

Andrzej Dżuryk\*  
ORCID: 0000-0002-4055-7773  
dzuryk@poczta.onet.pl

## Europejskie obligacje zabezpieczone jako nowa klasa aktywów rynku kapitałowego

### Streszczenie

Pomysł stworzenia nowego instrumentu rynku kapitałowego narodził się z idei Unii Rynków Kapitałowych. Czerpie on inspirację, przede wszystkim, z bardzo dobrego doświadczenia listów zastawnych, które zapewniają stabilne, długoterminowe i stosunkowo tanie źródło finansowania działalności bankowej, przyczyniając się jednocześnie do budowania stabilności systemu finansowego. Europejskie obligacje zabezpieczone realizują cele Unii Rynków Kapitałowych wspierając finansowanie małych i średnich przedsiębiorstw, stanowiących trzon unijnej gospodarki, a które zostały szczególnie dotknięte kryzysem wywołanym Covid-19. Pierwsze wdrożenia ESNs pozwalają na wyciągnięcie wstępnych wniosków w zakresie efektywności tego nowego instrumentu kapitałowego, które zostały przedstawione w niniejszym artykule.

**Słowa kluczowe:** europejskie obligacje zabezpieczone, listy zastawne, sekurytyzacja, małe i średnie przedsiębiorstwa, finansowanie odbudowy gospodarki, unia rynków kapitałowych

**JEL:** G18, G28

### European Secured Notes as a New Asset Class

#### Abstract

The idea of creating a new capital market instrument emerged from the concept of Capital Markets Union. It draws inspiration primarily from the very good experience of covered bonds, which provide a stable, long-term and relatively cheap source of financing banking activities, while contributing to building the stability of the financial system. European Secured Notes fulfill the aims of the Capital Markets Union by supporting the financing of small and medium enterprises, which are the backbone of the EU economy, and which have been severely impacted by the Covid-19 crisis. The first implementations of ESNs allow for drawing

---

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

preliminary conclusions regarding the effectiveness of this new capital instrument, which are presented in this article.

**Key words:** European Secured Notes, covered bonds, securitization, small and medium enterprises, financing economic recovery, Capital Markets Union

## Wstęp

Inicjatywa stworzenia europejskich obligacji zabezpieczonych (*European Secured Notes*, ESN), będących narzędziem długoterminowego finansowania działalności bankowej, w zakresie kredytowania małych i średnich przedsiębiorstw (*small and medium enterprises*, SME), była wynikiem debaty Unii Rynków Kapitałowych (*Capital Markets Union*, CMU)<sup>1</sup> czerpiącej z sukcesu listów zastawnych (*covered bonds*).

ESNs łączą techniki listów zastawnych, najlepsze praktyki rynkowe finansowania działalności bankowej i adresują potrzeby inwestorów instytucjonalnych w ramach nowego produktu finansowego, który miałby pozostawać dostępny w scenariuszach stresowych i działać antycykliczne, zapewniając ciągłość podaży zrównoważonego prywatnego finansowania realnej gospodarki. Rolę tę bardzo dobrze spełniły listy zastawne w czasie globalnego kryzysu finansowego lat 2007–2009<sup>2</sup>.

Pomysł stworzenia nowego instrumentu kapitałowego zyskał na znaczeniu w wyniku uruchomienia przez KE nowego planu działania Unii Rynków Kapitałowych (*European Commission's new CMU Action Plan*) we wrześniu 2020 roku<sup>3</sup>, jak również z uwagi na możliwość użycia ESNs jako narzędzia odbudowy pokryzysowej gospodarki. Kryzys wywołany pandemią Covid-19 wymaga wszechstronnej i skoordynowanej odpowiedzi na negatywne skutki ekonomiczne, które szczególnie dotkliwie dotknęły segment SME, stanowiący trzon europejskiej gospodarki.

Celem artykułu jest próba podsumowania pierwszych doświadczeń z wdrożenia ESNs na europejskim rynku kapitałowym.

