie struktury puli aktywów zabezpieczających, a wymóg zabezpieczeń byłby dostosowany do aktywów tego typu – z uwzględnieniem wskaźnika kredytu do wartości zabezpieczenia

[314] Na przykład finansujące mieszkania na wynajem, drugi dom lub mieszkanie czy kredyty dla deweloperów.

(*LTV*) i wysokości nadzabezpieczenia, z ograniczeniem maksymalnego udziału w puli zabezpieczeń tego typu aktywów;
- transparentnego udziału tej klasy aktywów dla inwestora, mającego swoje odzwierciedlenie w ocenie ratingowej i/lub wyższym poziomie zabezpieczenia;
- ograniczonego udziału i wolumen tych aktywów w puli zabezpieczeń;
- dostosowania zasad wyceny bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości, uwzględniających wyższe ryzyko tej klasy aktywów;
- bez względu na typ nieruchomości, wpisu hipoteki na pierwszym miejscu do księgi wieczystej, różnicując ewentualnie dodatkowo maksymalny poziom finansowania[315].

Alternatywnie mogą istnieć rozwiązania prawne polegające na strukturyzowaniu bardziej ryzykownych kredytów mieszkaniowych i komercyjnych w ramach osobnych puli zabezpieczeń (aby nie mieszać różnych klas i jakości aktywów).

W odróżnieniu od stanowiska KE w opinii polskich ekspertów nowe ramy prawne listów zastawnych nie powinny umożliwiać włączenia do puli zabezpieczeń hipotecznych takich aktywów, jak statki, samoloty oraz kredyty dla małych i średnich przedsiębiorstw, ponieważ:

- powinna zostać zachowana jednorodność i standaryzacja portfela kredytów stanowiących zabezpieczenie emisji listów zastawnych;
- wymienione wyżej grupy aktywów mają inne parametry ryzyka niż nieruchomości;
- powyższe aktywa stanowią odrębną klasę aktywów względem nieruchomości i powinny w związku z tym być podstawą emisji odrębnych instrumentów;
- polskie regulacje nie dopuszczają takiej struktury zabezpieczeń, a w krajach takich jak Niemcy czy Luksemburg, gdzie są dopuszczone, skala ich emisji jest marginalna.

Opinia polskich ekspertów na temat możliwości wydzielenia kategorii kredytów pierwszorzędnych finansujących małe i średnie przedsiębiorstwa, które mogłyby zostać zakwalifikowane do puli zabezpieczeń, była podzielona. Z jednej strony można przywołać argumenty za tą propozycją: istnieje możliwość wydzielenia tego typu pierwszorzędnych aktywów pod względem wewnętrznych ratingów, przeznaczenia czy wielkości, a dodatkowo można by określić maksymalny udział tych kredytów w puli zabezpieczeń.

Z drugiej zaś strony są to bardziej ryzykowne aktywa niż mieszkaniowe kredyty hipoteczne i inaczej zabezpieczone. Nawet jeżeli można wydzielić z nich kategorię o najwyższej jakości i dokonać emisji instrumentów o profilu zbliżonym do listów zastawnych, to nie powinny one nosić tej nazwy. Przy założeniu, że konsultacja KE odnosi się do ogółu kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw (nie tylko do zabezpieczonych hipotecznie), nie można się zgodzić z ich uznaniem jako podsta-

[315] Na przykład w Polsce nieruchomości mieszkalne mogą być finansowane za pomocą listów zastawnych do 80% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości, a nieruchomości komercyjne jedynie do 60%.

wy emisji listów zastawnych. Rozważyć więc należałoby ustanowienie odrębnej puli zabezpieczeń dla dedykowanego instrumentu funkcjonującego pod inną nazwą handlową dla finansowania kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw (SME). Zdaniem autora aktywa inne niż kredyty hipoteczne, w tym kredyty dla SME, nie powinny stanowić zabezpieczenia dla emisji listów zastawnych z uwagi na odmienny profil ryzyka – mogłoby to doprowadzić do utraty wysokiej jakości kredytowej przez tę klasę instrumentów.

Polscy eksperci nie podzielają stanowiska KE w sprawie mieszanych puli zabezpieczeń[316] (nawet z określonymi limitami udziału) – i uważają, że nie powinny one zostać dopuszczone, ponieważ:

- trudno byłoby zapewnić wysoką jakość puli zabezpieczeń, a inwestorowi trudno byłoby ocenić ryzyko;
- powinna być zachowana jednorodność i standaryzacja puli zabezpieczeń;
- list zastawny zasadza się na idei homogeniczności aktywów zabezpieczających, której aktywa mieszane nie spełniają, co oznacza zmniejszenie transparentności instrumentu, gorszą porównywalność, a w końcu trudność wyceny i znalezienia inwestorów;
- jednorodność aktywów zabezpieczających zwiększa przejrzystość emitowanych na tej bazie instrumentów, a poprawy ich bezpieczeństwa należałoby raczej szukać w dywersyfikacji w ramach jednej klasy aktywów, zamiast dywersyfikować różne klasy aktywów;
- pule zabezpieczeń winny być jednorodne i nie powinny obejmować tak różnych zabezpieczeń, choćby z powodu innego profilu ryzyka i ewentualnych problemów np. ze zbyciem zabezpieczeń w innych krajach;
- mieszanka aktywów wykracza poza kategorię zabezpieczeń i profil ryzyka listu zastawnego;
- dla mieszanych grup aktywów powinno się tworzyć osobne pule zabezpieczeń;
- aby uzyskać taką mieszankę aktywów, inwestorzy mogą w swoim portfelu łączyć listy zastawne i aktywa sekurytyzowane, a bank hipoteczny emitujący instrumenty o takim profilu przestałby być jednostką specjalistyczną.

W opinii KE i polskich ekspertów należy ustanowić obowiązkowy minimalny poziom nadzabezpieczenia uzależniony od klasy i ryzyka puli zabezpieczeń oraz rodzajów listów zastawnych, z możliwością jego podniesienia w ramach krajowej legislacji. Kalibracja wysokości nadzabezpieczenia powinna uwzględniać wskaźnik *LTV* i wymaga dodatkowych analiz o charakterze ilościowym w poszczególnych krajach członkowskich. Agencje ratingowe wymagają określonego minimalnego nadzabezpieczenia zgodnie z ich tabelami ratingu. Od stycznia 2016 roku nadzabezpieczenie w Polsce wynosi 10% i jest to jeden z najwyższych poziomów wśród normujących

[316] Obejmujących np. kredyty hipoteczne czy kredyty dla sektora publicznego w innych krajach albo kredyty dla instytucji finansowych i firm inwestycyjnych.

to legislacji. Wielkość ta mogłaby być poziomem wyjściowym do dyskusji w UE na temat opracowywania jednolitych zaleceń[317].

Inaczej niż KE, polscy eksperci uważają natomiast, że dopuszczalny maksymalny poziom nadzabezpieczenia nie powinien być ograniczany, ponieważ:

- swobodne ustalanie maksymalnej wielkości tego parametru umożliwia emitentowi elastyczność w czasie kryzysu, gdy zmniejsza się zaufanie inwestorów, a tym samym popyt na listy zastawne;
- emitent dostosowuje poziom nadzabezpieczenia do oczekiwanego ratingu;
- pozwala emitentowi zarządzać kosztem pozyskiwanego kapitału, w kontekście poziomu *LTV*;
- wyższe nadzabezpieczenie jest pożądane przez agencje ratingowe i inwestorów;
- zagadnienie to powinien regulować rynek, chociaż nadmiernie wysokie nadzabezpiecznie, będąc czynnikiem kosztowym, może negatywnie wpływać na rozwój rynku.

Ponadto, jak podkreślają polscy eksperci, nie należy narzucać dopuszczalnego maksymalnego poziomu nadzabezpieczenia w tych krajach, gdzie listy zastawne emitują banki specjalistyczne. Nie pojawia się tam w związku z tym problem ochrony wierzycieli niezabezpieczonych w sytuacji upadłości emitenta. W krajach, gdzie listy zastawne emitują banki uniwersalne, poziom i zasady nadzabezpieczenia mogłyby być określane na poziomie jurysdykcji danego państwa członkowskiego. W Polsce tylko banki hipoteczne są uprawnione do emisji listów zastawnych, w związku z czym nie występuje problem nadmiernego obciążenia pozostałych aktywów, jak ma to miejsce w innych krajach o odmiennym modelu emisyjnym i innych uwarunkowaniach prawnych.

KE i polscy eksperci stoją na stanowisku, że emitenci winni utrzymywać zawsze bufor płynności na ewentualność sytuacji kryzysowych, tak aby minimalizować ryzyko płynności puli zabezpieczeń[318], ponieważ:

- ryzyko takie powstaje z powodu braku dopasowania przepływów pasywów i aktywów, uzewnętrzniając się szczególnie w sytuacji upadłości banku lub braku spłaty listu zastawnego;
- bufor płynności jest potrzebny do spełnienia norm płynnościowych i kapitałowych;
- taki wymóg narzucają agencje dla nadania odpowiednio bezpiecznego ratingu.

