

Andrzej Dżuryk*
ORCID: 0000-0002-4055-7773
andrzej.dzuryk@ug.edu.pl

Business case europejskich obligacji zabezpieczonych

Streszczenie

Celem artykułu jest próba weryfikacji uzasadnienia biznesowego (*business case*) dla ESN jako nowego instrumentu rynku kapitałowego. Przyjęta przez autora hipoteza stanowi, że istnieje uzasadnienie biznesowe dla ESN jako instrumentu służącego finansowaniu działalności bankowej w zakresie kredytowania małych i średnich przedsiębiorstw. Koncepcja nowego instrumentu kapitałowego o podwójnym regresie, służącego do stabilnego, długoterminowego finansowania bankowej akcji kredytowej dla małych i średnich przedsiębiorstw, znajduje się wysoko wśród priorytetów UE. Wzorowane na rozwiązaniach, które przyczyniły się do sukcesu listów zastawnych, adresują potrzeby finansowe kluczowego segmentu gospodarki europejskiej, szczególnie dotkniętego skutkami pandemii Covid-19. Jednocześnie wychodzą one naprzeciw potrzebom inwestorów poszukujących rentownych instrumentów o niskim poziomie ryzyka. Zapewniając niezbędne zwiększenie transparentności i standaryzację danych ESG małych i średnich przedsiębiorstw, ESN mogą stanowić ważne narzędzie odbudowy zrównoważonej, postpandemicznej gospodarki europejskiej, szczególnie po zakończeniu rządowych programów wsparcia i luzowania ilościowego przez banki centralne. Rozwojowi nowego instrumentu sprzyjałoby, znane z listów zastawnych, preferencyjne traktowanie regulacyjne, a także, oparte na mechanizmie sekurytyzacyjnym, odciążenie kapitałowe bankowych emitentów. Przeprowadzona przez autora analiza, w przekroju głównych interesariuszy: emitentów, inwestorów, sektora realnego oraz decydentów politycznych i nadzorców rynku, prowadzi do wniosku, że rynek ESN ma znaczący potencjał, a jego budowa ma dobrze osadzone uzasadnienie biznesowe, które może liczyć na poparcie polityczne UE.

Słowa kluczowe: europejskie obligacje zabezpieczone, małe i średnie przedsiębiorstwa, środowisko, odpowiedzialność społeczna i ład korporacyjny, zrównoważona gospodarka, unia rynków kapitałowych, listy zastawne

JEL: G18, G28

* Andrzej Dżuryk – Wydział Zarządzania, Katedra Bankowości i Finansów, Uniwersytet Gdański.

The business case of European Secured Notes

Abstract

The aim of this article is to try to verify the business case for ESN as a new capital market instrument. The hypothesis adopted by the author states that there is a business case for ESN as an instrument used to fund banking activities in the field of lending to small and medium-sized enterprises. The concept of a new dual-recourse capital instrument for the stable, long-term funding of lending to small and medium-sized enterprises is high on the EU's agenda. Modeled on the structure that contributed to the success of covered bonds, they address the financial needs of a key segment of the European economy, particularly affected by the Covid-19 pandemic. At the same time, they meet the needs of investors looking for profitable instruments with a low level of risk. By ensuring the necessary increase in transparency and standardization of ESG data for small and medium-sized enterprises, ESNs can be an important tool in rebuilding a sustainable, post-pandemic European economy, especially after the end of government support programs and quantitative easing of central banks. The development of the new instrument would be supported by the preferential regulatory treatment known from covered bonds as well as the capital relief of bank issuers based on a securitization mechanism. The author's analysis across the main stakeholders: issuers, investors, the real sector as well as policy makers and market regulators, leads to the conclusion that the ESN market has significant potential and its construction has a well-established business case that can count on political support from the EU.

Key words: European Secured Notes (ESN), SME, ESG, sustainable economy, Capital Markets Union, covered bonds

Wstęp

W ramach debaty na temat unii rynków kapitałowych (*Capital Markets Union*)¹, pojawiła się inicjatywa europejskich obligacji zabezpieczonych (*European Secured Notes*, ESN). Pomysł ten opiera się na sukcesie listów zastawnych jako instrumentów stabilnego, długoterminowego finansowania działalności bankowej². ESN miałyby umożliwić bankom finansowanie akcji kredytowej nowej klasy aktywów – kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw (*small and medium enterprises*, SME)³,

¹ Projekt unii rynków kapitałowych ma na celu ułatwienie napływu inwestycji z innych krajów do UE oraz przepływu i transferu kapitału głównie do małych i średnich przedsiębiorstw m.in. przez zwiększenie finansowania przez rynki kapitałowe względem klasycznego finansowania bankowego. Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 9 lipca 2015 r. w sprawie tworzenia unii rynków kapitałowych, 2015/2634 (RSP), Dz.Urz.UE C 265/76; Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., *Unia Rynków Kapitałowych. Stanowisko Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w sprawie koncepcji Unii Rynków Kapitałowych*, 27.04.2015, https://www.gpw.pl/pub/files/PDF/Stanowisko_GPW_unia_rynkow_kapitalowych.pdf (dostęp: 21.08.2022).

² Listy zastawne wykazały się dużą odpornością w czasie globalnego kryzysu finansowego zapoczątkowanego w roku 2007. Rynek listów zastawnych rozwijał się i pozostawał otwarty dla emitentów, podczas gdy inne instrumenty rynku kapitałowego okresowo płynność tę traciły (Grossmann i Stoccker 2015, s. 110–111).

³ W odróżnieniu od kredytów hipotecznych stanowiących aktywa bazowe hipotecznych listów zastawnych.

uwzględniając jednocześnie wymogi środowiska naturalnego, społecznej odpowiedzialności biznesu i ładu korporacyjnego (*environmental, social, governance, ESG*)⁴. Inicjatywa ta wykorzystuje techniki⁵ i najlepsze praktyki rynkowe⁶ listów zastawnych w ramach nowego instrumentu rynku kapitałowego, który byłby dostępny także w sytuacjach stresu rynkowego, działając przez to antycyklicznie, zapewniając nieprzerwane wsparcie dla realnej gospodarki nawet w trakcie globalnego kryzysu finansowego.

Projekt ESN zyskał na znaczeniu po ogłoszeniu planu działań Komisji Europejskiej (KE) w zakresie unii rynków kapitałowych⁷ oraz ze względu na możliwość wykorzystania tego instrumentu jako narzędzia odbudowy europejskiej gospodarki po pandemii Covid-19. Rynek potrzebuje spójnej i skoordynowanej odpowiedzi na ekonomiczne skutki administracyjnego zamknięcia gospodarki, przede wszystkim w odniesieniu do małych i średnich przedsiębiorstw, stanowiących trzon gospodarki europejskiej, które zostały wynikającym z niego kryzysem szczególnie dotknięte.

