

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

Kształtowanie rynku europejskich obligacji zabezpieczonych (ESN)

Streszczenie

Artykuł charakteryzuje proces kształtowania rynku europejskich obligacji zabezpieczonych (*European Secured Notes*, ESN), na podstawie doświadczeń rynku listów zastawnych, jako nowego paneuropejskiego instrumentu rynku kapitałowego służącego finansowaniu działalności bankowej, w szczególności w zakresie kredytowania małych i średnich przedsiębiorstw. Charakterystykę ustrukturyzowano na cztery obszary tematyczne, na które składają się: znaczenie instrumentów o podwójnym regresie, koncepcja nowego instrumentu kapitałowego, preferencje inwestorów oraz studium wykonalności nowego instrumentu. Analizy literatury i źródeł empirycznych wskazują, że rynek ESN ma znaczący potencjał rozwoju ze względu na uzasadnienie biznesowe, poparcie polityczne UE i jej agend, mimo dotychczasowego sceptycyzmu podmiotów rynku finansowego.

Słowa kluczowe: europejskie obligacje zabezpieczone, MŚP, ESG, zrównoważona gospodarka, Unia Rynków Kapitałowych, listy zastawne

Kody JEL: G18, G28

Shaping the European Secured Notes (ESN) market

Abstract

The article characterizes the process of shaping the European Secured Notes (ESN) market, as a new pan-European capital market instrument for financing banking activities, based on the experience of the covered bonds market. ESN is particularly dedicated in lending to small and medium-sized enterprises. The characterization was structured into four thematic areas, consisting of: the importance of double-recourse instruments, the concept of the new capital instrument, investor preferences and the feasibility study of the new instrument. Analyses of literature and empirical sources indicate that the ESN market has significant potential for

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

development due to the business benefits and political support of the EU and its agencies despite the skepticism of financial market players to date.

Keywords: European Secured Notes, SME, ESG, sustainable economy, Capital Markets Union

JEL Codes: G18, G28

Wstęp

W ramach debaty o unii rynków kapitałowych (*Capital Markets Union*)¹ pojawiła się inicjatywa europejskich obligacji zabezpieczonych (*European Secured Notes, ESN*) oparta na koncepcji listów zastawnych (*covered bonds*) jako instrumentów stabilnego, długoterminowego finansowania działalności bankowej. ESN miałyby umożliwiać bankom finansowanie nowej klasy aktywów dla małych i średnich przedsiębiorstw (*small and medium-sized enterprises, SME*)², uwzględniając standardy ESG (*environmental, social, governance*)³. ESN wykorzystuje techniki⁴ i najlepsze praktyki rynkowe⁵ listów zastawnych w instrumencie rynku kapitałowego, który miałyby

¹ Projekt unii rynków kapitałowych ma na celu ułatwienie napływu inwestycji z innych krajów do Unii Europejskiej 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 roku w sprawie tworzenia unii rynków kapitałowych, 2015/2634 (RSP). Dz.U.UE C 265/09 z 11.8.2017; Unia Rynków Kapitałowych. Stanowisko Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w sprawie koncepcji Unii Rynków Kapitałowych, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., 27.04.2015, https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/Stalowisko_GPW_unia_rynkow_kapitalowych2.pdf (dostęp 28.08.2023).

² W odróżnieniu od kredytów hipotecznych stanowiących aktywa bazowe hipotecznych listów zastawnych.

³ Kryteria środowiskowe, społeczne i ładu korporacyjnego to zestaw standardów zachowań firm, wykorzystywanych przez świadomych społecznie inwestorów do wyboru potencjalnych inwestycji. Kryteria środowiskowe uwzględniają sposób, w jaki firma chroni środowisko, w tym na przykład 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. *Environmental, Social, and Governance (ESG) Criteria*, Investopedia, <https://www.investopedia.com/terms/e/environmental-social-and-governance-esg-criteria.asp> (dostęp 27.08.2023).

⁴ W szczególności mechanizm podwójnego regresu (do emitenta i wydzielonej puli aktywów), nadzabezpieczenie (kredyty zabezpieczające emitowane listy zastawne stanowią ponad 100% wartości emisji), segregacja 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) (Dźurzyk 2020).

⁵ Zdefiniowane w *Covered Bond Label* stanowiącym swoisty znak jakości listu zastawnego. Certyfikat ten został opracowany przez Europejską Radę ds. Listów Zastawnych (*European Covered Bond Council, ECBC*), organizację grupującą społeczność europejskich emitentów, w ścisłej współpracy z inwestorami, regulatorami i ze wszystkimi głównymi interesariuszami. *Harmonized Transparency Template*, strona Covered Bond Label, <https://www.coveredbondlabel.com/htt> (dostęp 27.08.2023).

być dostępny także w sytuacjach stresu rynkowego czy kryzysu finansowego, działając przez to antycyklicznie.

Projekt ESN zyskał na znaczeniu po ogłoszeniu planu działań Komisji Europejskiej (UE) w zakresie unii rynków kapitałowych⁶ oraz ze względu na możliwość wykorzystania tego instrumentu jako narzędzia odbudowy europejskiej gospodarki po pandemii Covid-19, przede wszystkim w odniesieniu do małych i średnich przedsiębiorstw stanowiących trzon gospodarki europejskiej.

Celem artykułu jest charakterystyka doświadczeń budowy rynku ESN⁷. Opracowanie ustrukturyzowano na cztery obszary tematyczne, na które składają się: znaczenie instrumentów o podwójnym regresie, koncepcje nowego instrumentu kapitałowego, preferencje inwestorów, studium wykonalności nowego instrumentu oraz stanowiska Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego (*European Banking Authority*, EBA) wobec ESN.

Charakterystykę procesu kształtowania rynku ESN opracowano na podstawie dostępnej literatury, projektów i aktów normatywnych UE i jej agend, a zwłaszcza EUNB oraz Europejskiej Rady ds. Listów Zastawnych, w której uczestniczą podmioty biorące aktywny udział w opracowaniu nowego instrumentu.

1. Instrumenty finansowe o podwójnym regresie

W ramach debaty nad przepływami kapitału w UE, Jean-Claude Juncker, określając cele dla Komisji Europejskiej (KE), zarysował koncepcję utworzenia unii rynków kapitałowych (Juncker 2016). Głównymi celami integracji rynków kapitałowych są: większa dywersyfikacja finansowania gospodarki europejskiej oraz obniżenie kosztu pozyskania kapitału. W szczególności unia rynków kapitałowych ma służyć⁸:

- usprawnieniu przepływu kapitału od inwestorów do kluczowych obszarów gospodarki europejskiej, tj. start-upów, małych i średnich przedsiębiorstw oraz projektów inwestycyjnych;
- zwiększeniu efektywności rynku i pośrednictwa finansowego w transferze funduszy w skali międzynarodowej do firm finansujących swój rozwój, po akceptowalnym koszcie i na tych samych warunkach jak na rynku krajowym;
- zmniejszeniu ryzyka transferu i alokacji kapitału w ramach Unii Europejskiej do podmiotów, które są w stanie go lepiej wykorzystać;
- zdywersyfikowaniu źródeł finansowania i mniejszej zależności rynku europejskiego od banków, tym samym zwiększeniu jego odporności na zjawiska kryzysowe.

⁶ *Capital markets union 2020 action plan: A capital markets union for people and businesses*, European Commission, 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 27.08.2023).

⁷ Artykuł jest zapowiedzią przygotowywanej przez autora monografii na temat europejskich obligacji zabezpieczonych.

⁸ *The role of Dual Recourse Instruments for Long-Term Finance in Europe*, A. Jobst (ed.), European Covered Bond Council, February 2015, s. 2.

KE zobowiązała się do stworzenia fundamentów unii rynków kapitałowych, obejmujących wszystkie kraje członkowskie UE, z nadrzędnym zadaniem poszerzenia dostępu do finansowania długoterminowego. Przy czym kluczowe było, aby sektor finansowy zareagował na tę inicjatywę opracowaniem odpowiednich produktów, umożliwiających promocję stabilnego i bezpiecznego finansowania długoterminowego gospodarki w UE.