Celem bufora płynności jest zabezpieczenie terminowej spłaty zobowiązań z tytułu listów zastawnych, także w sytuacji upadłości emitenta. Polskie rozwiązanie w tym zakresie nakłada na banki hipoteczne obowiązek utrzymywania nadwyżki środków o wartości nie mniejszej niż łączna wartość odsetek od pozostających w obrocie listów

[317] Na przykład minimum 10% dla hipotecznych listów zastawnych, a 3% dla publicznych listów zastawnych.

[318] Spowodowane niedopasowaniem stóp procentowych, walutowym lub z tytułu ryzyka operacyjnego, prawnego lub podatkowego.

zastawnych, które przypadają do wypłaty w czasie najbliższych 6 miesięcy. Kalibracja wielkości bufora płynności musi odzwierciedlać działalność i strukturę danego banku, tak aby zminimalizować następstwa ewentualnych przeszkód w skorzystaniu z aktywów będących w buforze. Mogą one mieć charakter: prawny, regulacyjny lub operacyjny. Wielkość bufora płynności powinna wyznaczać kwota umożliwiająca pokrycie skumulowanych wypływów netto z programu listów zastawnych w danym okresie czasu. Wielkość ta uzależniona jest od charakterystyki indywidualnej emisji[319]. Polscy eksperci uważają, że bufor płynności w UE mógłby zostać uregulowany na bazie polskich rozwiązań, tak aby wynosił nie mniej niż łączna wartość odsetek od pozostających w obrocie listów zastawnych, które przypadają do wypłaty w czasie najbliższych 6 miesięcy.

W opinii polskich ekspertów kwalifikacja aktywów płynnych i ich substytutów powinna opierać się na następujących kryteriach:

- aktywa te powinny mieć charakter absolutnie pierwszorzędny, o niskim profilu ryzyka i być maksymalnie płynne, tak aby ewentualne trudności emitenta nie były przeszkodą w ich zbyciu;
- powinny one być ekwiwalentem gotówki bądź krótkoterminowych papierów dłużnych[320];
- stanowić je powinny gotówka i aktywa, uznane jako zabezpieczenie przez bank centralny i wysoce płynne na prywatnych rynkach;
- powinny posiadać przejrzysty rynek wtórny i wysoki rating;
- powinny być zgodne z definicją aktywów płynnych według *CRD IV, LCR* i *NSFR*.

Obowiązujące obecnie i proponowane przez organizacje branżowe formaty i zakresy raportowania[321] dla inwestorów w listy zastawne obejmują następujący pakiet danych:

- informacje na temat emitenta oraz emitowanych listów zastawnych;
- dane wynikające z wymogów informacyjnych prospektu emisyjnego dla emisji publicznych[322];
- kwartalne informacje o ryzyku kredytowym, rynkowym i ryzyku płynności (zgodnie z rekomendacją *EBA*);
- preferencyjne wagi ryzyka określone dla inwestycji w listy zastawne (zgodnie z *CRR*), wycena puli zabezpieczeń i wartość wyemitowanych listów zastaw-

[319] Na przykład dłuższy okres odsetkowy i większe płatności winny przekładać się na dłuższy i większy bufor płynności.

[320] Gotówka, wartości ulokowane w banku centralnym lub w papierach wartościowych gwarantowanych lub wyemitowane przez: Europejski Bank Centralny, Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, rządy i banki centralne krajów członkowskich, z wyłączeniem krajów w restrukturyzacji lub które zakończyły restrukturyzację w określonym przedziale czasu.

[321] *International Capital Markets Association's Reporting Template, ECBC's National Transparency Templates* oraz *ECBC's Common Harmonised Template.*

[322] *Prospectus Directive and Regulation*. Należy jednak zauważyć, ze istotna część listów zastawnych plasowana jest prywatnie.

nych, rozproszenie geograficzne emisji, rodzaj aktywów zabezpieczających, wielkość programu, ryzyko stopy procentowej i ryzyko kursowe, terminy zapadalności listów zastawnych i aktywów zabezpieczających oraz udział kredytów przeterminowanych powyżej 90 dni.

W ocenie KE i polskich ekspertów określony wyżej zakres raportowania zapewnia wystarczającą szczegółowość informacji dla inwestora. Informacje te zawarte są w raporcie puli zabezpieczeń (*Cover Pool Report*), który przyjęty jest przez rynek jako standardowy zestaw danych. W trakcie spotkań z inwestorami (*roadshow*) mogą oni zawsze zadać dodatkowe pytania i taka formuła informacyjna w pełni się sprawdza. Ponadto jeżeli emitent jest spółką publiczną, to dodatkowo podlega reżimowi informacyjnemu jak każda spółka giełdowa, także w przedmiocie publikacji sprawozdań finansowych. Według polskich ekspertów informacje dla inwestorów powinny być dostarczane przez emitentów listów zastawnych w okresach kwartalnych.

Podzielając generalnie stanowisko polskich ekspertów w zakresie szczegółowych propozycji KE, w sytuacji kiedy ich stanowisko nie było jednoznaczne, przyjmowano jedną opinię, z przywołaniem stosownego uzasadnienia. Propozycje KE w znakomitej większości znalazły zrozumienie i poparcie polskich ekspertów, z wyjątkiem kwestii ograniczenia nadzabezpieczenia i zmniejszenia jednorodności puli zabezpieczeń o inne aktywa niż kredyty hipoteczne (statki, samoloty, *SME* i aktywa mieszane). W tej kwestii przyjęto konserwatywne stanowisko utrzymania wysokiej jakości listów zastawnych, która implikuje zachowanie wysokiego bezpieczeństwa systemu finansowego.

Podsumowanie

W niniejszym rozdziale przedstawiono genezę konsultacji oraz propozycje KE w zakresie harmonizacji eurorynku listów zastawnych. Rekomendacje KE oparte zostały o najlepsze praktyki nadzoru europejskiego. Mają one istotny wpływ na polski rynek listów zastawnych i jego rozwój, a tym samym na stabilność polskiego systemu finansowego. Zaprezentowane tu badanie autora miało na celu wypracowanie stanowiska polskich ekspertów, reprezentujących przedstawicieli wszystkich grup interesariuszy polskiego rynku listów zastawnych, w sprawie propozycji KE. Obejmowały one opinię o stanie rynku oraz propozycje kierunkowe i szczegółowe potencjalnej harmonizacji europejskiego rynku listów zastawnych. Opracowane stanowisko zawiera ocenę korzyści i zagrożeń dla polskiego rynku listów zastawnych. W rozdziale przedstawiono również opinie autora na temat zagadnień będących przedmiotem konsultacji KE. W wyniku przeprowadzonego badania uzyskano stosunkowo jednorodną opinię polskich ekspertów na większość wybranych przez autora pytań konsultacyjnych.

Eksperci zgodzili się z głównymi opiniami przestawionymi przez KE na temat stanu rynku listów zastawnych, a w szczególności na temat jego fragmentacji na rynki główne i peryferyjne, inaczej co prawda rozkładając akcenty co do jego głównych przyczyn. W opinii KE były one przede wszystkim skutkiem niejednorodnych syste-

mów prawnych, podczas gdy autor i polscy eksperci stoją na stanowisku, że były one głównie pochodną jakości kredytowej państw emitentów.

Stanowisko polskie tożsame jest ze stanowiskiem KE w zakresie istotnych korzyści wynikających ze zwiększonej harmonizacji rynku listów zastawnych w UE. W zgodnej opinii przeważają one nad wadami i zagrożeniami wynikającymi z potencjalnej implementacji jednolitego rynku dla tego instrumentu. W uzupełnieniu stanowiska polskich ekspertów autor podkreślił dodatkowo rolę rozwoju listów zastawnych dla poprawy stabilności europejskiego i polskiego systemu finansowego. Opowiedziano się za pośrednią harmonizacją rynku opartą na najlepszych praktykach rynkowych.

W warstwie rozwiązań szczegółowych rekomendowanej harmonizacji wsparte zostało rozwiązanie i mechanizmy stanowiące o przewadze listów zastawnych nad innymi instrumentami. W odróżnieniu od rekomendacji KE autor i polscy eksperci opowiedzieli się za zachowaniem homogeniczności puli zabezpieczeń opartej wyłącznie o aktywa hipoteczne oraz za brakiem ograniczenia wysokości nadzabezpieczenia. Atrybuty te stwarzają lepsze warunki dla bezpiecznego obrotu i rozwoju bankowości hipotecznej i listów zastawnych w Polsce, co będzie się przekładało na wzmocnienie bezpieczeństwa i stabilności europejskiego i polskiego systemu finansowego.