Celem artykułu jest próba weryfikacji uzasadnienia biznesowego (*business case*) dla ESN jako nowego instrumentu rynku kapitałowego⁸. Przyjęta przez autora hipoteza

⁴ Kryteria środowiskowe, społeczne i ładu korporacyjnego to zestaw standardów zachowań firmy, wykorzystywanych przez świadomych społecznie inwestorów do wyboru potencjalnych inwestycji. Kryteria środowiskowe uwzględniają sposób, w jaki firma chroni środowisko, w tym np. polityka korporacyjna dotycząca zmian klimatycznych. Kryteria społeczne określają, w jaki sposób firma zarządza relacjami z pracownikami, dostawcami, klientami i społecznościami, w ramach których działa. Ład korporacyjny dotyczy przywództwa firmy, wynagrodzeń kadry kierowniczej, audytów, kontroli wewnętrznych i praw akcjonariuszy. Investopedia, Environmental, Social, and Governance (ESG) Criteria, <https://www.investopedia.com/terms/e/environmental-social-and-governance-esg-criteria.asp> (dostęp: 17.08.2022).

⁵ W szczególności mechanizm podwójnego regresu (do emitenta i wydzielonej puli aktywów), nadzabezpieczenie (kredyty zabezpieczające emitowane listy zastawne stanowią ponad 100% wartości emisji), segregację i wymóg wysokiej jakości aktywów (jedynie kredyty spełniające określone warunki jakościowe mogą stanowić zabezpieczenie i są one wydzielone z majątku emitenta), nadzór publiczny (nad wydzieloną pulą aktywów sprawowany jest niezależny nadzór) oraz wysokie wymogi transparentności informacji (listy zastawne i zabezpieczające je kredyty podlegają wysokim, wystandardyzowanym rygorom informacyjnym) (Dżuryk 2020).

⁶ Zdefiniowane w *Covered Bond Label* stanowiącym swoisty znak jakości listu zastawnego. Certyfikat ten został opracowany przez *European Covered Bond Council*, organizację grupującą społeczność europejskich emitentów, w ścisłej współpracy z inwestorami, regulatorami i ze wszystkimi głównymi interesariuszami. Covered Bond Label, Harmonized Transparency Template, <https://www.covered-bondlabel.com/issuers/harmonised-transparency-template/> (dostęp: 21.08.2022).

⁷ European Commission, *Capital markets union 2020 action plan: A capital markets union for people and businesses*, 24 September 2020, https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en (dostęp: 21.08.2022).

⁸ Artykuł jest kontynuacją tematyki ESN podjętej przez autora we wcześniejszych publikacjach, w których przedstawił istotę i konstrukcję nowego instrumentu. ESN to koncepcja emitowania przez banki obligacji zabezpieczonych o podwójnym regresie, na kształt listów zastawnych, w których obok regresu do emitenta występuje wydzielona pula zabezpieczeń, którą stanowią kredyty udzielone małym i średnim przedsiębiorstwom, w odróżnieniu od hipotecznych listów zastawnych, których zabezpieczeniem są kredyty hipoteczne (Dżuryk 2021a; Dżuryk 2021b). Obok hipotecznych listów zastawnych występują także publiczne listy zastawne, zabezpieczone zobowiązaniami podmiotów publicznych, natomiast dominującą część rynku listów zastawnych stanowią hipoteczne listy zastawne (Dżuryk 2020).

za stanowi, że istnieje uzasadnienie biznesowe dla ESN jako instrumentu służącego finansowaniu działalności bankowej w zakresie kredytowania małych i średnich przedsiębiorstw. W procesie analizy oraz w trakcie formułowania opinii wykorzystano wnioski dedukcyjne, indukcyjne i przez analogię. Wykorzystano i poddano analizie informacje literaturowe oraz dostępne w czasopiśmie i publikacjach krajowych oraz zagranicznych. Element analizy stanowiły także studia regulacji prawnych. W pracy wykorzystano w szczególności przekrojowe materiały analityczne Europejskiej Rady ds. Listów Zastawnych (*European Covered Bond Council*, ECBC)⁹.

1. ESN na agendzie Unii Europejskiej

Zgodnie z zapisami dyrektywy listów zastawnych (*Covered Bonds Directive*)¹⁰, KE została zobowiązana do przygotowania raportu na temat ESN, który może prowadzić do inicjatywy legislacyjnej dla tego nowego instrumentu. W prace na rzecz stworzenia ESN zaangażowało się także środowisko rynkowe. ECBC powołało zespół zadaniowy dla tego projektu i obok swoich członków zaprosiło do współpracy: EBOR (*European Bank for Reconstruction and Development*), EIB (*European Investment Bank*), inwestorów, emitentów, agencje ratingowe i stowarzyszenia biznesowe. Celem tej inicjatywy jest dzielenie się wiedzą i zebranymi danymi poprzez różne grupy robocze, zdefiniowanie konkretnych propozycji, zapewnienie doradztwa technicznego, edukację inwestorów i propagowanie najlepszych praktyk rynkowych wśród uczestników pochodzących z różnych jurysdykcji. Docelowo KE miałyby otrzymać analizę techniczną i konkretne rekomendacje dla stworzenia rynku ESN.

Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (*European Banking Authority*, EBA) przedstawił swoje stanowisko na temat ESN w dedykowanym raporcie¹¹. Z raportu tego wynika, że instrumenty te mogą stanowić użyteczne, dodatkowe źródło finansowania SME, szczególnie dla małych instytucji finansowych, które nie mają dostępu do rynku sekurytyzacyjnego lub mają ograniczone możliwości emisji niezabezpieczonego długu długoterminowego. Obok raportu EBA powstały inne materiały analityczne, w szczególności studium wykonalności ESN przygotowane przez Richard Kemmish Consulting¹².

⁹ *European Covered Bond Council* jest organizacją, która łączy uczestników rynku listów zastawnych, w tym: emitentów, banki inwestycyjne, analityków, agencje ratingowe i innych interesariuszy. Grupa ma ponad 120 członków z ponad 30 krajów z różnych części świata, reprezentujących różne segmenty rynku i ponad 95% emitentów listów zastawnych z krajów członkowskich UE. *European Covered Bond Council*, <https://hypo.org/ecbc/> (dostęp: 22.08.2022).

¹⁰ Directive (EU) 2019/2162 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on the issue of covered bonds and covered bond public supervision and amending Directives 2009/65/EC and 2014/59/EU (Text with EEA relevance), Dz.Urz.UE L 328/29.

¹¹ European Banking Authority, *EBA Report on the European Secured Notes (ESNS)*, London 24 July 2018, <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2087449/6fe04a31-ec0b-4ea1-9508-258ad2cf72d8/EBA%20Final%20report%20on%20ESNs.pdf?retry=1> (dostęp: 21.08.2022).