Pierwotnie zamierzano opracować instrument o podwójnym regresie w nawiązaniu do doświadczeń listów zastawnych lecz z zachowaniem ich wyraźnej odmienności. Przy czym opierano się na wysokiej odporności listów zastawnych, która została zweryfikowana makroostrożnościowo w stresowych warunkach globalnego kryzysu finansowego (GKF) z lat 2007–2009 (Grossmann i Stöcker 2015, s. 110–111). Zachowując integralność tradycyjnych listów zastawnych jako instrumentu finansowania długoterminowego dla sektora bankowego, wybrane ich cechy posłużyły do opracowania nowego instrumentu o podwójnym regresie. Zmierzano przy tym do poszerzenia źródeł finansowania dla sektora bankowego o instrumenty wysokiej jakości kredytowej. Zakładano, że taki instrument przyniesie następujące bezpośrednie korzyści⁹:

- pozyskanie znaczących dodatkowych funduszy dla nowej klasy aktywów, przy potencjalnie niższych kosztach finansowania dla SME;
- zwiększenie wolumenu finansowania SME poprzez powiększenie marży odsetkowej netto (*net interest margin*) banków, z uwagi na niższe koszty finansowania działalności bankowej;
- poszerzenie zbioru narzędzi zarządzania płynnością dla banków (LCR¹⁰ i NSFR¹¹);
- wprowadzenie bardziej efektywnego wehikułu transmisji polityki monetarnej;
- ułatwienie regulatorom i inwestorom monitorowania bilansów banków przez wdrożenie jednolitych i transparentnych standardów raportowania i transparentności finansowania SME.

⁹ *The role of Dual Recourse Instruments...*, *op. cit.*, s. 8.

¹⁰ Zgodnie z zasadami Banku Rozrachunków Międzynarodowych (*Bank for International Settlements*, BIS) banki w Unii Europejskiej muszą utrzymywać płynne aktywa na poczet przyszłych wypływów gotówki. KE określiła szczegółowo aktywa kwalifikujące się do tego wymogu (*Liquidity Coverage Ratio*, LCR). Commission Delegated Regulation (EU) 2015/61 of 10 October 2014 to supplement Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and the Council *with regard to liquidity coverage requirement for Credit Institutions*. Text with EEA relevance. Dz.U.UE L 11/1 z 17.1.2015.

¹¹ W związku z niepowodzeniem wielu banków w zakresie odpowiedniego pomiaru, zarządzania i kontroli ryzyka płynności w roku 2007 i latach kolejnych, Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (BCBS) wprowadził dwa standardy płynności w ramach pokryzysowych reform Bazylea III. Pierwszym z nich jest współczynnik pokrycia płynności (LCR). Zwiększa ona krótkoterminową odporność banków. Drugi standard – wskaźnik stabilnego finansowania netto (*Net Stable Funding Ratio*, NSFR) – ma na celu promowanie odporności w dłuższym horyzoncie czasowym poprzez tworzenie zachęt dla banków, aby finansowały swoją działalność z bardziej stabilnych źródeł finansowania. *Net Stable Funding Ratio (NSFR) – Executive Summary*, strona Bank for International Settlements, <https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/nsfr.htm> (dostęp 27.08.2023).

Powodzenie we wdrożeniu nowego instrumentu o podwójnym regresie dla finansowania akcji kredytowej banków dla SME mogłoby służyć jako przykład dla rozwoju instrumentów finansowania innych sektorów gospodarki, szczególnie z uwzględnieniem potrzeb transformacji energetycznej czy praktyki realizacji koncepcji ESG.

2. Koncepcja nowego instrumentu kapitałowego

W lutym 2015 roku KE skierowała do konsultacji projekt zorganizowania unii rynków kapitałowych¹² wspierany m.in. przez Europejską Radę ds. Listów Zastawnych (*European Covered Bond Council, ECBC*). ECBC opowiedziała się za rozwojem długoterminowego finansowania inwestycji i jednolitego rynku kapitałowego w UE. Wspierając ideę unii rynków kapitałowych, ECBC podkreśliła kluczową rolę KE w koordynacji inicjatyw rynkowych i instytucjonalnych na poziomach krajowym, europejskim i międzynarodowym¹³. Stanowisko ECBC odzwierciedlające oddolne podejście rynkowe (*bottom-up*)¹⁴ wyrażało jednocześnie konsensus rynkowy w kwestii opracowania i wdrożenia nowego paneuropejskiego instrumentu finansowania działalności kredytowej banków poprzez¹⁵:

- poszerzenie bazy inwestorów dla SME oraz
- zrównoważoną, wysokojakościową sekurytyzację odpowiadającą cesze zrównoważonego finansowania.

Propozycja ECBC dotyczyła w szczególności instrumentu opartego na zasadzie podwójnego regresu o nazwie europejska obligacja zabezpieczona (*European Secured Note, ESN*)¹⁶. Propozycja ta dotyczyła instrumentu, który umożliwiłaby finansowanie innych klas aktywów, względem tradycyjnych listów zastawnych zabezpieczonych kredytami hipotecznymi (hipoteczne listy zastawne) lub aktywami sektora publicznego (publiczne listy zastawne) zwłaszcza dla SME oraz inwestycji infrastrukturalnych finansowanych poprzez¹⁷:

- instrument bilansowy o podwójnym regresie, wykorzystujący techniki finansowania typowe dla listów zastawnych;
- strukturę pozabilansową wykorzystującą techniki znane z wysokojakościowej sekurytyzacji, z wariantem udziału w ryzyku dla inwestora i odciążeniem kapitałowym dla emitenta.

¹² *Public Consultation: Building a Capital Markets Union*. European Commission, Brussels, 18.02.2015, oficjalna strona Komisji Europejskiej, https://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm (dostęp 27.08.2023).

¹³ *Analysing the Potential of Dual Recourse Funding Instrument, European Secured Note (ESN), as a Source of Long-Term Financing for the Real Economy in the EU*, European Covered Bond Council, 12.05.2015.

¹⁴ *ECBC Response to the Green Paper on Building a Capital Markets Union*, European Mortgage Federation – European Covered Bond Council, Brussels, 12 May 2015, <https://hypo.org/app/uploads/sites/2/2021/04/ECBC-Response-to-the-Green-Paper-on-Building-a-Capital-Markets-Union-CMU-2.pdf>

¹⁵ *Ibidem*.

¹⁶ *ECBC Response to the Green Paper on Building a Capital Markets Union...*, *op.cit.*, s. 1.

¹⁷ *Ibidem*, s. 2.

Dodatkową zaletą tego nowego rozwiązania był jego antycykliczny charakter i dostępność w warunkach stresu rynkowego.

Koncepcja nowego zestawu instrumentów typu ESN zakładała powszechność akceptacji i podobieństwo rozwiązań technologicznych we wszystkich krajach UE, a w szczególności¹⁸:

- kryteriów kwalifikowalności,
- definicji,
- parametrów ryzyka,
- dostępu do danych oraz
- rozwiązań informatycznych.

Co więcej, inicjatywa oparta na oddolnym konsensusie rynkowym, i najlepszych praktykach rynkowych, mogłaby być stosunkowo szybko implementowana do przepisów krajowych. Z kolei jasne reguły regulacyjne i nadzorcze wysokiej jakościowego instrumentu finansowania stwarzałyby szanse na przeprowadzenie studium wykonalności w zakresie analizy ryzyka i ceny przez emitentów oraz inwestorów na poziomie europejskim.

ECBC zaproponowała tzw. mapę drogową dla odbudowy gospodarki europejskiej, która wspiera inicjatywę KE, identyfikując ograniczenia regulacyjne. Proponowane przez EBC rozwiązania nie wymagały istotnych zmian regulacyjnych. ECBC składowała, że¹⁹:

- tradycyjne listy zastawne zapewniają stabilność systemu finansowego i dostęp do rynków kapitałowych w warunkach kryzysu dzięki jednoznacznej charakterystyce makroostrożnościowej, a jakiegokolwiek jej rozmycie, poprzez zwiększenie ryzyka, mogłoby naruszyć systemowe znaczenie tej klasy aktywów;
- w świetle toczącej się dyskusji na temat zarówno finansowania SME, jak i projektów infrastrukturalnych w kontekście wysokich jakościowo technik i standardów sekurytyzacyjnych, ważne jest, aby wyznaczyć kryteria demarkacyjne oddzielające tradycyjne listy zastawne i ESN dla innych rodzajów aktywów jako zabezpieczeń.

W opinii ECBC interesariusze sektora prywatnego mogliby odgrywać większą rolę w finansowaniu wzrostu realnej gospodarki jeżeli stworzyłoby się dla nich przejmowanie ryzyka, jak i jego wycenę na paneuropejskiej platformie rynkowej pozwalającej im na właściwą analizę rynku w ujęciu transgranicznym.

ESN oparty na aktywach małych i średnich przedsiębiorstw, mocno osadzony w krajowych ramach prawnoregulacyjno-nadzorczych, zgodny z UCITS²⁰, mógłby przy-

¹⁸ *Ibidem.*

¹⁹ *Ibidem.*

²⁰ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/EU z 23 lipca 2014 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe w zakresie funkcji depozytariusza, polityki wynagrodzeń oraz sankcji, która zmieniła Dyrektywę 2009/65/EC (*Undertakings for the collective investment in transferable securities, UCITS*). Dz.U.UE L 257/186 z 28.8.2014.

czynić się do realizacji projektu unii rynków kapitałowych. Zapewnienie wsparcia regulacyjnego dla tego instrumentu mogłoby być znaczące i obejmować: kwalifikowalność do LCR i transakcji *repo* Europejskiego Banku Centralnego (EBC) i Banku Anglii, niższe wagi ryzyka w CRR²¹ i Solvency II²², kwalifikowalność CRA III²³ oraz wyłączenie z procedury restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków (*bail-in*)²⁴.