Zakończenie

W ramach niniejszej publikacji dokonano oceny możliwości wykorzystania listów zastawnych do zwiększenia stabilności polskiego systemu finansowego oraz dokonano weryfikacji hipotezy, że „wzrost udziału listów zastawnych w finansowaniu polskiego sektora bankowego zmniejsza strukturalną lukę płynności". Przeprowadzone badania teoretyczne i empiryczne nie dały przesłanek do odrzucenia tej hipotezy. Warto w tym miejscu dodać, że wzrost udziału listów zastawnych w finansowaniu aktywów długoterminowych nie jest jedynym narzędziem, które można wykorzystać do zmniejszenia strukturalnej luki płynności. W opinii autora stanowią one jednak najlepsze ku temu narzędzie z uwagi na ich wysoką jakość i długą nienaganną historię kredytową oraz relatywnie niski koszt pozyskania finansowania.

W kolejnych rozdziałach usystematyzowano odpowiednio: pojęcie stabilności systemu finansowego i pojęcie listów zastawnych, wskazując na problem strukturalnej luki płynności polskiego systemu finansowego, która zgodnie z przyjętą przez autora hipotezą badawczą może być ograniczona za pomocą listów zastawnych. Następnie przedstawiono rynek listów zastawnych i przeanalizowano ich oddziaływanie na poprawę stabilności systemu finansowego. Autor przedstawił swoją ocenę perspektyw rozwoju polskiego rynku listów zastawnych i w konsekwencji zwiększenia stabilności polskiego systemu finansowego.

W pracy przytoczono szereg argumentów wspierających postawione hipotezy pomocnicze, a autor nie dotarł do opinii ani materiałów, które by je sfalsyfikowały:

- „List zastawny zapewnia bezpieczeństwo dla inwestora, szczególnie pożądane w okresie kryzysu finansowego, a dla emitenta stanowi stabilne, długoterminowe źródło finansowania". Listy zastawne są instrumentami finansowania długoterminowego o bardzo dobrej historii kredytowej na przestrzeni całego okresu funkcjonowania przez ponad 200 lat. Ich rynek rozwinął się szczególnie w trakcie obecnego kryzysu finansowego, osiągając dominującą pozycję wśród prywatnych instrumentów dłużnych. W tym samym czasie rynek innych instrumentów dłużnych istotnie się zmniejszył, momentami całkowicie tracąc płynność, którą przywracano właśnie za pomocą listów zastawnych. Potwierdzeniem wysokiej jakości i płynności listów zastawnych są: preferencyjne traktowanie tych instrumentów w ramach ostrożnościowych regulacji europejskich (*CRR, LCR, Solvency II, UCITS*), wyłączenie z procedury restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*BRRD*), kolejne programy skupu EBC (*CBPP1, CBPP2* i *CBPP3*), niższa rentowność od rentowności odpowiednich obligacji rządowych dla krajów członkowskich borykających się z kryzysem płynności.
- „Do rozwoju rynku listów zastawnych przyczyniłoby się zwiększenie ich atrakcyjności dla inwestorów oraz usunięcie barier dla transferu portfela kredytowego z banków uniwersalnych do banków hipotecznych". Badania literatury oraz w szczególności dane empiryczne potwierdziły słaby rozwój polskiego rynku listów zastawnych w ciągu blisko dekady od uchwalenia ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych w roku 1997. Był to okres, w którym eurorynek listów zastawnych przeżywał swój dynamiczny rozwój. Słaby roz-

wój polskiego rynku tych instrumentów był wynikiem barier ekonomiczno-prawnych, utrudniających przenoszenie portfela kredytowego z banków uniwersalnych do banków hipotecznych oraz obniżających ich atrakcyjność dla potencjalnych inwestorów. Obejmowały one: limity emitenta w OFE, podatek u źródła, procedurę postępowania upadłościowego banku hipotecznego, limit refinansowania kredytów hipotecznych listami zastawnymi, koszty uzyskania przychodu i VAT od nabytych wierzytelności oraz opłaty na rzecz BFG i fundusz ochrony środków gwarantowanych. Słabości polskiego rynku listów zastawnych zostały zaadresowane w pakiecie ustaw nowelizujących przyjętych w roku 2015, które weszły w życie 1 stycznia 2016 roku. Z kolei uchwalona w roku 2016 ustawa o podatku bankowym w swym obecnym kształcie stanowi przykład niedocenienia listów zastawnych. W swej istocie blokuje ona rozwój banków hipotecznych i listów zastawnych poprzez ustanowienie podatku od aktywów, co dla opartej o duże wolumeny i niską rentowność działalność banków hipotecznych skazuje je na strukturalną niedochodowość.

- „Wzrost stabilności polskiego sektora bankowego prowadziłaby do wzrostu stabilności polskiego systemu finansowego". Sektor bankowy jest głównym elementem systemu finansowego, tak więc poprawa jego stabilności ma kluczowe znaczenie z punktu widzenia stabilności systemu finansowego jako całości, także w Polsce, gdzie występuje kontynentalny – bankowy model systemu finansowego. Badania empiryczne dowodzą także, że stabilność finansowa wspiera rozwój gospodarczy, a jej brak, a w szczególności skrajna niestabilność, która prowadzi do kryzysu finansowego, powoduje zakłócenia gospodarcze i nierównowagi budżetowe, które skutkują zaburzeniami w tkance społecznej. Mimo braku jednoznacznego, ilościowego miernika poziomu stabilności finansowej należy dążyć do zachowania stabilności systemu finansowego, co sprzyja rozwojowi gospodarczemu i dobrobytowi społecznemu, poprzez zapobieganie powstawaniu i rozwojowi procesów kryzysowych.

Na zakończenie publikacji zaprezentowano wyniki badania przeprowadzonego metodą ekspertyzy grupowej, mającego na celu wypracowanie stanowiska polskich ekspertów w zakresie przedstawionych przez KE propozycji kierunkowych i rozwiązań szczegółowych harmonizacji europejskiego rynku listów zastawnych. Badaniem objęto reprezentatywną próbę wszystkich interesariuszy polskiego rynku. Dokonana została ocena zagrożeń i korzyści dla rozwoju polskiego rynku listów zastawnych, a tym samym dla poprawy stabilności polskiego systemu finansowego. W wyniku przeprowadzonego badania uzyskano stosunkowo jednoznaczną odpowiedź na większość wybranych przez autora pytań konsultacyjnych. Zgodzono się z głównymi opiniami przestawionymi przez KE na temat stanu rynku listów zastawnych, a w szczególności na temat jego fragmentacji na rynki główne i peryferyjne, niezależnie od różnicy poglądów na temat jej głównej przyczyny. W opinii KE jest nią różnica rozwiązań prawnych, podczas gdy w opinii autora i polskich ekspertów jest ona skutkiem zmiany postrzegania przez inwestorów ryzyka krajów emisyjnych. Efektem fragmentacji jest rozwarstwienie marż, które jest również niekorzystne dla polskich emitentów, co skutkuje wyższym kosztem finansowania. Polskie stanowisko zgodne

jest ze stanowiskiem KE w zakresie istotnych korzyści wynikających ze zwiększonej harmonizacji rynku listów zastawnych w UE, które przeważają nad wadami i zagrożeniami wynikającymi z potencjalnej implementacji jednolitego rynku dla tego instrumentu. Autor i polscy eksperci opowiedzieli się za formułą pośredniej harmonizacji rynku opartej o zalecenia w zakresie najlepszych praktyk rynkowych. W warstwie rozwiązań szczegółowych rekomendowanej przez KE harmonizacji wsparte zostały rozwiązania i mechanizmy stanowiące o przewadze listów zastawnych nad innymi instrumentami, które przyczyniają się do dalszego rozwoju rynku listów zastawnych, a tym samym do większego bezpieczeństwa i stabilności polskiego systemu finansowego. Odrzucono natomiast rozwiązania, które prowadziłyby do obniżenia bezpieczeństwa i jakości listów zastawnych, jak ograniczenie nadzabezpieczenia czy rozmycie jednorodności hipotecznej puli zabezpieczeń, które mogłyby mieć w efekcie negatywny wpływ na stabilność polskiego systemu finansowego.