<sup>1</sup> Projekt Unii Rynków Kapitałowych ma na celu ułatwienie napływu inwestycji z innych krajów oraz przepływu i transferu kapitału głównie do spółek z sektora małych i średnich przedsiębiorstw w ramach UE 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); *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.

<sup>2</sup> R. Grossmann, O. Stöcker, *Overview of Covered Bonds*, [w:] 2015 ECBC European Covered Bond Fact Book, ed. W. Kälberer, ECBC Publication, Brussels 2015, s. 110–111.

<sup>3</sup> *Capital markets union 2020 action plan: A capital markets union for people and businesses*, European Commission, 24 September 2020.

## 1. Przedmiot i podmiot finansowania oraz rodzaje ESNs

Listy zastawne, będące wzorcem dla stworzenia ESNs, umożliwiają dostęp do awaryjnego finansowania z banku centralnego. Stanowią one integralną część programu skupu aktywów EBC (*Covered Bond Purchase Programme, CBPP*), którego celem jest zapewnienie płynności na rynku finansowym, dla właściwego stymulowania gospodarki w okresach kryzysowych. Według stanu na wrzesień 2020 roku zakupy EBC w ramach CBPP osiągnęły poziom 300 mld euro, utrzymując się na tym poziomie do sierpnia 2021 roku<sup>4</sup>.

Listy zastawne umożliwiają emitentom dostęp do płynności banku centralnego w ramach standardowych i celowanych operacji refinansowania długoterminowego (TLTRO). Na koniec drugiego kwartału 2020 roku zabezpieczenie w postaci listów zastawnych w EBC osiągnęło historycznie najwyższy poziom 575 mld euro<sup>5</sup>. Listy zastawne są szeroko stosowanym, efektywnym narzędziem finansowania działalności bankowej, czym zwróciły na siebie uwagę decydentów. Pozytywne nastawienie do listów zastawnych jeszcze bardziej wzrosło po zakończonej sukcesem europejskiej harmonizacji tych instrumentów<sup>6</sup>, która stanowi jedno z osiągnięć Unii Rynków Kapitałowych.

### 1.1. Finansowanie segmentu aktywów SME

Odbudowa gospodarki europejskiej po kryzysie spowodowanym pandemią Covid-19 będzie w dużej mierze zależała od witalności małych i średnich przedsiębiorstw<sup>7</sup>. 25 milionów SME reprezentuje 99% ogólnej liczby przedsiębiorstw, za-

<sup>4</sup> Trzeci program skupu listów zastawnych prowadzony był od 20.10.2014 r. do 19.12.2018 r. Został on wznowiony w styczniu 2019 roku w formie reinwestycji kapitału zapadających instrumentów, a od listopada 2019 roku eurosystem powrócił do zakupów netto listów zastawnych. Strona Europejskiego Banku Centralnego, Trzeci program skupu listów zastawnych <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html#cbpp3> (dostęp: 22.08.2021).

<sup>5</sup> K. Fuchs, D. Bergman, *Making the case for European Secured Notes as an EU safe asset*, Scope Ratings, 6 October 2020, s. 1.

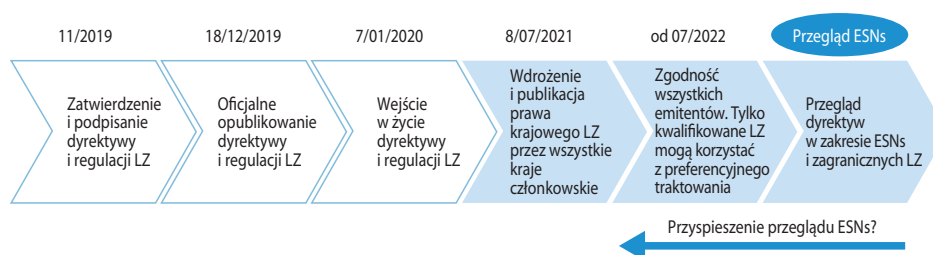
<sup>6</sup> *Harmonisation of covered bonds and extendable maturities – new standards*, European Covered Bond Council, 26 November 2020; J. Beaumont, *Covered bond harmonisation: a milestone reached*, European Covered Bond Council, 22 October 2019; Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2162 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie emisji obligacji zabezpieczonych i nadzoru publicznego nad obligacjami zabezpieczonymi oraz zmieniająca dyrektywy 2009/65/WE i 2014/59/UE (Tekst mający znaczenie dla EOG); Strona Komisji Europejskiej, Europejskie ramy listów zastawnych, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-supervision-and-risk-management/managing-risks-banks-and-financial-institutions/covered-bonds\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-supervision-and-risk-management/managing-risks-banks-and-financial-institutions/covered-bonds_en) (dostęp: 22.08.2021);