Wsparciem tej inicjatywy powinny być KE i inne instytucje europejskie, pełniące odpowiednie funkcje lub zadania w koordynacji instytucjonalnej. Dotyczyć to może opracowania jednolitych wytycznych dla krajów członkowskich, promocji ról narodowych i ponadnarodowych instytucji w inwestowaniu w ESN lub gwarantowaniu nowego instrumentu oraz lansowania w odpowiedniej perspektywie preferencyjnego traktowania regulacyjnego (dla transakcji *repo* lub dla wymogów kapitałowych), wreszcie ujednoczenia definicji i kategoryzacji SME.

3. Charakterystyka badań zapotrzebowania na ESN

Bank Societe Generale przeprowadził ankietę wśród 16 inwestorów instytucjonalnych (*real money investors*), w tym 75% respondentów stanowiły podmioty zarządzające aktywami (*asset managers*), aby zbadać ich stosunek do przedstawionych propozycji ECBC dotyczących ESN (Costa 2015). Respondenci posiadali około 5 bilionów euro aktywów w zarządzaniu (*assets under management, AUM*). Kwestionariusz zawierał 11 pytań i miał na celu określenie, jaka struktura ESN byłaby przez nich preferowana oraz, jakie wspólne kryteria i cechy byłyby konieczne, aby wywołać popyt inwestorów. W badaniu pominięto inwestorów bankowych, ponieważ ten segment jest regulowany (przynajmniej w zakresie kwalifikowalności LCR czy preferencyjnej wagi ryzyka), co wpływa na percepcję ESN. Przyjęto, że duże podmioty zarządzające aktywami są bardziej otwarte na nowe instrumenty o podwójnym regresie. W badaniu uwzględniono także podmioty inwestujące w tradycyjne listy zastawne.

ESN, których celem jest finansowanie działalności bankowej, plasują się pomiędzy tradycyjnymi listami zastawnymi a sekurytyzacjami wysokiej jakości. ECBC zapro-

²¹ 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.U.UE L 176/1 z 27.6.2013.

²² Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35 of 10 October 2014 supplementing Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (*Solvency II*). Text with EEA relevance. Dz.U.UE L 12/1 z 17.1.2015.

²³ Regulation (EU) No 462/2013 of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies. Text with EEA relevance. Dz.U.UE L 146/1 z 31.5.2013.

²⁴ J. Young, *Bail-In: Definition and Role in a Financial Crisis*, Investopedia, <https://www.investopedia.com/terms/b/bailin.asp> (dostęp 27.08.2023); *Operational guidance on bail-in implementation*, strona Single Resolution Board, <https://www.srb.europa.eu/en/content/operational-guidance-bail-implementation> (dostęp 27.08.2023).

ponowała dwie możliwe struktury ESN. Pierwsza, to instrument bilansowy (zbliżony do listu zastawnego) z dynamiczną pulą zabezpieczenia i podwójnym regresem do banku emitenta. Druga ma charakter pozabilansowy o podwójnym regresie także z dynamiczną pulą zabezpieczeń. W zależności od struktury może ona zapewnić ulgę kapitałową lub transfer i partycypację w ryzyku banku emitenta.

Dla rozwoju ESN rynek potrzebuje wystandaryzowanej definicji kredytu dla SME lub innego kwalifikowanego aktywa stanowiącego zabezpieczenie emisji. Wspólne cechy jakościowe i kryteria kwalifikowalności powinny być jednakowo stosowane we wszystkich krajach UE, a jednocześnie pożądane jest, aby ESN korzystały z preferencyjnego traktowania regulacyjnego. Według analityków Banku Societe Generale nadzór publiczny łącznie z kwalifikowalnością UCITS będą miały kluczowy wpływ na spopularyzowanie ESN na rynku, szczególnie biorąc pod uwagę zakres preferencyjnego traktowania regulacyjnego w zakresie LCR, Solvency II, CRA III oraz do transakcji *repo* z EBC i Banku Anglii. Ponadto ważne znaczenie będzie miała transparentność danych dotyczących ESN.

Agencje ratingowe także skomentowały propozycję nowego instrumentu (Costa 2015, s. 1). Fitch stwierdził, że ryzyko kredytowe bilansowego ESN można oceniać zgodnie z kryteriami ratingowymi listów zastawnych, a ryzyko kredytowe odciążenia kapitałowego zgodnie z globalnymi kryteriami ratingowymi finansowania strukturyzowanego. W zależności od rodzaju wzmocnienia struktury (zwiększenia zabezpieczenia) nowego instrumentu, Fitch mógłby podnieść rating ESN o 1–2 stopnie powyżej ratingu banku emitenta pod warunkiem, że rating mieściłby się w zakresie oceny inwestycyjnej. DBRS również stwierdził, że możliwe jest wystawienie ratingu dla obu rodzajów struktur ESN, natomiast metodologia będzie uzależniona od szczegółowych rozwiązań, w tym ram prawnych, informacji o zabezpieczeniach, transparentności danych oraz zapewnienia lub nie gwarancji.

ESN może być atrakcyjny dla inwestorów szczególnie w sytuacji, gdy rentowność listów zastawnych byłaby stosunkowo niska.

Respondenci preferowali strukturę bilansową ESN wobec pozabilansowej. Przy czym wskazywali, że pule zabezpieczeń powinny być homogeniczne i łatwo porównywalne. Dla inwestorów preferujących pozabilansowe ESN zewnętrzna gwarancja nie byłaby konieczna, natomiast podstawowe znaczenie dla stymulowania popytu miałyby preferencyjne traktowanie regulacyjne. W opinii respondentów unijne uregulowania prawne były preferowane względem rozwiązań cywilno-prawnych. Jako inne istotne czynniki stymulujące popyt wymieniano: płynność, włączenie do indeksów (*index inclusion*) i, w mniejszym stopniu, rating kredytowy. W kontekście ceny, jako kluczowy czynnik popytu, wskazano spozycjonowanie nowego instrumentu między listami zastawnymi a innymi klasami aktywów.

4. Studium wykonalności ESN

Na zlecenie KE Richard Kemmish Consulting Limited opracowało studium wykonalności ESN²⁵ z uwzględnieniem traktowania nadzorczego i statusu ostrożnościowego listów zastawnych jako bazy odniesienia oraz oceniono potencjał rozwoju tej nowej klasy aktywów.

Na potrzeby studium wykonalności ESN zostały zdefiniowane jako papiery wartościowe wykorzystujące struktury wypracowane na rynku tradycyjnych listów zastawnych do finansowania aktywów, w tym przypadku kredytów dla SME oraz kredytów na inwestycje infrastrukturalne.

Znaczenie ESN dla gospodarki europejskiej należy rozpatrywać w kontekście tego, że SME stanowią ok. 99% przedsiębiorstw w UE, zatrudniają ca 93 mln pracowników i generują prawie 4 bln euro wartości dodanej²⁶. Nawet do 80% ich finansowania pochodzi z systemu bankowego, a jedynie reszta z rynku kapitałowego (Wehinger 2012). Istotne jest także, że SME systematycznie zgłaszają trudności w dostępie do finansowania jako jeden z najważniejszych problemów, a ich skala jest zmienna w czasie, niejednakowa dla poszczególnych krajów²⁷.

Zalecenie KE z 2003 roku²⁸ definiuje SME jako podmioty zatrudniające maksymalnie 250 pracowników o rocznym obrocie nieprzekraczającym 50 milionów euro lub wartości rocznego bilansu nie przekraczającej 43 milionów euro. Niestety, w praktyce stosowane są także inne definicje (np. EBC, przepisy krajowe czy procedury banków), co stanowi utrudnienie w rozwoju ESN, w koncepcji wcześniej zreferowanej.

Podczas gdy problemy definicyjne utrudniają dokładne oszacowanie całkowitej ekspozycji systemu bankowego na SME²⁹, banki objęte badaniem przejrzystości Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego (reprezentujące 85% aktywów bankowych w UE) zgłosiły łączną ekspozycję o wartości 3 bilionów euro w tej klasie aktywów³⁰. Dla porównania, wielkość ta dla mieszkaniowych kredytów hipotecznych, które stanowią zabezpieczenie tradycyjnych listów zastawnych, wynosiła odpowiednio 7 bilionów euro³¹.