W opracowaniu zrealizowano następujące cele szczegółowe:

- dokonano oceny bieżącego poziomu stabilności polskiego systemu finansowego i występujących kluczowych ryzyk systemowych, w tym w szczególności niedopasowania terminów aktywów i pasywów oraz wynikającej stąd strukturalnej luki płynności;
- usystematyzowano wiedzę z zakresu listów zastawnych w Polsce i na eurorynku oraz przedstawiono rozwiązania strukturalne w zakresie tych instrumentów, decydujące o ich wysokim ratingu;
- zidentyfikowano bariery rozwoju polskiego rynku listów zastawnych;
- dokonano analizy europejskiego i polskiego rynku listów zastawnych z perspektywy emitenta i inwestora oraz głównych sił determinujących jego dalszy rozwój;
- przedstawiono alternatywne instrumenty wobec listów zastawnych przez pryzmat celu, jakim jest podniesienie stabilności systemu finansowego;
- dokonano oceny perspektyw rozwoju polskiego rynku listów zastawnych;
- przedstawiono ideę harmonizacji europejskiego rynku listów zastawnych oraz konsultacji KE dotyczącej tego zagadnienia;
- opracowano stanowisko polskich interesariuszy rynku listów zastawnych wobec propozycji harmonizacji regulacji UE w zakresie listów zastawnych, obejmujące ocenę zagrożeń i korzyści nowych regulacji dla poszczególnych uczestników rynku.

Przedstawiona w pracy ocena możliwości wykorzystania listów zastawnych do zwiększenia stabilności polskiego systemu finansowego, zdaniem autora, uzasadnia trafność sformułowania i potwierdza główną hipotezy pracy, nie pozwalając jej sfalsyfikować, że „wzrost udziału listów zastawnych w finansowaniu polskiego sektora bankowego zmniejsza strukturalną lukę płynności".

Spis rysunków

1. Powiązania i struktura systemu finansowego 11
2. Relacja między stabilnym systemem finansowym a wzrostem gospodarczym 14
3. Globalna dynamika wzrostu aktywów finansowych w latach 1970–2000 17
4. Wartość fuzji i przejęć w sektorze finansowym w stosunku do PKB w latach 1990–1999 (w %) 17
5. Mechanizm transmisji zaburzeń 27
6. Schemat sieci bezpieczeństwa finansowego 34
7. Instrument dekapitalizacji w procesie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji 39
8. Aktywa sektora bankowego w stosunku do PKB w UE w roku 2014 (w %) 41
9. Struktura bilansu systemu bankowego w Polsce na 31.12.2015 51
10. Rynek listów zastawnych w wybranych krajach UE w latach 2006–2015 (w mld EUR) . . . 52
11. Finansowanie kredytów hipotecznych za pomocą listów zastawnych w wybranych krajach UE w roku 2014 52
12. Spirala makrofinansowa restrukturyzacji kredytów frankowych 54
13. Miejsce listów zastawnych w systemie finansowym 66
14. Korzyści listów zastawnych 68
15. Kapitalizacja rynku listów zastawnych na świecie w latach 2006–2015 (w mld EUR) 69
16. Dynamika legislacyjna listów zastawnych na świecie w latach 1995–2015 73
17. Należności sektora bankowego w Polsce z mieszkaniowych kredytów hipotecznych w latach 2008–2015 (w mld PLN) 86
18. Nowe hipoteczne kredyty mieszkaniowe w Polsce w latach 2008–2015 (w mld PLN) 86
19. Struktura walutowa nowej sprzedaży hipotecznych kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2008–2015 87
20. Wskaźnik LTV nowej sprzedaży hipotecznych kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2008–2015 87
21. Okres spłaty nowych hipotecznych kredytów mieszkaniowych w Polsce w latach 2008–2015 88
22. Stosunek hipotecznych kredytów mieszkaniowych do PKB w Polsce w latach 2008–2014 88
23. Stosunek hipotecznych kredytów mieszkaniowych do PKB w wybranych krajach UE w roku 2014 89
24. Struktura stopy procentowej nowych kredytów hipotecznych w wybranych krajach UE w I kwartale 2016 roku (w %) 90
25. Hipoteczne stopy procentowe w wybranych krajach UE w I kwartale 2016 roku (średnia ważona w %) 90
26. Wibor 3-miesięczny w okresie 09/2015–08/2016 i w latach 2001–2016 (w %) 91
27. Emitenci i rodzaje polskich listów zastawnych wg stanu na 30.06.2016 r. 93
28. Struktura walutowa emisji polskich listów zastawnych wg stanu na 30.06.2016 r. 93
29. Dynamika emisyjna listów zastawnych mBanku Hipotecznego w latach 2013–2016 (w mln PLN) 94
30. Emisje listów zastawnych mBanku Hipotecznego w okresie I kwartał 2015 –II kwartał 2016 (w mln PLN) 94

31. Struktura pierwszej emisji PKO Banku Hipotecznego wg kraju pochodzenia i rodzaju inwestora 95
32. Liczba średnich rocznych pensji brutto za mieszkanie 70 m^2 w roku 2015 98
33. Polska wśród innych gospodarek pod względem dynamiki wzrostu w latach 1991–2013 98
34. Bezrobocie w Polsce w latach 2000–2016 (dane na lipiec danego roku w %) 99
35. Liczebność Polski w latach 1990–2015 (w tys.) 99
36. Struktura inwestorów pierwszej międzynarodowej emisji polskich listów zastawnych . . 101
37. Regulacje listów zastawnych w Europie wg stanu na grudzień 2014 r. 107
38. Rynek pierwotny listów zastawnych i długu niezabezpieczonego w latach 2007–2015 . . 110
39. Udział listów zastawnych w finansowaniu mieszkaniowych kredytów hipotecznych w wybranych krajach europejskich w latach 2003–2014 112
40. Listy zastawne w obrocie wg typu aktywów bazowych w latach 2005–2014 (w mld EUR) 113
41. Średnie poziomy nadsubskrypcji listów zastawnych w latach 2009–2015 117
42. Średnia liczba inwestorów w listy zastawne w latach 2009–2015 117
43. Wpływ *CBPP3* na strukturę popytu na rynku pierwotnym listów zastawnych w latach 2012–2015 118
44. Alokacja geograficzna standardowych emisji listów zastawnych w EUR w latach 2012–2015 119
45. Alokacja standardowych emisji listów zastawnych w EUR wg typu inwestora w latach 2012–2015 120
46. Alokacja krajowa standardowych emisji listów zastawnych w EUR w latach 2014–2015 121
47. Emisja i wykup listów zastawnych o stałej stopie procentowej w USD (w mld) 122
48. Inwestorzy w listy zastawne denominowane w USD w latach 2012–2015 (w %) 124
49. Rentowności 1 do 3-letnich listów zastawnych denominowanych w USD w okresie 01.2014–05.2015 (w pb) 124
50. Standardowe emisje listów zastawnych w GBP w latach 2010–2015 (w %) 125
51. Wielkość rynku listów zastawnych w GBP w latach 2003–2015 (w mld) 125
52. Publiczne programy listów zastawnych w GBP w obrocie w 2015 r. (w %) 126
53. Publiczne i prywatne emisje listów zastawnych w GBP w latach 2003–2015 (w mld) . . . 126
54. Zapadalność i kupon nowych emisji publicznych i prywatnych w GBP w latach 2003–2015 (w %) 127
55. Inwestorzy w listy zastawne denominowane w GBP w roku 2015 (w %) 127
56. Struktura inwestorów w listy zastawne denominowane w GBP wg rodzaju kuponu w 2015 r. (w %) 128
57. Średnie rentowności transakcji zamiany hiszpańskich listów zastawnych i długu rządowego w okresie 06.2013–06.2015 129
58. Różnice stóp zwrotu długu niezabezpieczonego i listów zastawnych z zapadalnością w roku 2017 130
59. Udział eurosystemu w kwalifikowanych programach listów zastawnych w obrocie w okresie 09.2014–09.2016 138

60. Rating hiszpańskich listów zastawnych wobec obligacji rządowych wg Moody's w okresie 07.2009–01.2013 139
61. Zmienność rentowności listów zastawnych i obligacji rządowych 140
62. Płynność generowana z transakcji repo dla instrumentów 7-letnich w Hiszpanii w okresie 06.2012–06.2015. 141
63. Oczekiwana strata puli zabezpieczeń listów zastawnych w wybranych krajach peryferyjnych UE w IV kwartale 2014 r. 142
64. Struktura rynku listów zastawnych i nowe emisje w latach 2003–2014 148
65. Łączna wartość listów zastawnych w obrocie w latach 2003–2013 (w mld EUR) 148
66. Rentowności listów zastawnych na wybranych głównych rynkach europejskich w latach 2006–2015 (w % MTS) 149
67. Struktura geograficzna inwestorów w nowe standardowe emisje na poszczególnych rynkach krajowych 149
68. Rentowność listów zastawnych i obligacji rządowych w okresie 01.2006–03.2015 152
69. Etapy metody delfickiej 161

Spis tabel

1. Kryzys bankowy a utrata PKB 22
2. Funkcje sieci bezpieczeństwa finansowego 35
3. Syntetyczna ocena stabilności polskiego systemu finansowego w II połowie 2015 r. 49
4. Koszty restrukturyzacji kredytów walutowych w wariancie najbardziej prawdopodobnym (scenariusz 4) 56
5. Listy zastawne a papiery wartościowe oparte o aktywa 74
6. Rekomendacje dla rozwoju rynku listów zastawnych w Polsce 82
7. Charakterystyka emisji listów zastawnych mBanku Hipotecznego w okresie 01.01.2015 –30.06.2016 94
8. Relatywny rating nowych polskich listów zastawnych różnych emitentów 96
9. Wartość rynku listów zastawnych w wybranych krajach w roku 2015 (w mln EUR) 105
10. Dyskonto wartości aktywów dla transakcji odkupu w ramach eurosystemu 132
11. Porównanie zalet listów zastawnych i obligacji niezabezpieczonych dla inwestora 136
12. Zalety i wady metody delfickiej 161
13. Statystyka odpowiedzi na pytania konsultacyjne 165

Bibliografia

Aktualności, *Debiut listów zastawnych PKO Banku Hipotecznego na rynku międzynarodowym,* PKO Bank Hipoteczny, 17.10.2016, http://www.pkobh.pl/.