¹² Richard Kemmish Consulting Limited, *Feasibility Study on European Secured Notes. Final Report*, July 2018, <https://op.europa.eu/pl/publication-detail/-/publication/eba761b4-d026-11e8-9424-01aa75ed71a1> (dostęp: 21.08.2022).

Przytoczone argumenty wskazują, że projekt ESN cieszy się poparciem politycznym, nadzorczym i rynkowym. Wsparcie polityczne i nadzorcze są warunkami koniecznymi dla zaistnienia nowego instrumentu finansowego, podczas gdy inicjatywa rynkowa stanowi ich niezbędne dopełnienie. Uwarunkowania te sprawiają, że z jednej strony instrument ten może liczyć na niezbędne ramy regulacyjno-prawne a jednocześnie jest on pożądanym przez rynek.

Z analizy raportów EBA, Richard Kemmish Consulting i materiałów roboczych ECBC wynika, że sukces rynkowy nowego instrumentu będzie zależeć od rozwiązania wyzwań szczególnie w zakresie:

- dostępności danych dotyczących zrównoważonego rozwoju dla SME;
- właściwej charakterystyki instrumentów bazowych (kredytów SME);
- atrakcyjności inwestycyjnej ESN;
- adekwatności ESN do finansowania odbudowy zrównoważonej gospodarki;
- preferencyjnego traktowania regulacyjnego ESN;
- ewentualnego odciążenia kapitałowego banków emitujących ESN.

Powyższe wyzwania zostały przedstawione w dalszej części publikacji.

2. Dane dotyczące zrównoważonego rozwoju dla SME

Obecnie ramy europejskiej polityki gospodarczej wyznaczone są z jednej strony przez Europejski Zielony Ład (*European Green Deal*)¹³ i taksonomię (*Taxonomy*)¹⁴, które określają ambicje odpowiedzialnego rozwoju kontynentu, z drugiej zaś strony przez pandemię Covid-19, która spowodowała realne zagrożenie dla znacznej liczby gospodarstw domowych, a w sferze gospodarczej w szczególności dla małych i średnich przedsiębiorstw. Projekt ESN bardzo dobrze wpisuje się w rozwiązanie bieżących wyzwań społeczno-gospodarczych UE, będąc nie tylko dodatkowym instrumentem finansowania akcji kredytowej SME, ale jednocześnie łącząc popyt zgłaszany przez realną gospodarkę, w zakresie wsparcia jej odbudowy, z możliwością zaadresowania zobowiązań wynikających ze społecznej odpowiedzialności biznesu.

¹³ Europejski Zielony Ład to koncepcja osiągnięcia przez Europę statusu pierwszego kontynentu neutralnego dla klimatu. Komisja Europejska, Europejski Zielony Ład, https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_pl (dostęp: 22.08.2022).

¹⁴ Taksonomia UE to system klasyfikacji ustanawiający wykaz działalności gospodarczej zrównoważonej środowiskowo. Ma ona na celu wspieranie przez UE zrównoważonych inwestycji i wdrażanie Europejskiego Zielonego Ładu. Taksonomia UE ma dostarczać firmom, inwestorom i decydentom odpowiednich definicji, określających, jaką działalność gospodarczą można uznać za zrównoważoną środowiskowo. W ten sposób powinna ona zapewniać bezpieczeństwo inwestorom i chronić ich przed projektami podszywającymi się za ekologiczne (*greenwashing*), pomagać firmom, by stały się bardziej przyjazne dla klimatu i przyczyniać się do lokowania inwestycji tam, gdzie są one najbardziej potrzebne. Komisja Europejska, EU Taxonomy for sustainable activities, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en (dostęp: 22.08.2022).

Wymiar ESG, w dyskusji na temat ESN, jest elementem strategicznym. W tym kontekście należy rozwiązać problem braku standaryzacji i transparentności danych ESG dla małych i średnich przedsiębiorstw. Sytuacja ta prowadzi dzisiaj do rozbieżności oceny i opinii co do spełnienia kryteriów ESG przez daną firmę, zakłócając proces oceny ryzyka i spowalniając proces dekarbonizacji gospodarki.

Informacja ESG jest łatwo dostępna dla dużych, notowanych na giełdzie firm¹⁵, podczas gdy dla małych i średnich przedsiębiorstw jest ona dostępna w najlepszym wypadku w formie raportów na żądanie. Kolejną barierą jest brak standaryzacji informacji na temat inwestycji efektywnych energetycznie i ESG dla małych i średnich przedsiębiorstw. Potrzeba odpowiedniej transparentności tych danych została podjęta przez KE w inicjatywie ESAP (*European Single Access Point for financial and non-financial information*)¹⁶ – europejskiego centralnego dostępu do informacji finansowej i niefinansowej, w ramach planu działania unii rynków kapitałowych. ESAP ma być platformą gromadzenia istotnych i publicznie dostępnych informacji na temat firm, w tym w zakresie ESG tak, aby umożliwić inwestorom pełną informację na temat przedsiębiorstw, a firmom zapewnić lepszy dostęp do rynków finansowych. Projekt ESN jest spójny z tą inicjatywą i bardzo dobrze wpisuje się w działania KE.

Małe i średnie przedsiębiorstwa odgrywają kluczową rolę w gospodarce UE. Stanowią one 99% całkowitej liczby przedsiębiorstw, zapewniają około 85% nowych miejsc pracy i odpowiadają za dwie trzecie całkowitego zatrudnienia w sektorze prywatnym (stan przed kryzysem Covid-19) (Papadopoulos 2018). Z kolei informacja na temat inwestycji proekologicznych tego segmentu jest nadal bardzo uboga. Taksonomia UE stanowi użyteczne narzędzie oceny i klasyfikacji poziomu zrównoważonego rozwoju działalności gospodarczej aczkolwiek jej pełne wdrożenie będzie wymagać czasu. Obecnie nie pokrywa ona całego spektrum aktywności gospodarczej i nie ma zastosowania do wszystkich małych i średnich przedsiębiorstw.

Stworzenie zharmonizowanego wzorca danych, który umożliwiłby gromadzenie informacji na temat finansowania małych i średnich przedsiębiorstw, wspierałoby projekt ESN. Wzorzec ten mógłby zostać oparty na zharmonizowanym szablonie

¹⁵ UE określa wymagania wobec dużych firm dotyczące ujawniania informacji na temat sposobu, w jaki działają i radzą sobie z wyzwaniami społecznymi i środowiskowymi. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy (Tekst mający znaczenie dla EOG), Dz.Urz.UE L 330/1.