²⁵ *Feasibility Study on European Secured Notes*, Richard Kemmish Consulting Limited, European Commission, July 2018.

²⁶ Dane Eurostat wg definicji małego i średniego przedsiębiorstwa opartej na wielkości rocznego obrotu.

²⁷ *Survey on the access to finance of enterprises*, strona European Central Bank | Eurosystem, https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html (dostęp 27.08.2023).

²⁸ Zalecenie Komisji z dnia 6 maja 2003 r. w sprawie definicji mikroprzedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw. Dz.U.UE L 124 z 20.5.2003.

²⁹ Ekspozycje wobec małych i średnich przedsiębiorstw w systemie bankowym są zdefiniowane w art. 501 rozporządzenia w sprawie wymogów kapitałowych (CRR), który zawiera limit 1,5 mln euro dla danego podmiotu.

³⁰ *2017 EU-wide transparency exercise*, European Banking Authority, <https://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-transparency-exercise/2017> (dostęp 27.08.2023).

³¹ *ECBC European Covered Bond Fact Book 2017 Edition*, European Mortgage Federation | European Covered Bond Council, Brussels, 25 August 2017.

Infrastrukturalne kredyty bankowe zostały zdefiniowane w Solwency II³² oraz w Rozporządzeniu w sprawie wymogów kapitałowych (*Capital Requirements Regulation, CRR*)³³. Ekspozycja banków europejskich na tę klasę aktywów jest trudna do oszacowania metodą odgórną (*top-down*) m.in. ze względu na transgraniczny charakter tego rynku, a w szczególności z uwagi na to, że znaczna część tych kredytów została udzielona przez banki pozaeuropejskie. Z oddolnych (*bottom-up*) statystyk banków przedstawionych w raporcie przejrzystości EUNB wynikało, że aktywa te stanowiły około 0,9 biliona euro³⁴.

Chociaż w Unii Europejskiej nie istniały obligacje oparte na koncepcji ESN, to miały miejsce emisje podobnych instrumentów finansowych³⁵.

- W 2013 roku Commerzbank wyemitował instrument o podwójnym regresie zabezpieczony kredytami dla SME. Emisja ta została ustrukturyzowana kontraktowo i jako taka nie skorzystała z nadzoru regulatora, ochrony prawnej ani preferencyjnego traktowania ostrożnościowego, jakie otrzymują tradycyjne listy zastawne. Została ona jednak dobrze przyjęta przez inwestorów i stanowi interesujący przykład funkcjonalności ESN.
- Zarówno we Włoszech, jak i we Francji, krajowe banki centralne wprowadziły rozwiązania umożliwiające wykorzystanie kredytów dla SME jako zabezpieczenia dla operacji otwartego rynku. Nie były to jednak wysoce ustrukturyzowane instrumenty, a banki centralne stosowały stosunkowo wysokie dyskonta wartości (*valuation haircuts*).
- We Włoszech przyjęto ustawę (*Obbligazioni Bancarie Collateralizzate*), która zezwala na wykorzystanie kredytów dla SME jako zabezpieczenia emisji obligacji z podwójnym regresem, podobnych do listów zastawnych, która jest stosowana w praktyce, mimo że nie zostało wydane rozporządzenie wykonawcze.
- Tureckie przepisy dotyczące listów zastawnych dopuszczają, aby kredyty dla SME służyły jako zabezpieczenie. Jednak postrzeganie przez inwestorów jakości kredytowej kraju (*sovereign credit*) sugeruje, że struktura tych obligacji nie jest dobrym wzorem ESN.
- Kredyty dla SME są czasami wykorzystywane jako zabezpieczenie w transakcjach sekurytyzacyjnych. Od czasu kryzysu z lat 2007–2009 duża liczba tych transakcji została wstrzymana przez emitentów w celu wykorzystania aktywów jako zabezpieczenia do transakcji *repo*, chociaż ze względu na niższy poziom ujawnień na tym rynku nie było możliwe dokładne oszacowanie ich wartości. Sekurytyzacje, chociaż nie są instrumentami o podwójnym regresie *per se*, to efektywnie mają taki charakter, jeśli są zatrzymane przez emitenta i wykorzystywane jako zabezpieczenie.

³² Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35..., *op. cit.*

³³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 575/2013..., *op. cit.*

³⁴ 2017 EU-wide transparency exercise..., *op. cit.*

³⁵ Feasibility Study on European Secured Notes..., *op. cit.*, s. 32–36.

Tradycyjne listy zastawne podlegają szczególnemu traktowaniu ostrożnościowemu na mocy różnych aktów prawnych UE, jednak celowe byłoby rozszerzenie niektórych z nich na ESN³⁶:

- Instrumenty pochodne, jak swapy procentowe stosowane do zabezpieczenia listów zastawnych, są zwolnione z obowiązku rozliczania na mocy rozporządzenia EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*)³⁷. Należałoby zapewnić takie samo traktowanie instrumentów pochodnych powiązanych z nowym instrumentem, ponieważ nie byłoby to sprzeczne z celami tego rozporządzenia i byłoby istotne dla uzyskania efektywnej struktury ESN.
- Tradycyjne listy zastawne są wymienione w wykazie instrumentów zwolnionych z umorzenia (*bail-in*) na mocy dyrektywy BRRD (*Bank Recovery and Resolution Directive*)³⁸. Chociaż dług zabezpieczony jest zwolniony z umorzenia, konieczne byłoby wyraźne wskazanie ESN na liście zwolnionych papierów wartościowych, ponieważ powiązane transakcje pochodne mogłyby nie skorzystać z zabezpieczenia puli aktywów zabezpieczających oraz gdyż tylko w niektórych jurysdykcjach obligacje same w sobie nie są technicznie zabezpieczone, ale są gwarantowane przez posiadacza zabezpieczenia.
- Dyrektywa UCITS pozwala na wyższe limity koncentracji dla obligacji jednego emitenta w przypadku kwalifikowalnych listów zastawnych. W dającej się przewidzieć przyszłości jest mało prawdopodobne, aby stanowiło to problem dla ESN. Istnieje jednak niejasność w odniesieniu do traktowania innych instrumentów przez emitentów, którzy również emitują listy zastawne w ramach tego limitu. Wyjaśnienie tej niejasności byłoby pomocne dla rozwoju rynku ESN.
- Banki inwestujące w listy zastawne mogą przypisać im niższą wagę ryzyka w ramach wymogów kapitałowych. Przyznanie takiego samego traktowania ESN nie jest uzasadnione żadnymi danymi empirycznymi dotyczącymi charakterystyki ryzyka aktywów bazowych. Ponadto traktowanie ESN na równi z listami zastawnymi, zgodnie z rozporządzeniem w sprawie wymogów kapitałowych (CRR), groziłoby podważeniem wartości preferencyjnego traktowania listów zastawnych (w uznaniu ich niskiego ryzyka) i powstaniem rozbieżności pomiędzy rzeczywistym ryzykiem a traktowaniem ostrożnościowym. Bardziej ryzykowny charakter aktywów bazowych sugeruje, że ESN powinny mieć wyższą wagę ryzyka niż listy zastawne, ale korzyści płynące z procesu nadzorczego i struktury instrumentu sugerują, iż powinny one mieć niższą wagę ryzyka niż odpowiednie obligacje niezabezpieczone (*unsecured bonds*).

³⁶ *Feasibility Study on European Secured Notes...*, *op. cit.*, s. 9–10.

³⁷ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji. Tekst mający znaczenie dla EOG. Dz.U.UE L 201/1 z 27.7.2012.

³⁸ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012. Tekst mający znaczenie dla EOG. Dz.U.UE L 173/190 z 12.6.2014.

- Płynność listów zastawnych została doceniona przez traktowanie ich jako aktywów wchodzących w skład wskaźników pokrycia płynności banków. Oczekuje się, że ESN będą spełniać główne kryteria włączenia do tego wskaźnika, ale nie będzie danych empirycznych na poparcie takiego rozwiązania, dopóki rynek nie będzie bardziej ugruntowany. Jest to ważne dla wsparcia rozwoju ESN, które początkowo mogą być zakwalifikowane do kategorii 2 (*tier 2*) do czasu, gdy wyniki potwierdzą ich kwalifikowalność do kategorii 1 (*tier 1*).
- Traktowanie listów zastawnych przez inwestorów sektora ubezpieczeniowego zależy przede wszystkim od zasad alokacji kapitału określonych w Solwency II. Opierając się na przesłankach Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*, EIOPA), dotyczących preferencyjnego traktowania listów zastawnych³⁹, pożądane by było zapewnienie takiego samego traktowania ESN zabezpieczonych kredytami dla małych i średnich przedsiębiorstw⁴⁰ ze względu na mniejszą szczegółowość danych kredytowych.
- Banki centralne w Europie akceptują listy zastawne jako zabezpieczenie o różnym stopniu uprzywilejowania w stosunku do innych klas aktywów. KE uznała, że jest prawdopodobne, iż EBC przyzna preferencyjne traktowanie ESN. Inne banki centralne były mniej skłonne do takiego rozwiązania.