Aktualności, *Listy zastawne PKO Banku Hipotecznego zadebiutowały na giełdzie papierów wartościowych w Luksemburgu*, PKO Bank Hipoteczny, 25.10.2016, http://www.pkobh.pl/.

Alessi L., Detken C., *Identifying Excessive Credit Growth and Leverage*, ECB 2014.

Akimov A., Wijeweera A., Dollery B., *Financial development and economic growth: evidence from transition economies*, Applied Financial Economics, Vol. 19 2009, Issue 12, s. 999–1008, 14 May 2009.

Allen F., Gale D., *Competition and Financial Stability,* Ohio State University Press, „Journal of Money, Credit, and Banking", Vol. 36, No. 3 (June 2004, Part 2).

Allen W.A., Wood G., *Defining and achieving financial stability*, „Journal of Financial Stability", 2.

Arestis P., Chortareas G., Magkonis G., *The financial development and growth nexus: a meta-analysis*, „Journal of Economic Surveys", Volume 29, Issue 3, July 2015, s. 549–565.

Bagehot W., *Lombard Street. A description of the Money Market*, H. S. King, London 1873.

Baka W., *Bankowość europejska*, PWN, Warszawa 2005.

Barua R., Caris A., *USD-denominated covered bond market* [w:] Kälberer W. (red.), *2015 ECBC European Covered Bond Fact Book*, ECBC Publication, 10th Edition, Brussels, August 2015.

Beck T., Levine R., Loayza N., *Finance and the sources of growth*, „Journal of Financial Economics", January 2000, t. 58, No. 1–2.

Bednarczyk T.H., *Czy sektor ubezpieczeniowy kreuje ryzyko systemowe?*, „Studia Oeconomica Posnaniensia", Vol. 1, nr 11/2013.

Begg D., Fisher S., Dornbusch R., *Ekonomia*, przekł. Czarny B., t. 2. PWE, Warszawa 1993.

Beirne J. (ed.), *The impact of the Eurosystem's covered bond purchase programme on the primary and secondary markets,* European Central Bank, Occasional Paper series, No. 122, January 2011.

Bindseil U., *Monetary Policy Operations and the Financial System*, Oxford University Press, Oxford 2014.

Bofinger P., *Monetary Policy. Goals, Institutions, Strategies and Instrumentals*, Oxford Press, Oxford 2001.

Bordo M., Eichengreen B., Klingebiel D., Martinez-Peria M., *Is the crisis problem growing more severe?*, „Economic Policy", April 2001, t. 16, No. 32.

Bordo M.D., *Rules for a lender of last resort: An historical perspective*, „Journal of Economic Dynamics and Control", Vol. 49, December 2014.

Caprio G., Klingebiel D., *Episodes of Systemic and Borderline Financial Crisises*, World Bank, Washington 2003.

Carletti E., Hartmann P., *Competition and Stability. What's Special about Banking?*, ECB 2002.

Carlson M., Mitchener K.J., *Branch Banking, Bank Competition and Financial Stability*, Federal Reserve Board, Washington D.C. 2005.
Chmielewski T., *Pomiar i ocena stabilności finansowej* [w:] Iwanicz-Drozdowska M. (red.), *Stabilność finansowa*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2014.
Ciechocki M., *Członkostwo w euro jako element długofalowej strategii bezpieczeństwa*, Centrum Europejskie Natolin, „Analiza Natolińska" nr 2/2015.
Cihak M., Podpiera R., *Is one watchdog better than three? International experience with integrated sector supervision*, IMF, Working Paper, No. 05/06, 2006.
Claessens S., Codres L., *The Regulatory Responses to the Global Financial Crisis. Some Uncomfortable Questions*, IMF 2014.
Claudel M., Skeet T., *GBP-denominated covered bond market* [w:] Kälberer W. (red.), *2015 ECBC European Covered Bond Fact Book*, ECBC Publication, 10th Edition, Brussels, August 2015.
Commission's Delegated Regulation (EU) 2015/35.
Commission's Delegated Regulation (EU) 2015/61.
Competition Issues in the Financial Sector. Key Findings, Competition Committee, OECD, Paris 2011.
Consultation Document. An EU framework for simple, transparent and standardised securitisation, European Commission, Brussels, 18.02.2015.
Consultation Document. Covered Bonds in the European Union, European Commission, Brussels, 30 September 2015, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/docs/consultation-document_en.pdf.
Costa C., *Who buys covered bonds* [w:] *2015 ECBC European Covered Bond Fact Book*, Kälberer W. (red.), ECBC Publication, 10th Edition, Brussels, August 2015.
Covered Bond Label, https://coveredbondlabel.com/.
Covered Bond Investor Presentation, August 2016, mBank Hipoteczny.
Crockett A., *Why is financial stability a goal of public policy?*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review 1997, No. 4.
Cuocolo L., Miscia V., *The Gentle Revolution of European Banking Regulation: Models and Perspectives in Supervision*, BAFFI Center on International Markets, Money and Regulation, BAFFI Center Research Paper Series No. 2014–164.
Czy i kiedy kraje spoza strefy euro powinny wstąpić do Unii Bankowej? Aktualizacja stanowiska, EKF, http://www.efcongress.com/sites/default/files/rekomendacja_czy_i_kiedy_kraje_spoza_strefy_euro_powinny_wstapic_do_unii_bankowej.pdf.
Daltung S., *The relationship between price stability and financial stability*, Riksbank, „Economic Review" 2001, No. 4.
Davis H., *Managing Financial Crisis*, speech at UK City University, 26 February 2003.
Dawatripont M., Freixas X. (eds.), *The Crisis Aftermatch. New Regulatory Paradigms*, CEPR 2012.
Deca P. i Masiukiewicz, P., *Podatek bankowy*, C.H. Beck, Warszawa, grudzień 2013.
Decyzja Europejskiego Banku Centralnego (UE) 2015/774 z dnia 4 marca 2015 r. https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2015_121_r_0007_pl_txt.pdf.
Dekret z dnia 25 października 1948 r. *o zasadach i trybie likwidacji niektórych instytucji kredytu długoterminowego*, Dz.U. Nr 52 poz. 411.

Dekret z dnia 25 października 1948 r. *o reformie bankowej*, Dz.U. z 1951 nr 36 poz. 279.
Demirgöç-Kunt A., Detragiache E., *The determinants of banking crisis in developed and developing countries*, IMF, Staff Papers, 1998, No. 45.
Drewicz–Tułodziecka A., *Ocena ewentualnych analogii i skutków kryzysu subprime w USA na polskim rynku kredytów hipotecznych*, Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2008.
Drewicz-Tułodziecka A., Stöcker O.M., *Komentarz do Ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych*, Warszawa 2000.
Druga benchmarkowa emisja listów zastawnych Grupy PKO Banku Polskiego, PKO Bank Hipoteczny, czerwiec 2016.
Duisenberg W., *The contribution of the euro financial stability* [w:] *Globalization of Financial Markets and Financial Stability – Challenges for Europe*, Baden-Baden 2001.
Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniającej dyrektywę 2002/87/WE i uchylającej dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE.
Dyrektywa Rady Europy 85/611/EEC z 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), Dz. U. WE L 375/3, 31.12.1985 r., z późn. zmianami.
Dyrektywa 2001/108/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 stycznia 2002 r., Dz. U. WE L 41/35, 13.2.2002 r.
Dyrektywa 2006/49/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych.
Dyrektywa 2006/48/WE w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe.
Dziekoński P., *Nowa Bazylejska Umowa Kapitałowa – konsekwencje dla rynku kredytowego*, „Materiały i Studia", Zeszyt nr 164, Warszawa 2003.
EBA report on EU covered bond frameworks and capital treatment. Response to the Commission's call for advice of December 2013 related to Article 503n of the Regulation (EU) No 575/2013 and to the ESRB Recommendation E on the funding of credit institutions of December 2012 (ESRB 12/2), European Banking Authority, https://www.eba.europa.eu/documents/10180/534414/EBA+Report+on+EU+Covered+Bond+Frame+works+and+Capital+Treatment.pdf.
ECBC Essential Features of Covered Bonds, European Covered Bond Council, http://ecbc.hypo.org/Content/default.asp?PageID=503.
ECBC's Position Paper on Asset Encumbrance and Response to the EBA Consultation Paper on Asset Encumbrance Reporting, Brussels, 24 June 2013, https://www.eba.europa.eu/documents/10180/40063/.
Economic analysis accompanying the consultation paper on covered bonds in the European Union – Appendix, European Commission, Brussels, June 2015, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/docs/consultation-document-annex_en.pdf.