¹⁶ Projekt ESAP zakłada stworzenie europejskiego mechanizmu przejrzystości finansowej. W ramach tej inicjatywy ma powstać jeden unijny punkt dostępu do informacji finansowych i niefinansowych dotyczących spółek. Portale internetowe lub inne rozwiązania informatyczne miałyby zapewniać inwestorom szybki i łatwy dostęp do informacji, bez nakładania na spółki nadmiernych wymogów informacyjnych. Niektóre dane miałyby być dostępne w formacie nadającym się do automatycznego przetwarzania, co ułatwiłoby użytkownikom wyszukiwanie i porównywanie danych. Komisja Europejska, *Przejrzystość finansowa – jeden unijny punkt dostępu do informacji na temat spółek*, https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12776-Przejrzystosc-finansowa-jeden-unijny-punkt-dostepu-do-informacji-na-temat-spo%C5%82ek_pl (dostęp: 22.08.2022).

transparentności certyfikatu listu zastawnego (*Harmonised Transparency Template of the Covered Bond Label*, HTT), który po ośmiu latach od wdrożenia jest obecnie szeroko stosowany dla celów raportowania bazowej puli aktywów¹⁷. W roku 2020 do wzorca HTT została dodana nowa, specjalna sekcja ESG. Ta aktualnie funkcjonująca najlepsza praktyka rynkowa może stanowić wzorzec dla ESN, dla których również można by stworzyć podobnie zharmonizowany szablon dla danych SME z dedykowaną sekcją ESG. Szablon taki mógłby zostać wypracowany wspólnie ze środowiskiem inwestorów tak, aby zostały zidentyfikowane wszystkie istotne elementy niezbędne do oceny kryteriów ESG i wiarygodności kredytowej aktywów małych i średnich przedsiębiorstw, które miałyby stanowić pulę zabezpieczeń ESN. Inspiracją w tym zakresie mogą być także standardy SASB, które identyfikują zagadnienia dotyczące zrównoważonego rozwoju, najbardziej istotne dla wyników finansowych w podziale na poszczególne branże¹⁸.

Prace nad stworzeniem wspólnych ram ESG dla ESN trwają. Jednym z głosów w tej dyskusji jest stanowisko ECBC prezentujące dotychczasowe uzgodnienia interesariuszy, jak również obszary, które wymagają dalszych badań i konsultacji¹⁹.

3. Charakterystyka instrumentów bazowych

W dotychczasowych pracach przyjęto, że ESN powinny być narzędziami niezależnymi od listów zastawnych, aby nie mieszać różnych klas aktywów o różnym profilu ryzyka i nie wpływać negatywnie na cieszące się dużym zaufaniem inwestorów listy zastawne. Instrumenty te miałyby być dedykowane do finansowania małych i średnich przedsiębiorstw²⁰, natomiast trwają dyskusje, czy należałoby objąć tym pomysłem także większe firmy. Stworzenie nowego segmentu rynkowego wymaga zbudowania masy krytycznej i minimalnego stopnia homogeniczności aktywów, aby zdobyć zainteresowanie inwestorów. Pierwsze próby emisji instrumentów zabezpieczonych kredytami SME miały miejsce ponad dekadę temu, ale nie były one od tego czasu kontynuowane (Fuchs i Bergman 2020, s. 3; Vogel i in. 2020). Obecnie

¹⁷ Wzorzec HTT jest obecnie wykorzystywany dla ponad 70% pozostających do spłaty listów zastawnych. Covered Bond Label, Harmonized Transparency Template..., *op. cit.*

¹⁸ Rada Standardów Rachunkowości Zrównoważonego Rozwoju (*Sustainability Accounting Standards Board*, SASB) jest organizacją powstałą w celu opracowania standardów rachunkowości zrównoważonego rozwoju. Od 1 sierpnia 2022 r. stała się ona częścią IFRS Foundation, która powołała pierwszą Radę Międzynarodowych Standardów Zrównoważonego Rozwoju (*International Sustainability Standards Board*, ISSB). SASB Standards, <https://www.sasb.org/about/> (dostęp: 20.08.2022).

¹⁹ European Mortgage Federation – European Covered Bond Council, *European Secured Notes (ESN) Blueprint*, Brussels, April 2021, <https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2017/05/ECBC-ESN-Blueprint-April-2021.pdf> (dostęp: 21.08.2022).

²⁰ Pierwotnie koncepcja ESN zakładała możliwość finansowania za pomocą ESN zarówno kredytów SME, jak i projektów infrastrukturalnych, natomiast obecnie uważa się, że projekty infrastrukturalne powinny być finansowane przez inny, dedykowany instrument finansowy z uwagi na istotne różnice aktywów bazowych, dłuższy okres finansowania oraz mniejszą homogeniczność aktywów infrastrukturalnych w stosunku do kredytów SME. *European Secured Notes (ESN) Blueprint...*, *op. cit.*, s. 3.

zapewnienie finansowania SME jest szczególnie ważne z uwagi na poważniejsze negatywne skutki kryzysu pandemicznego dla tego segmentu (z powodu jego większej wrażliwości w stosunku do firm dużych), a jednocześnie jego kluczową rolę dla gospodarki europejskiej. Zapewnienie szerokiego dostępu do finansowania dla SME stanowi element decydujący o skutecznej odbudowie postpandemicznej gospodarki europejskiej. Ma on fundamentalne znaczenie dla rozwiązania problemu bezrobocia i dobrze wpisuje się w koncepcje zrównoważonego rozwoju, albowiem firmy SME lepiej stabilizują lokalną tkankę gospodarczą gdyż są mało podatne na zachęty do relokacji w porównaniu z dużymi firmami.

Z danych Eurostatu za 2017 rok wynika²¹, że europejskie SME zatrudniały 83,9 miliona pracowników i wytworzyły 3,5 biliona EUR wartości dodanej, co stanowiło 56,4% udziału w gospodarce UE. Duże firmy, zatrudniające co najmniej 250. pracowników, stanowiły zaledwie 0,2% wszystkich podmiotów gospodarczych w UE. Większość firm SME stanowią mikro-przedsiębiorstwa (blisko 90%), zatrudniające poniżej 10 pracowników. Można więc przyjąć, że kredyty SME kwalifikujące się do finansowania przez ESN składałyby się w swej większości z ekspozycji wobec mikro-firm. Rynek kredytów SME w UE wynosi 3,3 biliona EUR (wg stanu na czerwiec 2020 r.), co określa potencjał emisyjny ESN. Finansowanie bankowe, w odróżnieniu od finansowania poprzez rynki kapitałowe instrumentów dłużnych, nadal stanowi główny kanał finansowania SME w UE. ESN mogłyby uzupełnić ofertę inwestycyjną i poszerzyć możliwości emisji długu jako dodatkowe narzędzie finansowania działalności bankowej segmentu SME.

Trzy główne elementy, które wpływają na ryzyko, a jednocześnie określają regulacyjne i ostrożnościowe ujęcie ESN, to²²:

- historyczny koszt ryzyka SME;
- elementy ograniczające ryzyko ESN (np. gwarancje EIB);
- możliwość wsparcia ESN wpisujących się w realizację celów zrównoważonego rozwoju.