KE wyraziła pogląd, że rozwój ESN będzie ograniczać procedura wyznaczania wskaźnika stabilnego finansowania netto (*net stable funding ratio*, NSFR), aczkolwiek problem ten dotyczy również listów zastawnych. Bardziej korzystna metoda kalkulacji byłaby opłacalna dla rozwoju rynku ESN.

EUNB opublikował najlepsze praktyki w zakresie przepisów, strukturyzacji i nadzoru rynku listów zastawnych⁴¹. Wiele z nich zostało następnie uwzględnionych w dyrektywie w sprawie listów zastawnych⁴². Część zaleceń, dotyczących najlepszych praktyk, można wprost zastosować do ESN, a w szczególności dotyczące⁴³:

- podwójnego regresu;
- segregacji aktywów stanowiących zabezpieczenie;
- upadłości;
- administracji po ogłoszeniu niewypłacalności;

³⁹ Listy zastawne charakteryzują się mniejszą zmiennością spreadu ze względu na granularną pulę aktywów.

⁴⁰ Nie dotyczy ESN zabezpieczonych kredytami infrastrukturalnymi.

⁴¹ *Opinion of the European Banking Authority on the preferential capital treatment of covered bonds*, European Banking Authority, London, 1 July 2014; *Recommendations of the Harmonisation of the Covered Bond Frameworks in the EU*, European Banking Authority, London, 18 November 2016.

⁴² Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the issue of covered bonds and covered bond public supervision and amending Directive 2009/65/EC and Directive 2014/59/EU. Text with EEA relevance, Brussels, 12.3.2018; 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.U.UE L 328/29 z 18.12.2019.

⁴³ *Feasibility Study on European Secured Notes...*, op. cit., s. 58.

- instrumentów pochodnych;
- wyznaczenia podmiotu monitorującego pulę aktywów stanowiących zabezpieczenie;
- nadzoru regulacyjnego;
- obowiązków właściwego organu w przypadku upadłości.

Inne zalecenia, w zakresie najlepszych praktyk, wymagają modyfikacji⁴⁴:

- Zasady dotyczące składu puli aktywów stanowiących zabezpieczenie, które są trudniejsze do zdefiniowania w odniesieniu do ESN, powinny pozostać w gestii krajowych organów nadzoru.
- Nie byłoby właściwe ani praktyczne dopuszczenie aktywów spoza EOG do puli aktywów stanowiących zabezpieczenie.
- Wskaźnik wielkości kredytowania do wartości zabezpieczenia (*loan-to-value*, LTV) jako miernik jakości kredytowej nie jest w przypadku ESN odpowiedni. Istnieje wiele alternatywnych miar, z których KE uznała za najbardziej właściwą prawdopodobieństwo niewykonania zobowiązania, które określono na poziomie 0,76%, ponieważ stanowi ono zbliżoną miarę ryzyka do 80% limitu LTV w obowiązującym prawodawstwie.
- Biorąc pod uwagę ryzyko związane z aktywami bazowymi, w stosunku do ryzyka hipotecznych kredytów mieszkaniowych, KE uznała, że minimalny współczynnik nadzabezpieczenia na poziomie 12,2% dla kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw i 7,4% dla kredytów infrastrukturalnych byłyby właściwymi wielkościami pokrycia dla tych klas aktywów.
- Wymóg, zgodnie z którym pula zabezpieczeń utrzymuje płynne aktywa równe co najmniej wpływom netto, w ramach programu emisji listów zastawnych, przez kolejne 180 dni, uznano za odpowiedni, ale różnice występujące w emisjach ESN w poszczególnych przypadkach przemawiały za tym, aby kalibrację miary płynności pozostawać w gestii krajowych organów nadzorczych.
- Chociaż nadzorcze testy warunków skrajnych byłyby bardziej odpowiednie w przypadku ESN niż w przypadku tradycyjnych listów zastawnych, specyfika tej kategorii aktywów w różnych jurysdykcjach (i możliwe, że między różnymi programami w ramach tej samej jurysdykcji) przemawiała za tym, że dostosowanie testów warunków skrajnych, w ramach określonych szerokich parametrów, powinno pozostać w gestii krajowych organów nadzorczych.
- Definicja aktywów bazowych byłaby mniej zharmonizowana w przypadku ESN niż dla aktywów stanowiących zabezpieczenie tradycyjnych listów zastawnych, dlatego większy nacisk został położony na ujawnianie szczegółowych informacji na temat puli zabezpieczeń. Ujawnianie poszczególnych składników aktywów w puli zabezpieczeń byłoby konieczne w przypadku ESN zabezpieczonych aktywami infrastrukturalnymi, ale już nie jest niezbędne w przypadku instrumentów zabezpieczonych kredytami dla małych i średnich przedsiębiorstw. Rynek listów zastawnych osiągnął bardzo wysoki, zharmonizowany standard ujawniania

⁴⁴ *Ibidem*, s. 58–69.

informacji w drodze konsensusu rynkowego. KE założyła, że do podobnego rozwiązania dojdzie także na rynku ESN. Jeśli zaś by to nie nastąpiło, to EUNB powinien rozważyć ustanowienie standardów ujawniania informacji dla ESN.

Na podstawie bezpośrednich spotkań, ankiety wśród inwestorów i przeglądu publikacji KE uznała, że istnieje znaczny popyt inwestorów na ESN zabezpieczone kredytami dla małych i średnich przedsiębiorstw, chociaż odnotowano pewien sceptycyzm co do tego, czy ta klasa aktywów rzeczywiście się rozwinie. Istniała za to znacznie większa powściągliwość w stosunku do ESN zabezpieczonych kredytami infrastrukturalnymi, głównie ze względu na ich zróżnicowane ryzyko kredytowe i złożoność aktywów bazowych.

Wszyscy inwestorzy postrzegali adekwatną wartość godziwą tej klasy aktywów pomiędzy tradycyjnymi listami zastawnymi a długiem niezabezpieczonym tego samego emitenta, przy czym ESN zabezpieczone kredytami małych i średnich przedsiębiorstw mogą być bardziej zbliżone cenowo do listów zastawnych niż do obligacji niezabezpieczonych. Ostrożnościowe traktowanie ESN, w szczególności do celów płynności banku, oraz kwalifikowalność zabezpieczenia w ramach EBC, uznano za dwa najważniejsze czynniki przy ustalaniu ceny ESN w stosunku do listów zastawnych. Za istotne uznano również ramy nadzorcze. Ponieważ trudniej jest zdefiniować nową klasę aktywów lub ujednoczyć strukturę w całej Europie, w porównaniu z tradycyjnymi listami zastawnymi, inwestorzy uznali, że większa przejrzystość i poleganie na lokalnych procesach nadzorczych oraz jasna, zharmonizowana definicja nowego instrumentu są równie ważnymi elementami wyceny ESN.

Inwestorzy byli podzieleni co do tego, czy inwestycje w ESN w początkowej fazie rozwoju rynku zastąpią ich inwestycje w tradycyjne listy zastawne lub też, czy zastąpią inwestycje w inne klasy aktywów. Uznali jednak, że w miarę rozwoju rynku ESN mogą się one stać samodzielną klasą aktywów.