Eichert F., Will F., *Covered bonds vs. other asset classes* [w:] Kälberer W. (red.), *2015 ECBC European Covered Bond Fact Book*, W. ECBC Publication, 10th Edition, Brussels, August 2015.
Encyklopedia Gazety Prawnej, http://www.gazetaprawna.pl/encyklopedia/prawo/hasla/332762,list_zastawny.html
Encyklopedia PWN, http://encyklopedia.pwn.pl/haslo/list-zastawny;3933120.html.
Encyklopedia Zarządzania, https://mfiles.pl/pl/index.php/Listy_zastawne.
Encyklopedia Zarządzania, https://mfiles.pl/pl/index.php/List_hipoteczny.
Encyklopedia Zarządzania, https://mfiles.pl/pl/index.php/Technika_delficka.
Eschenbach F., Schuknecht L., *The fiscal costs of financial instability revisited*, EBC, Working Paper, No. 191, Frankfurt 2002.
European Financial Stability and Integration, European Commission, Brussels, April 2014.
European Mortgage Federation - European Covered Bond Council, http://ecbc.hypo.org/Content/default.asp?PageID=517.
European Oversight Policy Framework, European Central Bank, Frankfurt am M., February 2009.
Europejski Kongres Finansowy, http://www.efcongress.com/pl/o-efc.
Ferran E., *European Banking Union and the EU Single Financial Market: a more differentiated integration, or disintegration?*, University of Cambridge, Faculty of Law Research Paper No. 29/2014, July 2014.
Financial crisises: Characteristic and Indicators of Vulnerability, World Economic Outlook, May 1998, Chapter IV.
Financial Sector Assessment. A Handbook, IMF, September 2005.
Financial Stability Review, European Central Bank, Frankfurt am Main, May 2016.
Fitch Ratings, *Banks' Use of Covered Bonds, 2014 Update*, 12 June 2014, https://www.fitchratings.com/gws/en/search/summary?N=0&Ntk=TEXT_SEARCH&Ntt=covered%20bonds%202014&Ntx=mode%2Bmatchallpartial&Nty=1&Ne=11&flag=true.
Flajterski S., *W sprawie nowej strategii i polityki bezpieczeństwa na rynkach finansowych Unii Europejskiej (synteza)*, referat na konferencję „Polska wobec redefinicji Strategii Lizbońskiej", IBnGR, Polskie Forum Strategii Lizbońskiej, Warszawa, 10 grudnia 2004.
Freixas X., Giannini C., Hoggarth G., Soussa F., *Lender of the last resort. A review of literature*, „Financial Stability Review", Bank of England, November 1999.
Frenkel J., Rose A., *Currency crashes in emerging markets: Empirical indicators*, NBER, 1996.
Galbiati M., Soramäki K., *Clearing networks*, „Journal of Economic Behavior & Organization", Vol. 83, Issue 3, August 2012.
Gąsowska A., *Bankowość hipoteczna*, Poltext, Warszawa 2000.
Gleyze F., *Obligation Foncieres* [w:] *2009 ECBC European Covered Bond Fact Book*, European Mortgage Federation, Brussels, September 2009.
Głuch D., Škovranová L., Stenström M., *Central Bank Involvement in Macroprudential Oversight,* Legal Working Papers Series No. 14/2013.

Goodhart C., *A framework for assessing financial stability?*, „Journal of Banking and Finance" 2005, No. 30.
Gorlecka E.B., *Hipoteczny list zastawny jako instrument finansujący działalność banków hipotecznych w Polsce*, „Zeszyty Naukowe" nr 802 Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, 2009.
Gorlecka E.B., *Ogólna charakterystyka banków hipotecznych i listów zastawnych w prawie polskim*, „Zeszyty Naukowe" nr 725 Akademii Ekonomicznej w Krakowie, 2006.
Grec M., *Podatek bankowy w Polsce – konsekwencje wprowadzonych zmian*, Uniwersytet Gdański, Sopot 2016.
Greenspan A., *Do efficient markets mitigate financial crisis?*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Financial Markets Conference, 1999.
Greenspan A., *Era zawirowań. Krok w nowy wiek*, tłum. Krajewski A., Krzyżanowski T., Radkiewicz J., Skolimowski P., Warszawskie Wydawnictwo Literackie MUZA S.A., Warszawa 2008.
Greenspan A., *Supervision of banking organizations, w Testimony before the subcommittee on capital markets, securities and government sponsored enterprises of the Committee on Banking and Financial Services*, U.S. House of Representatives, 19 March 1997.
Grossmann R., Stöcker O., *Overview of covered bonds* [w:] Kälberer W. (ed.), *2015 ECBC European Covered Bond Fact Book*, ECBC Publication, 10th Edition, Brussels, August 2015.
Haldane A.G., *Banking on the state*, Bank for International Settlements, 2009.
Haldane A., Hall S., Pezzini S., *A new approach to assessing risks to financial stability*, Financial Stability Paper, 2, Bank of England, London, 2007.
Hall M., Nucara A., *United States: EU Competition Law Enforcement Continues To Focus On Financial Services*.
Herapolitańska I., Michalski M., *Hipoteka. Listy zastawne. Obligacje hipoteczne*, Twigger, Warszawa 2001.
Hicks J., *A Theory of Economic History*, Clarendon Press, Oxford 1969.
Hoggarth G., Saporta V., *Cost of banking system instability: Some empirical evidence*, Bank of England, „Financial Stability Review", June 2001.
Hypostat 2015. A review of Europe's mortgage and housing markets, European Mortgage Federation, September 2015.
Informacja w zakresie skutków projektu ustawy o sposobach przywrócenia równości stron niektórych umów kredytu i umów pożyczki. Wpływ na instytucje kredytowe, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2016.
International Swaps and Derrivatives Association, http://www.isda.org/publications/isdacredit-users.aspx.
Issing O., *Monetary and financial stability: Is there a trade-off?*, BIS, Conference on „Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle", 28–29 March 2003.
Iwanicz-Drozdowska M., *Nadzór nad działalnością bankową w Unii Europejskiej,* referat na konferencję „Polska wobec redefinicji Strategii Lizbońskiej", Polskie Forum Strategii Lizbońskiej, IBnGR, Warszawa, 10 grudnia 2004.
Iwanicz-Drozdowska M. (red.), *Restrukturyzacja banków w Unii Europejskiej w czasie globalnego kryzysu finansowego*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2015.

Iwanicz-Drozdowska M. (red.), *Stabilność finansowa*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2014.
Jajuga K. (red.), *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Problemy wiodące,* Wrocław 2011.
Janiak A., Mojak J., *Banki hipoteczne i listy zastawne w świetle prawa polskiego*, WSZiA w Zamościu, Zamość 2004.
Jaworski W., Zawadzka Z. (red.), *Bankowość Podręcznik Akademicki*, Poltext, Warszawa 2001.
Jełowicki M., Kieżuń W., Leoński Z., Ostapczuk B., *Teoria organizacji i zarządzania*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1979.
Jensen P.E., *Danish mortgage lending has withstood the financial crisis*, The European Mortgage Federation, Annual Meeting, 2008.
Kaminsky G., Rainhard C., *The twin crisis: The cause of banking and balance of payment problems*, American Economic Review 1999, No. 89.
Kanigowski K., *Bank Hipoteczny a Rynek Nieruchomości*, Twingger, Warszawa 2001.
Kälberer W. (red.), *2009 ECBC European Covered Bond Fact Book*, ECBC Publication, 4th Edition,. Brussels, September 2009.
Kälberer W. (red.), *2014 ECBC European Covered Bond Fact Book*, ECBC Publication, 9th edition, Brussels September 2014.
Kälberer W. (red.), *2016 ECBC European Covered Bond Fact Book*, ECBC Publication, 11th Edition, Brussels, August 2016.
Kindleberger C., *Szaleństwo, panika, krach. Historia kryzysów finansowych*, przekł. Olejniczak A., WIG-Press, Warszawa 1999.
Kokkoris I., *Competition vs. Financial Stability in the Aftermath of the Crisis in the UK*, „The Antitrust Bulletin", Vol. 59, No. 1, Spring 2014.
Koleśnik J., *Przeregulowanie działalności bankowej w Unii Europejskiej, http://www.ue.katowice.pl/fileadmin/_migratedcontent_uploads/14_J.Kolesnik_Przeregulowanie_dzialalnosci....pdf.*
Komunikat Komisji Nadzoru Finansowego, http://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty/KNF_26_08_2014.html.
Kotowicz A. (red.), *Raport o sytuacji banków w 2015 r.*, Urząd Komisji Nadzoru Bankowego, Warszawa 2016 r.
Krugman P.R, Obstfeld M., *Ekonomia międzynarodowa, Teoria i polityka*, t. 2, PWA, Warszawa 2007.
Labonte M., *Systemically Important or „to Big to Fail" Financial Institutions*, Congressional Research Service, September 2014.
Leijonhufvud A., *Monetary Muddles,* „The Cato Journal", Vol. 35, No. 2, Spring-Summer 2015.
Levine R., *Stock markets, economic development, and capital control liberalization*, Perspective, Investment Company Institute, December 1997.
Lis P., *Rola listów zastawnych we współczesnej bankowości hipotecznej* [w:] Szelągowska A. (red.) *Współczesna bankowość hipoteczna*, Wydawnictwo CeDeWu sp. o.o., Warszawa 2010.