Odpowiednia kombinacja wyżej wymienionych elementów pozwoliłaby na stworzenie nowej klasy aktywów, która wspierając SME i stymulując zatrudnienie, mogłaby uzyskać poparcie polityczne, które z kolei mogłoby prowadzić do obniżenia kosztu emisji i ryzyka dla odpowiednio emitentów i inwestorów (np. poprzez system gwarancji).

Zabezpieczenie ESN mogłyby stanowić kredyty SME, spełniające wymóg wysokiego stopnia jednorodności i granularności (jak ma to miejsce w przypadku listów zastawnych, na bazie których powstała koncepcja ESN), w tym gwarantowane przez podmioty krajowe lub ponadnarodowe. Baza kwalifikowanych aktywów powinna być odpowiednio duża z uwagi na²³:

²¹ Eurostat, Small and Medium-Sized Enterprises (SMES), <https://ec.europa.eu/eurostat/web/structural-business-statistics/small-and-medium-sized-enterprises> (dostęp: 22.08.2022).

²² *European Secured Notes (ESN) Blueprint...*, op. cit., s. 3.

²³ *Ibidem*.

- szybką amortyzację kredytów SME (w odróżnieniu od kredytów hipotecznych, portfele SME mają stosunkowo krótki czas zapadalności, co będzie wymagać od emitentów utrzymania odpowiedniego poziomu nadzabezpieczenia i ograniczenia ryzyka braku dostępnych aktywów);
- poziom nieregularnych i niespłaconych kredytów SME (większy niż w przypadku kredytów hipotecznych, co powoduje, że emitenci będą potrzebować odpowiednio większej bazy aktywów do kompensaty, tj. podmiany w puli zabezpieczeń);
- stosunkowo niskie wolumeny kredytów SME pozostających do spłaty (w stosunku do kredytów hipotecznych, stanowiących zabezpieczenie listów zastawnych).

Analizowane dane wskazują, że istnieje duży potencjał emisyjny ESN. Różne są natomiast aktywa bazowe w porównaniu do listów zastawnych. Różnice te, w szczególności w profilu ryzyka, zostały dość dobrze zidentyfikowane i w dużej mierze mogą zostać ograniczone (np. za pomocą systemu gwarancji). Jednocześnie kryteria kwalifikowalności kredytów SME powinny być tak określone, aby nie blokowały banków w prowadzeniu normalnej działalności. W przeciwnym wypadku, atrakcyjność finansowania działalności bankowej za pomocą tego instrumentu byłaby istotnie mniejsza.

4. Atrakcyjność inwestycyjna ESN

W ocenie ryzyka ESN agencje ratingowe planują stosować metodologię używaną dla listów zastawnych, jeśli nowe instrumenty będą miały mechanizm podwójnego regresu²⁴. W związku z tym można przyjąć, że inwestorzy poszukujący instrumentów o podwójnym regresie będą stosowali metodę wyceny listów zastawnych jako punkt wyjścia do wyceny ESN. Z uwagi na podobną konstrukcję instrumentów, można także przyjąć, że baza inwestorów ESN będzie podobna jak w przypadku listów zastawnych.

Szczególnym wyzwaniem jest określenie profilu ryzyka ESN z perspektywy inwestora. Zachowania aktywów i rynku kapitałowego są silnie związane z profilem ryzyka zabezpieczenia. Zależą one od jakości kredytowej ekspozycji bazowych oraz jakości puli zabezpieczeń jako całości, będących funkcją kryterium kwalifikowalności wyselekcjonowanej puli zabezpieczeń. Ponadto, na jakość kredytową instrumentu, z perspektywy inwestora, składają się: segregacja aktywów, nadzór publiczny oraz elementy strukturalne danego instrumentu finansowego.

W stosunku do listów zastawnych ESN będą wymagały wyższej stopy zwrotu dla inwestorów z uwagi na, przede wszystkim, strukturalnie niższą jakość kredytową. Z powodu wyższych kosztów ryzyka i wyższych marż w sektorze SME, wobec kredytów hipotecznych, ESN mogą stać się atrakcyjnym instrumentem dla inwestorów poszukujących ekspozycji na aktywa wspierające post-covidową odbudowę gospodarki europejskiej. ESN mogłyby stanowić atrakcyjną alternatywę inwestycyjną,

²⁴ *European Secured Notes (ESN) Blueprint...*, op. cit., s. 3.

wobec tradycyjnych listów zastawnych, w przypadku wystąpienia u inwestorów ograniczeń strukturalnych z tytułu koncentracji ryzyka na aktywa hipoteczne. Inwestorzy mogliby w większym stopniu zróżnicować portfele w zakresie emitentów, klas aktywów, puli zabezpieczeń i krajów.

Z analizowanych instrumentów, z punktu widzenia inwestora, najwyższe ryzyko kredytowe niosą instrumenty sekurytyzacyjne, najniższe – listy zastawne, a ESN plasują się między nimi. Z uwagi więc na profil ryzyka, ESN dla takich samych okresów zapadalności powinny być wycenione z dyskontem wobec sekurytyzacji, a jednocześnie z premią w stosunku do tradycyjnych listów zastawnych. Można założyć, że ESN trafiałyby do inwestorów instytucjonalnych zaangażowanych w listy zastawne, w tym do funduszy emerytalnych, którzy po części zostali wyparci z rynku przez antykryzysową politykę monetarną banków centralnych, w tym kolejne programy skupu aktywów Europejskiego Banku Centralnego (*European Central Bank*, ECB). Inwestorzy, o wyższym apetycie na ryzyko niż tradycyjne listy zastawne, poszukują wyższych stóp zwrotu. Perspektywa korzystnego traktowania regulacyjnego ESN i ich potencjalna rola w odbudowie zrównoważonej gospodarki będą sprzyjać pozyskaniu tradycyjnych inwestorów inwestujących w listy zastawne.

Sekurytyzacja aktywów jest bardziej złożona w realizacji, a w związku z tym generalnie droższa od organizacji emisji listów zastawnych. Ma ona tylko wtedy sens ekonomiczny jeśli emitent wychodzi na rynek z dużymi emisjami, które obniżają koszty jednostkowe strukturyzacji. W porównaniu do sekurytyzacji aktywów SME, ESN powinny być więc bardziej efektywne kosztowo dla emitentów, a zarazem bardziej płynne dla inwestorów, zakładając ich oczekiwane bardziej przyjazne traktowanie regulacyjne. Z tego powodu, nie tylko duże banki, ale także instytucje średniej wielkości i banki regionalne, skorzystałyby ze stworzenia programów ESN, które umożliwiałyby regularne plasowanie emisji w mniejszych transzach, ponieważ koszty emisyjne stanowiłyby jedynie drobną część początkowych kosztów organizacji programu.