KE przyjrzała się krajowej specyfice koncepcji ESN w 11 państwach członkowskich⁴⁵. We Włoszech zidentyfikowano duże zainteresowanie nową klasą aktywów przede wszystkim jako źródłem zabezpieczenia dla celów zarządzania płynnością oraz jako zamiennikiem mniej wydajnego istniejącego finansowania zabezpieczonego na aktywach. We Francji apetyt na tę klasę aktywów ze strony głównych banków był stosunkowo niewielki, a wszystkie preferowały tradycyjne finansowanie za pomocą listów zastawnych. To nastawienie znalazło potwierdzenie w relatywnie niskim zainteresowaniu instrumentem ESNI (*Euro Secured Notes Issuer*) banku centralnego Francji (*Banque de France*). Jedynie jeden z banków, bez istotnej pozycji na rynku kredytów hipotecznych, wyraził duże zainteresowanie nową klasą aktywów. Żaden z konsultowanych szwedzkich interesariuszy nie był zainteresowany ESN. Wszyscy oni wyrazili przekonanie, że tradycyjne listy zastawne będą korzystniejszym i wystarczającym źródłem finansowania działalności bankowej. W Niemczech dominacja rynku listów zastawnych (*Pfandbrief*) i tradycyjnie wysoki poziom płynności, zwłaszcza w kasach oszczędnościowych, wskazywały na niewielki poten-

⁴⁵ *Ibidem*, s. 81–88.

cjał rozwoju ESN zabezpieczonych kredytami małych i średnich przedsiębiorstw. Stwierdzono, że ESN zabezpieczone kredytami infrastrukturalnymi mają potencjał, który nie jest powszechnie dostrzegany w innych państwach członkowskich. Mimo że nowa klasa aktywów stwarzałaby pewne wyzwania w zakresie strukturyzowania, to nie uznano, aby konieczny był model preferencyjnego traktowania ostrożnościowego dla wzmocnienia struktury finansowania. Hiszpańscy uczestnicy rynku podkreślali znaczną i rosnącą nadwyżkę możliwości finansowania na tradycyjnym rynku listów zastawnych oraz niższą jakość kredytową kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw, co sprawiało, że tradycyjne listy zastawne stanowiły dla nich preferowany instrument finansowania w dającej się przewidzieć przyszłości. W Danii zidentyfikowano niewielkie zapotrzebowanie na nowy instrument finansowania, a niektórzy interesariusze wyrazili obawę, że ESN mogą osłabić tradycyjny rynek listów zastawnych. Uznano za mało prawdopodobne, aby bank centralny Danii zaakceptował ESN denominowane w koronach duńskich jako zabezpieczenie. Irlandzkie banki ograniczały wykorzystanie finansowania zabezpieczonego ze względu na duże salda depozytowe i konieczność emisji długu uprzywilejowanego dla celów restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków (*bail-in*). Jednocześnie uznano, że w czasie kryzysu finansowego ESN mogłyby służyć jako przydatne narzędzie do generowania płynności z pozycji bilansu banku, aczkolwiek zainteresowanie tym instrumentem było stosunkowo niewielkie. W Polsce odnotowano rozbieżne opinie na temat potencjału ESN. Niektórzy emitenci argumentowali, że z uwagi na strukturalną nadwyżkę depozytów nad kredytami zapotrzebowanie na finansowanie zabezpieczone byłoby niewielkie lub żadne, podczas gdy inni stwierdzili, że ESN mogłyby być sposobem na przełamanie barier wejścia na rynek, wynikających z polskiego modelu specjalistycznej bankowości hipotecznej, dla mniejszych banków. Banki rumuńskie nie korzystały z możliwości finansowania za pomocą listów zastawnych ze względu na nadpłynność systemu bankowego. Wyraziły one pewien sceptycyzm co do jakości kredytowej aktywów bazowych. Ponadto uznano, że dostępna wtedy pożyczka z Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI) więcej niż zaspokajała ówczesne potrzeby sektora małych i średnich przedsiębiorstw w zakresie finansowania. Na Słowacji banki były wcześniej zobligowane do emisji dużych ilości listów zastawnych. Gdy to ograniczenie zostało zniesione, banki spodziewały się istotnego ograniczenia finansowania zabezpieczonego. Kredyty dla małych i średnich przedsiębiorstw stanowiły tam stosunkowo niewielką część wszystkich aktywów bankowych. Estonia nie miała rozwiązań prawnych dotyczących listów zastawnych. Żaden z interesariuszy nie widział istotnych wad koncepcji ESN, natomiast w dającej się przewidzieć przyszłości oczekiwano, że główny wysiłek zostanie położony na opracowanie przepisów dotyczących finansowania za pomocą tradycyjnych listów zastawnych.

Należy założyć, że będą występować znaczne różnice w początkowych (*upfront*) i bieżących (*ongoing*) kosztach ESN w różnych krajach i dla różnych emitentów, w szczególności ze względu na różnice w skali koniecznych zmian systemów informatycznych banków, które będą potrzebne do obsługi transakcji opartych na kredytach dla małych i średnich przedsiębiorstw. Niekoniecznie miałyby to miej-

sce w przypadku ESN infrastrukturalnych, biorąc pod uwagę charakter aktywów bazowych. Oczekiwano, że pozostałe koszty początkowe będą zbliżone do kosztów tradycyjnych transakcji dla listów zastawnych, aczkolwiek nieco wyższe.

Stopa zwrotu oczekiwana przez inwestorów w dużym stopniu zależy od ogólnej stopy zwrotu na rynku dla różnych instrumentów w danym czasie. Biorąc pod uwagę długoterminowe średnie dla listów zastawnych i uprzywilejowanych niezabezpieczonych obligacji emitowanych przez banki, wynoszące odpowiednio 37 punktów bazowych i 93 punkty bazowe powyżej mid-swapów, oszacowano, że ESN wymagałyby rentowności od 45 do 50 punktów bazowych powyżej mid-swapów. Stanowiłyby to dodatkowy koszt w porównaniu z tradycyjnymi listami zastawnymi od 8 do 13 punktów bazowych, a jednocześnie oszczędność w porównaniu z finansowaniem niezabezpieczonym od 43 do 48 punktów bazowych⁴⁶. Oszacowano, że wzmocnienie jakości kredytowej wymagane przez agencje ratingowe wyniesie 23%⁴⁷, chociaż może się znacznie różnić w poszczególnych przypadkach. Uzyskane wielkości szacunkowe są uzależnione od wielu, jeszcze niepodjętych, decyzji oraz od arbitralnych rozstrzygnięć KE. W związku z tym należy je traktować jako maksymalne poziomy rentowności (*yields*), które są możliwe do osiągnięcia dla scenariusza bazowego przyjętych założeń.

Zakładając, że rynek ESN ostatecznie sfinansuje taką samą część kwalifikowanych aktywów bazowych, jak tradycyjny rynek listów zastawnych w każdym kraju, potencjalna wielkość rynku wyniosłaby 1139 miliarda euro dla ESN SME i 195 miliardów euro dla ESN infrastrukturalnych⁴⁸. Biorąc jednak pod uwagę niższą skuteczność zabezpieczenia i wyższy koszt finansowania dla ESN, w porównaniu z listami zastawnymi, jest mało prawdopodobne, aby udało się osiągnąć te poziomy.

W wyniku przeprowadzonych badań wskazano na następujące scenariusze, w których może wystąpić emisja ESN⁴⁹:

- Finansowanie banków w przypadku silnego pogorszenia koniunktury na rynku kredytów hipotecznych powodującego zmniejszenie możliwości emisji tradycyjnych listów zastawnych. W skrajnym scenariuszu pogorszenia koniunktury (spadek o dwa odchylenia standardowe wartości kredytów hipotecznych w ciągu pięciu lat) zidentyfikowano 11 banków, które mogłyby wykorzystać ESN do pokrycia niedoboru finansowania działalności w wysokości 104 miliardów euro. Uwzględniając spadek dostępnych aktywów hipotecznych o kolejne 10%, liczba banków wzrosłaby do 16, a wielkość emisji ESN do 121 miliardów euro.
- W normalnych warunkach rynkowych uzyskanie finansowania przez banki nieposiadające aktywów, które mogłyby zabezpieczyć tradycyjny program listów zastawnych, ale dysponujące aktywami mogącymi stanowić zabezpieczenie programu ESN. W ankiecie dotyczącej przejrzystości zidentyfikowano 7 banków,

⁴⁶ *Ibidem*, s. 92 i 94.

⁴⁷ *Ibidem*, s. 96.

⁴⁸ *Ibidem*, s. 100.

⁴⁹ *Ibidem*, s. 103 i 105.

spełniających to kryterium, co wiązałoby się z potencjalną wielkością emisji o wartości 86 miliardów euro.

- Okoliczności, w których założenie, że ESN są droższe lub mniej efektywne pod względem zabezpieczenia niż tradycyjne listy zastawne, nie są dominujące, na przykład w sytuacji szczególnych problemów z krajowymi przepisami dotyczącymi listów zastawnych lub rynkiem kredytów hipotecznych, na przykład w Polsce lub w przyszłości w innych krajach.

W ostatnich dwóch przypadkach trudno jest oszacować potencjalne wielkości emisji ESN.