Luintel K.B., Khan M., Leon-Gonzalez R., Li G., *Financial development, structure and growth: New data, method and results*, „Journal of International Financial Markets, Institutions and Money", Vol. 43, s. 95–112, July 2016.
Macroprudential regulation: where central bankers stand depends on how they think, The Conversation, 26 września 2014.
Majczyk J., *Znaczenie megainstytucji finansowych w świetle ryzyka* systemowego, Wydział Zarządzania Uniwersytet Gdański, „Zarządzanie i Finanse", Vol. 4, Issue 1, 2012.
Marcinkowska M., *Dodatkowe podatki i opłaty od banków – potrzeby praktyki i dylematy teorii finansów*, Prace Naukowe UE we Wrocławiu Nr 170.
Martin T.W., *Carlyle, Warburg to Go After Big Three Ratings Firms With DBRS Purchase*, „The Wall Street Journal", 2.03.2015.
Martyniak Z., *Wstęp do inwentyki*, AE w Krakowie, Kraków, 1997.
Materiały VI Kongresu Bankowości Detalicznej, Warszawa 2013.
Materiały VII Kongresu Bankowości Detalicznej, Warszawa 2014.
Materiały Bloomberg.
Materiały BoA Merrill Lynch Global Research.
Materiały Bond Radar LTD.
Materiały Crédit Agricole CIB.
Materiały Dealogic.
Materiały European Commission.
Materiały European Covered Bond Council.
Materiały European Mortgage Federation, http://www.hypo.org/Content/default.asp?PageID=414.
Materiały Europejskiego Banku Centralnego.
Materiały Eurostat.
Materiały HSBC.
Materiały Międzynarodowego Funduszu Walutowego.
Materiały Moody's.
Materiały Narodowego Banku Polskiego, http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/stabilnosc.html.
Materiały Royal Bank of Scotland.
Materiały Société Générale, w tym SG Cross Asset Research/Rates.
Matysek-Jędrych A., *System finansowy – definicja i funkcje*, „Bank i Kredyt", 10/2007.
McElwe M., *Law and regulation for global financial markets: competition law, financial stability and the rules of the game,* „Law and Financial Markets Review", Vol. 4, Issue 5, 2010.
Menkes M., *Reforma systemów nadzoru finansowego UE i USA*, „Zeszyty Naukowe Kolegium Gospodarki Światowej" SGH, Warszawa 5 maja 2011.
Michel N.J, *A Roadmap for Monetary Policy Reforms*, „The Cato Journal", Vol. 35, No. 2, Spring-Summer 2015.
Miklaszewska E., *Deregulacja rynków finansowych a zmiany w strategiach banków komercyjnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 2004.
Milewska K., *Hipoteka i listy zastawne*, „Rzeczpospolita" 1998/150.

Mishkin F., *Anatomy of a financial crisis*, NBER, Working Paper, No. 3934, 1991.
Mishkin F., Matthews K., Giuliodori M., *The Economics of Money, Banking & Financial Markets*, European Edition, Pearson Education Limited, Edinburgh 2013.
Nadolska A., *Granice europeizacji regulacji nadzoru nad rynkiem finansowym UE*, „Zeszyty Prawnicze" BAS nr 3/2015.
Nadolska A., *Komisja Nadzoru Finansowego w nowej instytucjonalnej architekturze europejskiego nadzoru finansowego*, Wolters Kluwer, Warszawa 2014.
Nadolska A., *Stabilność finansowa jako naczelna zasada prawa rynku finansowego UE*, „Monitor Prawa Bankowego", nr 01(50)/2015.
Narzędzie do przekrojowej analizy porównawczej systemów listów zastawnych w 47 krajach europejskich, European Covered Bond Counci, www.ecbc.eu.
Navajas M.C., Thegeya A., *Financial Soundness Indicators and Banking Crises*, International Monetary Fund, IMF Working Paper No. 13/263, December 2013.
Ofiarski Z., *Prawo bankowe*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2008.
Opinia Europejskiego Banku Centralnego o podatku od niektórych instytucji finansowych, CON/2016/1, Europejski Bank Centralny, Frankfurt nad Menem 12 stycznia 2016 r.
Osiński J., *Stabilność finansowa w Polsce – aspekty systemowe*, Polski system bankowy. Stan i perspektywy od A do Z, „Bank i Kredyt" 2006, nr 11–12.
Padoa-Schioppa T., *Central banks and financial stability: exploring the land in between*, „The second ECB Central Banking Conference on the Transformation of the European Financial System", 24–25 October 2002, Frankfurt.
Pawłowicz L., *Stanowisko Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową wobec opodatkowania banków w Polsce,* Bankowy Fundusz Gwarancyjny, „Bezpieczny Bank" nr 4(61)/2015, Warszawa 2015.
Pawłowicz L., *Unia bankowa – sukces czy klęska jednolitego rynku usług finansowych*, „Zarządzanie i Finanse", Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot, lipiec 2013, Vol. 11, Nr 2, część 1.
Petkovski M., Kjosevski J., *Does banking sector development promote economic growth? An empirical analysis for selected countries in Central and South Eastern Europe*, „Economic Research-Ekonomska Istraživanja", Vol. 27, Issue 1, 2014.
Pietrasik A., *Historia i współczesność długoterminowego kredytu hipotecznego w Polsce*, Warszawa 2001.
Pietrasik A., Laskowski A., Historia i współczesność długoterminowego kredytu hipotecznego, Twigger, Warszawa 2001.
Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B., *System finansowy w Polsce*, praca zbiorowa, PWN, Warszawa 2004.
Polijaniuk H., *Systemy gwarantowania depozytów w krajach Unii Europejskiej*, „Bezpieczny Bank" 2000, t. II, nr 4.
Portal Informacyjny, Główny Urząd Statystyczny, http://stat.gov.pl/metainformacje/slownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej/2274,pojecie.html.
Portal Informacyjny, Główny Urząd Statystyczny, http://stat.gov.pl/metainformacje/slownik-pojec/pojecia-stosowane-w-statystyce-publicznej/1639,pojecie.html.

Position paper of the Polish Mortgage Credit Foundation to the European Commission's Consultation Document "Covered Bonds in the European Union", Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 19/12/2015.

Price D.A., *Sifting for SIFI's*, Federal Reserve, Regional Focus, Second Quarter, Richmond 2011.

Projekt Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie zasad opracowywania metod obliczania składek na fundusz gwarancyjny banków wnoszonych przez banki i oddziały banków zagranicznych w oparciu o ryzyko oraz sposobów ich wnoszenia, Warszawa 8 października 2015.

Projekt ustawy o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw, Biuletyn Informacji Publicznej Rządowego Centrum Legislacji, http://legislacja.rcl.gov.pl/lista/1/projekt/199050.

Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on structural measures improving the resilience of EU credit institutions, COM(2014) 43 final, Brussels.

Przybylska-Kapuścińska W., *Bank Centralny i stabilność finansowa – ku nowemu konsensusowi?* [w:] Alińska A. (red.) *Eseje o stabilności finansowej*, Księga Jubileuszowa ku czci prof. B. Pietrzaka, CeDeu, Warszawa 2012.

Raport AMRON-SARFiN. Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości, 4/2015, luty 2016, Związek Banków Polskich.

Raport o stabilności systemu finansowego, informacja dla prasy, Narodowy Bank Polski, Warszawa, 10 lutego 2016 r.

Raport o stabilności systemu finansowego, Narodowy Bank Polski, luty 2016, prezentacja.

Raport z prac Grupy ds. emisji listów zastawnych przez banki, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, 2013.

Raymond H., Bonds issued by Caisse de Refinancement de l'Habitat (CRH) [w:] *2015 ECBC European Covered Bond Fact Book*, European Mortgage Federation, Brussels, September 2009.