Obecnie inwestorzy wybierają listy zastawne głównie z uwagi na²⁵:

- konieczność spełnienia wymogów regulacyjnych, np. LCR (listy zastawne są instrumentami o wysokiej płynności, także w sytuacjach stresu rynkowego);
- zachowanie tych instrumentów na rynku wtórnym (listy zastawne są przedmiotem kolejnych programów skupu aktywów ECB);
- wymogi inwestycyjne wynikające z benchmarku danego funduszu inwestycyjnego (z uwagi na niski profil ryzyka listy zastawne mogą stanowić alternatywę dla obligacji skarbowych);
- potrzebę dywersyfikacji aktywów (w celu obniżenia ryzyka inwestycyjnego).

Strukturalne różnice między ESN a tradycyjnymi listami zastawnymi mogą być postrzegane przez inwestorów jako korzystne i atrakcyjne (wyższa rentowność przy akceptowalnym wzroście ryzyka). Z uwagi na krótszy okres zapadalności aktywów

²⁵ *Ibidem*, s. 4.

bazowych, w stosunku do listów zastawnych, ESN mogłyby adresować potrzeby inwestycyjne w środkowej części krzywej zapadalności, co korespondowałoby z typowymi potrzebami finansowania akcji kredytowej SME. Znaczna większość listów zastawnych pozostających do spłaty ma obecnie negatywną rentowność. Pod tym względem ESN stanowiłyby interesującą alternatywę inwestycyjną dla inwestorów poszukujących dodatnich stóp zwrotu przy stosunkowo niskim ryzyku kredytowym.

5. Finansowanie odbudowy zrównoważonej gospodarki

W uzupełnieniu rozważań na temat potencjalnej roli, jaką odegrać mogą ESN w zwalczaniu następstw pandemii Covid-19, w szczególności w zakresie projektów o charakterze ESG, warto podkreślić, że potrzeba wsparcia SME w zakresie płynności i kapitału ulegnie zwiększeniu. Jest to tym bardziej istotne, że w przeszłości firmy te zmagaly się z problemem dostępu do rynków kapitałowych. ESN mogą być postrzegane jako interesujące rozwiązanie dla sektora prywatnego, w kontekście wsparcia odbudowy gospodarki, kiedy nastąpi wygaszanie programów i funduszy publicznych. ESN oferują strategię wyjścia dla wykorzystywanych obecnie środków publicznych.

Wraz z powrotem ECB do stosowania tradycyjnych metod i narzędzi polityki pieniężnej oraz zakończeniem obecnych programów wsparcia SME (TLTRO²⁶), ESN mogą stanowić nowy element rynku kapitałowego umożliwiający stymulację zrównoważonego rozwoju gospodarki europejskiej.

6. Preferencyjne traktowanie regulacyjne ESN

Listy zastawne cieszą się szczególnym traktowaniem regulacyjnym (Dżuryk 2020, s. 87–90) co sprawia, obok ich bardzo dobrej historii kredytowej²⁷, że są one postrzegane przez inwestorów jako wyjątkowo bezpieczne. W tym kontekście zidentyfikować można trzy najważniejsze zagadnienia regulacyjne, które wymagają rozstrzygnięcia, czy, podobnie jak listy zastawne, ESN powinny również charakteryzować²⁸:

²⁶ Ukierunkowane dłuższe operacje refinansujące (*targeted longer-term refinancing operations*) należą do kluczowych narzędzi, za pomocą których polityka pieniężna oddziałuje na gospodarkę i sytuację społeczeństwa. Za pomocą tych operacji ECB udziela bankom kredytów po korzystnych stawkach na dłuższe terminy i zachęca je do kredytowania firm i konsumentów strefy euro. Pozwala to utrzymać koszty finansowania na niskim poziomie, pobudzając jednocześnie konsumpcję i inwestycje. Europejski Bank Centralny (Eurosistem), Co to są ukierunkowane dłuższe operacje refinansujące (TLTRO), <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/tltro.pl.html> (dostęp: 22.08.2022).

²⁷ Od momentu powstania, przez ponad 250 lat, nie odnotowano przypadku braku spłaty tego instrumentu (*default*).

²⁸ *European Secured Notes (ESN) Blueprint...*, *op. cit.*, s. 5.

- wyłączenie z mechanizmu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (*non bail-in*²⁹);
- kwalifikowalność HQLA (*high quality liquid assets*)³⁰ dla wyznaczania wskaźnika LCR (*liquidity coverage ratio*)³¹;
- kwalifikowalność do transakcji *repo* z ECB w ramach programów skupu aktywów.

Wyłączenie z *bail-in* uzasadnione jest mechanizmem podwójnego regresu, aczkolwiek znaczenie ma w tym kontekście jakość puli zabezpieczeń aktywów bazowych, tj. kredytów SME, która jest strukturalnie niższa od jakości kredytów mieszkaniowych. Kwalifikowalność LCR wymaga dalszych prac, aby zostały spełnione wymogi wysokich standardów kredytowych, wzmocnienia puli zabezpieczeń (*credit enhancement*), płynności na rynku wtórnym i spójności ram regulacyjnych. Ważne jest także zapewnienie kwalifikowalności ESN do transakcji *repo* z EBC, jak ma to miejsce w przypadku listów zastawnych.

Inne elementy traktowania ostrożnościowego, wymagające rozstrzygnięcia dla ESN wobec rozwiązań przyjętych dla listów zastawnych, to³²:

- waga ryzyka dla inwestorów bankowych (CRR)³³ lub ubezpieczeniowych (Solvency II)³⁴;
- wyłączenie z limitów koncentracji funduszy UCITS³⁵;

²⁹ Mechanizm *bail-in* zapewnia wsparcie dla instytucji finansowej znajdującej się na krawędzi bankructwa, poprzez umorzenie długów należnych wierzycielom i deponentom. *Bail-in* jest przeciwieństwem *bailout*, które było szeroko stosowane w czasie globalnego kryzysu finansowego zapoczątkowanego w roku 2007, polegającego na ratowaniu instytucji finansowej przez podmioty zewnętrzne, zazwyczaj rządy, wykorzystując pieniądze podatników do rekapitalizacji instytucji finansowych. *Bail-in* jest elementem procesu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków (*resolution*). Investopedia, *What Is Bail-In?*, <https://www.investopedia.com/terms/b/bailin.asp> (dostęp: 21.08.2022); Narodowy Bank Polski, *Resolution, czyli nowe podejście do banków zagrożonych upadłością*, Warszawa 2015, <https://www.nbp.pl/systemfinansowy/Resolution.pdf> (dostęp: 21.08.2022).

³⁰ W ramach Bazylei III określono wymóg LCR, zgodnie z którym banki są zobowiązane do posiadania wysokiej jakości aktywów płynnych (HQLA), które zapewniają obsługę wypływów środków pieniężnych przez 30 dni. Bank for International Settlements, *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools*, January 2013, s. 7, <https://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf> (dostęp: 21.08.2022).