Potencjalne korzyści legislacji ESN obejmują⁵⁰:

- Zwiększenie dostępności finansowania i/lub obniżenie kosztu finansowania aktywów bazowych. Miałyby to miejsce w przypadku niewielkiej liczby wyspecjalizowanych kredytodawców, ponieważ instytucje posiadające aktywa kwalifikujące się do emisji listów zastawnych korzystałyby w pierwszym rzędzie z tradycyjnych programów.
- Zwiększenie dostępności finansowania i/lub obniżenie kosztów finansowania w scenariuszach wzrostowych, w których tradycyjne źródła finansowania mogą okazać się niewystarczające. Zakładając 1 proc. niedopasowanie między wzrostem kredytów, a wzrostem depozytów przez okres pięciu lat, 10 bankom w ankiecie przejrzystości EUNB zabrakłoby zdolności emisyjnych w ramach tradycyjnych programów listów zastawnych, co mogłoby prowadzić do emisji ESN o wartości do 18 miliardów euro. Zwiększenie luki finansowania do 10% skutkowałoby zwiększeniem liczby banków do 19, a wielkości emisji ESN do kwoty 34 miliardów euro.
- Wzrost stabilności finansowej. Zakres, w jakim ESN mogłyby zaradzić 5% rocznemu niedoborowi finansowania w ciągu 5 lat, wskazuje, w jakim stopniu ESN mogą być wykorzystywane w awaryjnych sytuacjach płynnościowych.
- Wzrost inwestycji. Na podstawie średniego poziomu inwestycji, oszacowano, że 15% inwestorów ESN pochodziłoby spoza UE, gdyż aktywa te byłyby dla nich relatywnie bardziej atrakcyjne.
- Korzyści dla inwestorów w UE. ESN umożliwiłyby dywersyfikację ryzyka w tradycyjnych portfelach listów zastawnych, wynikającego z nadmiernych cen nieruchomości mieszkaniowych w niektórych państwach członkowskich.

Działania legislacyjne wobec ESN uznano za uzasadnione, albowiem zakładając, że i tak nastąpi rozwój rynku przy braku dedykowanych przepisów, to bardziej pożądanym scenariuszem byłoby wprowadzenie rozwiązań legislacyjnych, które zapewniłyby, iż będzie się to działo w zharmonizowany sposób.

Koszty działań legislacyjnych ESN obejmują⁵¹:

- Potencjalnie negatywny wpływ na istniejący rynek tradycyjnych listów zastawnych. Można to zjawisko podzielić na szkody, które wystąpiłyby w wyniku zara-

⁵⁰ *Ibidem*, s. 14–15.

⁵¹ *Ibidem*, s. 15.

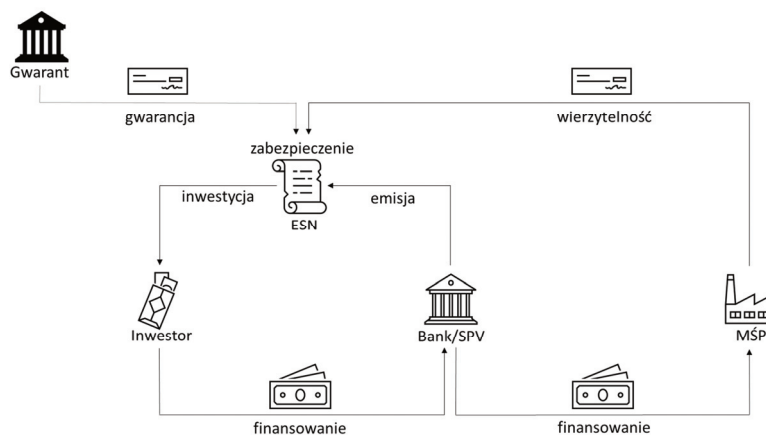
żenia, gdyby program ESN stał się niewypłacalny, oraz bardziej teoretyczne, co jest trudne do oszacowania, na szkody w przypadku gdyby nie doszło do niewypłacalności, ale miałyby miejsce konkurencja o inwestorów. Przedział potencjalnych kosztów niewypłacalności oszacowano na 100 do 400 milionów euro.

- Wzrost obciążenia aktywów banku, aczkolwiek nie uznano tego za istotne ryzyko, ponieważ wpływ na LGD (*loss given default*) niezabezpieczonych kredytodawców jest minimalny w przypadku prawdopodobnych wielkości emisji ESN.

5. Analiza SWOT ESN jako nowego instrumentu kapitałowego

Mechanizm finansowy ESN jest podobny do mechanizmu finansowego listów zastawnych. Emitentem ESN jest więc albo bezpośrednio bank udzielający finansowania małym i średnim przedsiębiorstwom, albo ustanowiona przez niego spółka celowa, w zależności od modelu bankowości hipotecznej danego rynku krajowego. Podstawowym zabezpieczeniem emisji, nabywanych przez inwestorów instrumentów, są należności z tytułu udzielonych kredytów – tak jak w przypadku listów zastawnych, a dodatkowym ewentualne gwarancje podmiotów o charakterze publicznym – co odróżnia ESN od listów zastawnych. Finansowanie działalności bankowej za pomocą ESN ma charakter celowy, co oznacza, że środki z emisji służą finansowaniu akcji kredytowej małych i średnich przedsiębiorstw.

Rysunek 1. Schemat ideowy finansowania w ramach ESN



Źródło: opracowanie własne.

ESN stanowi nowy instrument finansowania działalności bankowej, zapewniający stabilne, długoterminowe finansowanie, nawet w sytuacjach stresu rynkowego. Jednocześnie zwiększa on możliwości zarządzania płynnością banku. Zaletą ESN jest

oparcie jego struktury na najlepszych praktykach rynkowych listów zastawnych, natomiast słabością jest jego strukturalnie niższa jakość kredytowa, wynikająca z wyższego profilu ryzyka kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw wobec kredytów hipotecznych, stanowiących podstawę emisji listów zastawnych. Wyższe ryzyko kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw wynika także z tego, że zwykle nie są one zabezpieczone, podczas gdy kredyty mieszkaniowe zabezpieczone są wpisem na hipotecę. Uzyskanie odpowiedniego zainteresowania inwestorów nowym instrumentem może więc wymagać albo uzyskania dodatkowego zabezpieczenia w postaci gwarancji podmiotu publicznego, albo zapewnienia odpowiednio wyższej rentowności. Kredyty hipoteczne i listy zastawne są instrumentami długoterminowymi, podczas gdy kredyty dla małych i średnich przedsiębiorstw mają krótszy termin zapadalności, co powoduje, że aktywa zabezpieczające emisję nowego instrumentu podlegać będą większej rotacji. ESN nie ma jeszcze historii kredytowej, podczas gdy list zastawny obecny jest na rynku kapitałowym od ponad 250 lat i cieszy się nienaganną historią kredytową (nie odnotowano dotąd przypadku braku spłaty). Mankamentem nowego instrumentu, podobnie jak w przypadku listów zastawnych, jest zwiększenie obciążenia aktywów, które zmniejsza dostępną pulę aktywów podlegającą umorzeniu w sytuacji restrukturyzacji lub uporządkowanej likwidacji banku.

Szansą na rozwój rynku ESN jest znaczący popyt, a jednocześnie utrzymujący się trwały niedobór finansowania dla małych i średnich przedsiębiorstw, tym bardziej że ESN powinny przyczyniać się do obniżenia kosztu finansowania dla małych i średnich przedsiębiorstw. Z punktu widzenia inwestora ESN stanowi szansę na osiągnięcie wyższej rentowności i poszerzenie dywersyfikacji. Nowy instrument sprzyja zwiększeniu poziomu inwestycji poprzez stymulację napływu kapitału spoza UE. Elementem budującym podaż nowych instrumentów byłoby zapewnienie ESN preferencji regulacyjnych znanych z rynku listów zastawnych (np. ulga kapitałowa dla bankowych emitentów czy kwalifikowalność do transakcji *repo* z EBC). ESN poszerza paletę instrumentów polityki monetarnej banków centralnych przez analogię do programu skupu listów zastawnych. Zwiększenie możliwości stabilnego, długoterminowego finansowania działalności bankowej, także w sytuacjach kryzysowych, sprzyja zwiększeniu stabilności nie tylko na poziomie indywidualnych banków, ale także na poziomie całego systemu finansowego. Stymulatorem dla rozwoju rynku ESN jest też wysoki priorytet KE dla wsparcia małych i średnich przedsiębiorstw oraz rozwoju inwestycji i rynku kapitałowego. Z uwagi na inny profil ryzyka, ważne jest, aby nowy instrument został odpowiednio oddzielony od listów zastawnych, aby jego wprowadzenie nie wpłynęło negatywnie na rynek *covered bonds*. Zagrożenie dla sukcesu nowego instrumentu stanowiła konieczność emisji instrumentów umorzeniowych (typu MREL), które wypierały potencjalne emisje ESN. Nie sprzyja rozwojowi rynku nowych instrumentów ogólna sytuacja rynkowa, która najpierw została zmrożona w wyniku pandemii COVID-19. Wprowadzony powszechnie *lockdown* i zerwanie łańcuchów dostaw, które doprowadziły do globalnego kryzysu, wymusiły wdrożenie programów stymulujących, które zasiliły rynek tanim pieniądzem, w wyniku czego obecnie rynki mierzą się z dawno

niespotykaną, wysoką inflacją, na co nałożyły się wybuch wojny w Ukrainie, a ostatnio dodatkowo na Bliskim Wschodzie, prowadząc do zwiększenia ogólnego ryzyka inwestycyjnego.