Rekomendacje dla zwiększenia bezpieczeństwa polskiego systemu bankowego poprzez rozwój rynku listów zastawnych, Kongres Bankowości Detalicznej, Warszawa 2013.

Rentowność sektora bankowego w Polsce, Raport Deloitte i IBnGR, Kongres Bankowości Detalicznej, listopad 2015.

Report on Consolidation in the Financial Sector, BIS, January 2001.

„Rozmaitości" 1825/35.

„Rozmaitości" 1825/37.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady UE nr 1092/2010 z dn. 24 listopada 2010 r. w sprawie unijnego nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym i ustanowienia Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego, Dz.Urz. UE L 331/2 PL z 15.12.2010.

Rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej z 17 marca 1928 r. o prawie bankowym. Dz.U 1928 nr 34, poz. 321.

Rozporządzenie Rady nr 1024/2013 z dn. 15 października 2013 r. powierzające Europejskiemu Bankowi Centralnemu szczególne zadania w odniesieniu do polityki związanej z nadzorem ostrożnościowym nad instytucjami kredytowymi.

Rozporządzenie UE nr 575/2013 z 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych.

Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2003-2003, NBP, Warszawa 2004.
Rybiński K., *Globalizacja a rynki finansowe*, Seminarium Akademii Ekonomicznej w Krakowie, 20 kwietnia 2006.
Schlichter D.S., *Paper Money Collapse. The Folly of Elastic Money*, Wiley, New Jersey 2014.
Schinasi G.J., *Defining financial stability*, IMF, Working Paper, No. WP/04/187, 2004.
Schinasi G.J., *Safeguarding Financial Stability. Theory and Practice*, IMF, Washington 2005.
Schoenmaker D., *Allocating macroprudential powers*, ESRB, Reports of Advisory Scientific Committee No. 5, November 2014.
Schumpeter J., *Teoria rozwoju gospodarczego*, przekł. Grzywicka J., PWN, Warszawa 1960.
Serwa D., *Larger crisises cost more: impact of banking sector instability on output growth*, MPRA Paper No. 7804, 17 March 2008.
Skrzyński P., *Zastosowanie teorii kolektywnej inteligencji do opisu paradygmatu niewidzialnej ręki rynku*. Akademia Górniczo-Hutnicza, Kraków 2010.
Sławiński A., *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006.
Smaga P., *Istota ryzyka systemowego*, INE PAN, „Studia Ekonomiczne" nr 1 (LXXX)/2014.
Smaga P., *Istota stabilności finansowej*, „Studia i Prace KZiF" SGH nr 124/2013.
Smaga P., *Lekcje z kryzysu finansowego*, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, „Zarządzanie Publiczne", nr 4(26)/2013.
Smaga P., *Wpływ procykliczności na sprawowanie nadzoru makroostrożnościowego*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny" Rok LXXVI, z. 1/2014.
Solarz J.K. , *Bankowość międzynarodowa*, Twigger, Warszawa 2004.
Sołtysiak M., *Rynek listów zastawnych w Polsce i w państwach Unii Europejskiej*, „Humanities and Social Sciences", 2014, tom 19 (XIX) nr 21 (4) 205-216.
Sotomska-Krzysztofik P., Szczepańska O., *Kryzysy finansowe w krajach skandynawskich*, NBP, „Materiały i Studia 2007, nr 216.
Sprawozdanie Zarządu z działalności Grupy BRE Banku SA w 2011 roku, Raport roczny 2011, Grupa BRE Banku SA, Warszawa 2012, http://raportroczny2011.brebank.pl/download/raport/krotka-historia-bre-banku.pdf.
Stanisławiszyn P., *Nadzór makroostrożnościowy w Unii Europejskiej. Jak bardzo potrzebny? Jak bardzo skuteczny?* [w:] Rogowski W. (red.), *Nowe koncepcje i regulacje nadzoru finansowego*, Oficyna Wydawnicza Instytutu Allerhanda, Kraków-Warszawa 2014.
Stanowisko Europejskiego Kongresu Finansowego dotyczące propozycji Komisji Europejskiej „Covered Bonds in the European Union", Europejski Kongres Finansowy, styczeń 2016, http://www.efcongress.com/sites/.
default/files/analizy/stanowisko_ekf_dot._listy_zastawne_pl.pdf dostępne także na stronie Komisji Europejskiej EU Survey, Published results: covered-bonds-2015, https://ec.europa.eu/eusurvey/publication/covered-bonds-2015.
Stanowisko Europejskiego Kongresu Finansowego opracowane we współpracy z Komitetem Nauk o Finansach Polskiej Akademii Nauk dotyczące koncepcji Unii Rynków Kapitałowych przedstawionej przez Komisję Europejską w materiale konsultacyjnym „Green Paper – Building a Capital Markets Union". http://www.efcongress.com/sites/default/files/analizy/stanowisko_ekf_dot._cmu.pdf; http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=COM:2015:63:FIN&from=EN.

Stocker O.M., *Modele covered bonds w Europie: najistotniejsze elementy stosowanych struktur prawnych*, Finansowanie nieruchomości, marzec 2012.
Szambelańczyk J., *Stabilność systemu bankowego a paradygmat bankowości*, „Finanse": czasopismo Komitetu Nauk o Finansach PAN 2010, nr 1(2).
Szambelańczyk J. (red.), *Systemy gwarantowania depozytów w Polsce i na świecie. Dziesięć lat Bankowego Funduszu Gwarancyjnego*, PWE, Warszawa 2005.
Szczepańska O., *Podstawowe przesłanki, założenia i struktura sieci bezpieczeństwa finansowego w świetle teorii i doświadczeń międzynarodowych*, „Bezpieczny Bank" 2005, t. 26, nr 1.
Szczepańska O., *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego, Studium teoretyczno-porównawcze*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2008.
Szczepańska O., Sotomska-Krzysztofik P., Pawliszyn M., *Banki centralne wobec kryzysów w systemie bankowym*, „Materiały i Studia", 2004, nr 179.
Szczepańska O., Sotomska-Krzysztofik P., Pawliszyn M., Pawlikowski A., *Instytucjonalne uwarunkowania stabilności finansowej, na przykładzie wybranych krajów*, NBP, „Materiały i Studia" 2004, nr 173.
Szpringer W., *Prawo i ekonomia stabilności finansowej*, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2015.
Szpringer Z., *Unia Bankowa*, Seria „Infos", nr 3, Kancelaria Sejmu RP, Warszawa 2013.
The consequences of the Single Supervisory Mechanism for Europe's macro-prudential policy framework, ESRB, Reports of Advisory Scientific Committee No. 3, September 2013.
The Costs and Benefits of Integration of EU Mortgage Markets, Report for European Commission, DG – Internal Market and Services, London Economics, August 2005.
Thomson J.B., *On Systemically Important Financial Institutions and Progressive Systemic Mitigation*, Federal Reserve Bank of Cleveland, Policy Discussion Paper, No. 7, September 2009.
Todd W.F., *Money and Banking. A Constitutional Perspective,* „The Cato Journal", Vol. 35, No. 2, Spring-Summer 2015.
Unia rynków kapitałowych: plan działania na rzecz bardziej dynamicznego finansowania przedsiębiorstw i inwestycji, Komunikat prasowy, Komisja Europejska, Bruksela, 30 września 2015, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-5731_pl.htm.
Ustawa o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym z dnia 5 sierpnia 2015 r., Dz.U. 2015, poz. 1513.
Ustawa o Narodowym Banku Polskim z 29 sierpnia 1997 r., Dz.U. z 2013 r. poz. 908, z późn. zm.
Ustawa o podatku od niektórych instytucji finansowych z 15 stycznia 2016, Dz.U. 2016 poz. 68.
Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, Dz.U. 2001, nr 120, poz. 1300, z późn. zm.
Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych, Dz.U. 1997, Nr 140, poz. 940.
Ustawa z dnia 15 kwietnia 2002 r, Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz.U. nr 49, poz. 447, z późn. zm.

Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz. U. 2004, Nr 146, poz. 1546, z późn. zm.

Walley S., *Capital Adequacy and Property Valuation*, European Mortgage Federation, Brussels 2005.

White W., *Are changes in financial structure exceeding safety nets?*, BIS, Working Paper, No. 145.

Will F., *Regulatory issues* [w:] Kälberer W. (red.), *2015 ECBC European Covered Bond Fact Book*, ECBC Publication, 10th Edition, Brussels, August 2015.

Zalecenie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego z dnia 22 grudnia 2011 r. w sprawie mandatu makroostrożnościowego organów krajowych (ERRS/2011/3), Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej 2012/C 41/01.

Zalecenie Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego z dnia 18 czerwca 2014 r. w sprawie wytycznych dotyczących ustalania wskaźników bufora antycyklicznego.