³¹ Wskaźnik pokrycia płynności (LCR) odnosi się do proporcji wysoce płynnych aktywów posiadanych przez instytucje finansowe w celu zapewnienia ich bieżącej zdolności do wywiązywania się z zobowiązań krótkoterminowych. Wskaźnik ten jest ogólnym testem warunków skrajnych, którego celem jest przewidywanie wstrząsów rynkowych i upewnianie się, że instytucje finansowe posiadają odpowiednią ochronę kapitału, aby przetrwać wszelkie krótkoterminowe zakłócenia płynności, które mogą wystąpić na rynku. Investopedia, *Liquidity Coverage Ratio (LCR)*, <https://www.investopedia.com/terms/l/liquidity-coverage-ratio.asp> (dostęp: 22.08.2022).

³² *European Secured Notes (ESN) Blueprint...*, *op. cit.*, s. 5.

³³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (*Capital Requirements Regulation*, CRR), Dz.Urz.UE L 176/1.

³⁴ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (*Wyptalność II*) (Tekst mający znaczenie dla EOG), Dz.Urz.UE L 335/1.

³⁵ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/1160 z dnia 20 czerwca 2019 r. zmieniająca dyrektywę 2009/65/WE i 2011/61/UE w odniesieniu do transgranicznej dystrybucji prowadzo-

- wyłączenie z kompensaty, umożliwiające zabezpieczenie ryzyka rynkowego niedopasowania stopy procentowej lub ryzyka walutowego za pomocą transakcji *swap* (EMIR)³⁶.

Preferencyjne traktowanie regulacyjne może się różnić w zależności od rodzaju aktywów stanowiących pulę zabezpieczeń i przyjętych kryteriów kwalifikowalności. ESN różnią się od listów zastawnych w zakresie³⁷:

- prawdopodobieństwa braku spłaty (*default*) lub LGD³⁸, które determinują koszt ryzyka³⁹;
- czynników ograniczających ryzyko, jak gwarancje instytucji europejskich, np. Europejskiego Banku Inwestycyjnego (*European Investment Bank*, EIB) lub Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju (*European Bank for Reconstruction and Development*, EBOR)⁴⁰;
- realizacji celów zrównoważonego rozwoju i/lub celów społecznych⁴¹.

Preferencyjne traktowanie regulacyjne stanowić będzie o atrakcyjności nowego instrumentu, zarówno dla emitentów, jak i inwestorów. Możliwość preferencyjnego traktowania regulacyjnego ESN będzie zależała od dostępności, spójności i jakości danych na poziomie indywidualnych kredytów w ramach poszczególnych jurysdykcji. W tym kontekście należy również mieć na uwadze zmieniające się w czasie preferencje emitentów i inwestorów.

7. Odciążenie kapitałowe emitentów

ESN mogą zostać ustrukturyzowane w sposób zbliżony do sekurytyzacji i, tak jak ona, obniżyć wykorzystanie kapitału bankowego (*capital relief*). Takie struktury, mimo że możliwe, są stosunkowo skomplikowane i w związku z tym, obecne

nej przez przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania (Tekst mający znaczenie dla EOG), Dz.Urz.UE L 188/106.

³⁶ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/834 z dnia 20 maja 2019 r. zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 w odniesieniu do obowiązku rozliczania, zawieszania obowiązku rozliczania, wymogów dotyczących zgłaszania, technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego, rejestracji repozytoriów transakcji i nadzoru nad nimi, a także wymogów dotyczących repozytoriów transakcji (Tekst mający znaczenie dla EOG), Dz.Urz.UE L 141/42.

³⁷ *European Secured Notes (ESN) Blueprint...*, *op. cit.*, s. 5.

³⁸ Strata z tytułu niewykonania zobowiązania (*Loss Given Default*, LGD) oznacza stosunek straty na ekspozycji z powodu niewykonania zobowiązania przez kontrahenta do kwoty należności w chwili niewykonania zobowiązania. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013..., *op. cit.*

³⁹ Kredyty SME charakteryzują się wyższym ryzykiem kredytowym od kredytów hipotecznych, co przekłada się na strukturalnie wyższe ryzyko ESN względem listów zastawnych.

⁴⁰ Wyższe ryzyko wymaga zastosowania mechanizmów je ograniczających (np. gwarancji), aby zapewnić wysokie bezpieczeństwo ESN.

⁴¹ Zarówno listy zastawne, jak i ESN mogą realizować cele społeczne i/lub zrównoważonego rozwoju, natomiast dla kredytów SME nie wypracowano dotąd jednolitego standardu ujawnień danych ESG.

prace nad ESN skupiają się na ich roli jako instrumentów finansowania banków, a zagadnienia odciążenia kapitałowego nie są aktualnie rozwijane. Niezależnie od tego, należy zauważyć, że ESN jako instrumenty finansujące banki mogłyby zostać ustrukturyzowane w taki sposób, aby ich profil ryzyka był zgodny z syntetycznymi strukturami transferu ryzyka, bez rezygnacji z mechanizmu podwójnego regresu. Dostosowanie ESN do syntetycznych sekurytyzacji można zapewnić poprzez odpowiednie kryteria kwalifikowalności, które mogłyby zostać ujednoczone np. poprzez wprowadzenie minimalnych standardów zdefiniowanych programów syntetycznej sekurytyzacji EIB.

Odciążenie kapitałowe mogłoby być szczególnie użyteczne w kontekście odbudowy postpandemicznej gospodarki, albowiem banki dla realizacji tego zadania mogą mieć potrzebę uwolnienia kapitału dla zapewnienia, oczekiwanego przez rządy krajów UE, zwiększonego finansowania gospodarki. Takie struktury finansowania mogłyby być tworzone także z podmiotami ponadnarodowymi specjalizującymi się w transferze i podziale ryzyka. Niezależnie od tego odciążenie kapitałowe banków jest jedynie dodatkiem do głównej koncepcji ESN jako narzędzi finansowania akcji kredytowej SME.