Tabela 1. SWOT ESN

<p style="text-align: center;">Mocne strony</p> <ul style="list-style-type: none"> • Poszerzenie palety instrumentów finansowania i zarządzania płynnością banków. • Oparcie na najlepszych praktykach rynkowych. • Antycykliczne narzędzie rynkowe, które może zastąpić rządowe, antykryzysowe programy pomocowe. 	<p style="text-align: center;">Słabe strony</p> <ul style="list-style-type: none"> • Strukturalnie niższa jakość kredytowa. • Zwykle brak zabezpieczenia i krótki okres zapadalności aktywów bazowych. • Brak historii kredytowej nowego instrumentu. • Wzrost obciążenia aktywów bankowych.
<p style="text-align: center;">Szanse</p> <ul style="list-style-type: none"> • Zapotrzebowanie na finansowanie i możliwość obniżenia kosztów finansowania MŚP. • Zapotrzebowanie inwestorów na instrumenty o wyższej rentowności, wzrost dywersyfikacji i poziomu inwestycji. • Możliwe preferencje regulacyjne. • Poszerzenie palety instrumentów polityki monetarnej. • Pozytywny wpływ na stabilność systemu finansowego. • Wsparcie KE wynikające z celów unii rynków kapitałowych. 	<p style="text-align: center;">Zagrożenia</p> <ul style="list-style-type: none"> • Potencjalnie negatywny wpływ na rynek listów zastawnych. • Konieczność emisji instrumentów umorzeniowych. • Podwyższone ryzyko rynkowe.

Źródło: opracowanie własne.

ESN stanowi ciekawą propozycję nowego, antycyklicznego, rynkowego narzędzia kapitałowego, które może zastąpić kończące się antykryzysowe, proinflacyjne, rządowe programy pomocowe.

Podsumowanie

Poszukiwanie nowych rozwiązań wspierających z jednej strony sektor finansowy, a z drugiej ułatwiający finansowanie w działalności gospodarki realnej doprowadził do sformułowania koncepcji unii rynków kapitałowych, a w jej ramach nowego instrumentu rynku kapitałowego. W artykule dokonano charakterystyki wybranych aspektów budowy rynku ESN służącego zwłaszcza finansowaniu przez banki działalności małych i średnich przedsiębiorstw.

Koncepcja nowego instrumentu kapitałowego o podwójnym regresie, służącego do stabilnego, długoterminowego finansowania akcji kredytowej banków dla SME, znajduje się wysoko wśród priorytetów UE. Wzorowane na rozwiązaniach, które przyczyniły się do popularności listów zastawnych, ESN 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 transparentność i standaryzację danych ESG dla SME małych i średnich przedsiębiorstw, ESN mogą wspomagać rozwój postpandemicznej i zrównoważonej, gospodarki europejskiej, szczególnie po zakończeniu rządowych programów wsparcia i luzowania ilościowego przez banki centralne. Rozwojowi ESN sprzyjałyby, znane z listów zastawnych, preferencyjne traktowanie regulacyjne, a także, oparte na mechanizmie sekurytyzacyjnym odciążenie kapitałowe banków przez obniżenie wymogów ostrożnościowych. Przeprowadzona analiza, w przekroju głównych interesariuszy: emitentów, inwestorów, sektora realnego oraz nadzoru rynkowego i decydentów politycznych, prowadzi do wniosku, że rynek ESN, mimo braku entuzjazmu wśród części graczy rynkowych, ma znaczący potencjał, a jego budowa ma dobrze osadzone uzasadnienie biznesowe, wspierane politycznie i normatywnie przez agendy UE.

Bibliografia

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

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

The role of Dual Recourse Instruments for Long-Term Finance in Europe, A. Jobst (ed.), European Covered Bond Council, February 2015.

Wehinger G. (2012), *Bank deleveraging, the move from bank to market-based financing and SME financing*. OECD Journal: Financial Market Trends.

Netografia

2017 EU-wide transparency exercise, European Banking Authority, <https://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/eu-wide-transparency-exercise/2017> *Capital markets union 2020 action plan: A capital markets union for people and businesses*, European Commission, 24 September 2020, https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/capital-markets-union-2020-action-plan_en

Costa C., *Covered bonds Special. European Secured Note: new dual recourse instrument*. Societe Generale Cross Asset Research, 07 October 2015, https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2017/04/2015_10_7_European-Secured-Note_new-dual-recourse-instrument_SG.pdf

ECBC Response to the Green Paper on Building a Capital Markets Union, European Mortgage Federation – European Covered Bond Council, Brussels, 12 May 2015, <https://hypo.org/app/uploads/sites/2/2021/04/ECBC-Response-to-the-Green-Paper-on-Building-a-Capital-Markets-Union-CMU-2.pdf>

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

Harmonized Transparency Template, strona Covered Bond Label, <https://www.coveredbondlabel.com/htt>

Net Stable Funding Ratio (NSFR) – Executive Summary, strona Bank for International Settlements, <https://www.bis.org/fsi/fsisummaries/nsfr.htm>

Operational guidance on bail-in implementation, strona Single Resolution Board, <https://www.srb.europa.eu/en/content/operational-guidance-bail-implementation>

Public Consultation: Building a Capital Markets Union, European Commission, Brussels, 18.02.2015, oficjalna strona Komisji Europejskiej, https://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/capital-markets-union/index_en.htm

Survey on the access to finance of enterprises, strona European Central Bank | Eurosystem, https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html

Unia Rynków Kapitałowych. Stanowisko Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w sprawie koncepcji Unii Rynków Kapitałowych, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., 27.04.2015, https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/Stanowisko_GPW_unia_rynkow_kapitalowych2.pdf

What is the capital markets union? General information on the objectives of the capital markets union, strona Komisji Europejskiej, https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union/what-capital-markets-union_pl

Young J., *Bail-In: Definition and Role in a Financial Crisis*, Investopedia, <https://www.investopedia.com/terms/b/bailin.asp>

Inne źródła

Analysing the Potential of Dual Recourse Funding Instrument, European Secured Note (ESN), as a Source of Long-Term Financing for the Real Economy in the EU, European Covered Bond Council, 12.05.2015.

Commission Delegated Regulation (EU) 2015/35 of 10 October 2014 supplementing Directive 2009/138/EC of the European Parliament and of the Council *on the taking-up and pursuit of the business of Insurance and Reinsurance (Solvency II)*. Text with EEA relevance. Dz.U.UE L 12/1 z 17.1.2015.

Commission Delegated Regulation (EU) 2015/61 of 10 October 2014 to supplement Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and the Council *with regard to liquidity coverage requirement for Credit Institutions*. Text with EEA relevance. Dz.U.UE L 11/1 z 17.1.2015.

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.U.UE L 328/29 z 18.12.2019.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. *ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych* oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012. Tekst mający znaczenie dla EOG. Dz.U.UE L 173/190 z 12.6.2014.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/91/UE z 23 lipca 2014 r. *w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe w zakresie funkcji depozytariusza, polityki wynagrodzeń oraz sankcji*, która zmienia Dyrektywę 2009/65/EC (*Undertakings for the collective investment in transferable securities, UCITS*). Dz.U.UE L 257/186 z 28.8.2014.

EBA Report on the European Secured Notes (ESNS), European Banking Authority, London, 24 July 2018.

ECBC European Covered Bond Fact Book 2017 Edition, European Mortgage Federation | European Covered Bond Council, Brussels, 25 August 2017.

Juncker J.-C., State of the Union Address, European Parliament, 14 September 2016. Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 9 lipca 2015 roku *w sprawie tworzenia unii rynków kapitałowych*, 2015/2634 (RSP). Dz.U.UE C 265/09 z 11.8.2017.

Opinion of the European Banking Authority on the preferential capital treatment of covered bonds, European Banking Authority, London, 1 July 2014.

Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council *on the issue of covered bonds and covered bond public supervision* and amending Directive 2009/65/EC and Directive 2014/59/EU. Text with EEA relevance, Brussels, 12.3.2018.

Recommendations of the Harmonisation of the Covered Bond Frameworks in the EU, European Banking Authority, London, 18 November 2016.

Regulation (EU) No 462/2013 of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 amending Regulation (EC) No 1060/2009 *on credit rating agencies*. Text with EEA relevance. Dz.U.UE L 146/1 z 31.5.2013.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. *w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji*. Tekst mający znaczenie dla EOG. Dz.U.UE L 201/1 z 27.7.2012.

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.U.UE L 176/1 z 27.6.2013.

Zalecenie Komisji z dnia 6 maja 2003 r. *w sprawie definicji mikroprzedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw*. Dz.U.UE L 124 z 20.5.2003.