Podsumowanie

Europejskie obligacje zabezpieczone (ESN), jako koncepcja nowego instrumentu kapitałowego o podwójnym regresie, służącego do stabilnego, długoterminowego finansowania bankowej akcji kredytowej dla małych i średnich przedsiębiorstw, znajdują się wysoko wśród priorytetów UE. Wzorowane na rozwiązaniach, które przyczyniły się do sukcesu listów zastawnych, adresują potrzeby finansowe małych i średnich przedsiębiorstw, kluczowego segmentu gospodarki europejskiej, szczególnie dotkniętego skutkami pandemii Covid-19. Jednocześnie wychodzą one naprzeciw potrzebom inwestorów poszukujących rentownych instrumentów o niskim poziomie ryzyka. Zapewniając niezbędne zwiększenie transparentności i standaryzację danych ESG małych i średnich przedsiębiorstw, ESN mogą stanowić ważne narzędzie odbudowy zrównoważonej, postpandemicznej gospodarki europejskiej, szczególnie po zakończeniu rządowych programów wsparcia i luzowania ilościowego przez banki centralne. Rozwojowi nowego instrumentu sprzyjałoby, znane z listów zastawnych, preferencyjne traktowanie regulacyjne, a także, oparte na mechanizmie sekurytyzacyjnym, odciążenie kapitałowe bankowych emitentów. Przeprowadzona przez autora analiza, w przekroju głównych interesariuszy: emitentów, inwestorów, sektora realnego oraz decydentów politycznych i nadzorców rynku, prowadzi do wniosku, że rynek ESN ma znaczący potencjał, a jego budowa ma dobrze osadzone uzasadnienie biznesowe, które może liczyć na poparcie polityczne UE.

Bibliografia

Bank for International Settlements, *Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools*, January 2013, <https://www.bis.org/publ/bcbs238.pdf>

Covered Bond Label, Harmonized Transparency Template, <https://www.coveredbondlabel.com/issuers/harmonised-transparency-template/>

Directive (EU) 2019/2162 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 *on the issue of covered bonds and covered bond public supervision* and amending Directives 2009/65/EC and 2014/59/EU (Text with EEA relevance), Dz.Urz.UE L 328/29.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. *w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wyłączenie II)* (Tekst mający znaczenie dla EOG), Dz.Urz.UE L335/1.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE *w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy* (Tekst mający znaczenie dla EOG), Dz.Urz.UE L 330/1.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/1160 z dnia 20 czerwca 2019 r. zmieniająca dyrektywy 2009/65/WE i 2011/61/UE *w odniesieniu do transgranicznej dystrybucji prowadzonej przez przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania* (Tekst mający znaczenie dla EOG), Dz.Urz.UE L 188/106.

Dżuryk A., *Rola listów zastawnych w zwiększaniu stabilności polskiego systemu finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2020.

Dżuryk A., (a) *Europejskie obligacje zabezpieczone jako nowa klasa aktywów rynku kapitałowego*, „Bezpieczny Bank” 2021, Nr 3(84).

Dżuryk A., (b) *Perspektywy rozwoju europejskich obligacji zabezpieczonych*, „Bezpieczny Bank” 2021, Nr 3(84).

European Banking Authority, *EBA Report on the European Secured Notes (ESNS)*, London 24 July 2018, <https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2087449/6fe04a31-ec0b-4ea1-9508-258ad2cf72d8/EBA%20Final%20report%20on%20ESNs.pdf?retry=1>

European Commission, *Capital markets union 2020 action plan: A capital markets union for people and businesses*, 24 September 2020, https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en

European Covered Bond Council, <https://hypo.org/ecbc/>

European Mortgage Federation, <https://hypo.org/emf/about-us/>

European Mortgage Federation – European Covered Bond Council, *European Secured Notes (ESN) Blueprint*, Brussels, April 2021, <https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2017/05/ECBC-ESN-Blueprint-April-2021.pdf>

Europejski Bank Centralny (Eurosystemu), Co to są ukierunkowane dłuższe operacje re-finansujące (TLTRO), <https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/tltro.pl.html>

Eurostat, Small and Medium-Sized Enterprises (SMES), <https://ec.europa.eu/eurostat/web/structural-business-statistics/small-and-medium-sized-enterprises>

Fuchs K., Bergman D., *Making the case for European Secured Notes as an EU safe asset*, Scope Ratings, 6 October 2020, <https://www.scooperatings.com/ScopeRatingsApi/api/download-study?id=dfa74ad6-f1ca-4860-a916-bc0638846bb1>

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., *Unia Rynków Kapitałowych. Stanowisko Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w sprawie koncepcji Unii Rynków Kapitałowych*, Warszawa 27.04.2015, https://www.gpw.pl/pub/files/PDF/Stanowisko_GPW_unia_rynkow_kapitalowych.pdf

Grossmann R., Stöcker O., *Overview of Covered Bonds*, [w:] *2015 ECBC European Covered Bond Fact Book*, W. Kälberer (ed.), ECBC Publication, Brussels 2015.

Investopedia, Environmental, Social, and Governance (ESG) Criteria, <https://www.investopedia.com/terms/e/environmental-social-and-governance-esg-criteria.asp>

Investopedia, *Liquidity Coverage Ratio (LCR)*, <https://www.investopedia.com/terms/l/liquidity-coverage-ratio.asp>

Investopedia, *What Is Bail-In?*, <https://www.investopedia.com/terms/b/bailin.asp>

Komisja Europejska, EU Taxonomy for sustainable activities, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en

Komisja Europejska, *Europejski Zielony Ład*, https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_pl

Komisja Europejska, *Przejrzystość finansowa – jeden unijny punkt dostępu do informacji na temat spółek*, https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12776-Przejrzystosc-finansowa-jeden-unijny-punkt-dostepu-do-informacji-na-temat-spo%C5%82ek_pl

Narodowy Bank Polski, *Resolution, czyli nowe podejście do banków zagrożonych upadłością*, Warszawa 2015, <https://www.nbp.pl/systemfinansowy/Resolution.pdf>

Papadopoulos G., Rikama S., Alajääskö P., Salah-Eddine Z., Airaksinen A., Luomaranta H., *Statistics on small and medium-sized enterprises*, Eurostat, May 2018, https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Statistics_on_small_and_medium-sized_enterprises&oldid=563999

Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 9 lipca 2015 r. w sprawie tworzenia unii rynków kapitałowych, 2015/2634 (RSP), Dz.Urz.UE C 265/76.

Richard Kemmish Consulting Limited, *Feasibility Study on European Secured Notes. Final Report*, July 2018, <https://op.europa.eu/pl/publication-detail/-/publication/eba761b4-d026-11e8-9424-01aa75ed71a1>

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwe-

stycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Capital Requirements Regulation, CRR), Dz.Urz.UE L 176/1.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/834 z dnia 20 maja 2019 r. zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 w odniesieniu do obowiązku rozliczania, zawiązania obowiązku rozliczania, wymogów dotyczących zgłaszania, technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego, rejestracji repozytoriów transakcji i nadzoru nad nimi, a także wymogów dotyczących repozytoriów transakcji (Tekst mający znaczenie dla EOG), Dz.Urz.UE L141/42.

SASB Standards, <https://www.sasb.org/about/>

Vogel T., Sava-Montanari S., Reyes Gaskin R.L., Rudin S., Ansart J., *European Secured Notes Coming to a Bank Near You?* Latham & Watkins Financial Regulatory and Capital Markets Practices, September 23, 2020, Number 2798, <https://www.jdsupra.com/legalnews/european-secured-notes-coming-to-a-bank-12719/>