<sup>7</sup> KE definiuje SME jako podmioty gospodarcze zatrudniające mniej niż 250 pracowników o rocznych przychodach do 50 mln euro lub sumie bilansowej nie przekraczającej 43 mln euro. Kryteria SME określa Załącznik I do rozporządzenia Komisji (UE) nr 651/2014 z dnia 17 czerwca 2014 r. uznającego niektóre rodzaje pomocy za zgodne z rynkiem wewnętrznym w zastosowaniu art. 107 i 108 Traktatu. Kryteria te są analogiczne do przyjętych w zaleceniu Komisji 2003/361/WE z dnia 6 maja 2003 r. *Mikroprzedsiębiorstwa oraz małe i średnie przedsiębiorstwa – definicja i zakres*.

trudnia około 2/3 ogółu pracowników i odpowiada za 3/5 wartości wytwarzanej w sektorze niefinansowym, stanowiąc podstawę gospodarki europejskiej<sup>8</sup>. Pandemia Covid-19 istotnie wpłynęła na wyniki i kondycję finansową SME oraz na ich zdolność do rentownej działalności gospodarczej. Szacuje się, że wpływ pandemii Covid-19 na europejskie SME będzie bardzo poważny, w szczególności z uwagi na ograniczenie dostępu do finansowania<sup>9</sup>. SME reprezentują klasę pożyczkobiorców o wyższym koszcie pozyskania dla banku, większym wskaźniku złych długów oraz mniejszej porównywalności zdolności kredytowej względem kredytów hipotecznych czy zobowiązań podmiotów publicznych, stanowiących pulę zabezpieczeń klasycznych listów zastawnych. Kredytobiorcy SME, którzy nie są w stanie obsługiwać swoich zobowiązań lub potrzebują wsparcia, negatywnie wpływają na wymogi kapitałowe i wskaźniki finansowe banków, co z kolei obniża zdolność instytucji finansowych do finansowania tego segmentu rynku.

Listy zastawne są najbardziej skutecznym instrumentem rynku kapitałowego i nie jest zaskoczeniem, że właśnie na nich oparto się tworząc nowy instrument wsparcia SME. W związku z harmonizacją listów zastawnych, prace nad ESNs zostały pierwotnie wstrzymane do 2024 roku, natomiast pandemia Covid-19 może to zmienić, co przedstawia rysunek 1.

Rysunek 1. Harmonogram prac nad listami zastawnymi i ESNs



Źródło: opracowanie własne na podstawie: K. Fuchs, D. Bergman, *Making the case...*, *op. cit.*, s. 1.

We wrześniu 2020 roku komitet Parlamentu Europejskiego ECON wystąpił do KE o przygotowanie rozwiązań prawnych dla ESNs, które ułatwiałyby finansowanie bankowe SME, a jednocześnie przyczyniłyby się do wsparcia odbudowy gospodarki z kryzysu spowodowanego pandemią Covid-19<sup>10</sup>.

<sup>8</sup> G. Papadopoulos, S. Rikama, P. Alajääskö, Z. Salah-Eddine, A. Airaksinen, H. Luomaranta, *Statistics on small and medium-sized enterprises*, Eurostat, May 2018; *Structural Business Statistics*, 2017 data, Eurostat.

<sup>9</sup> *The economic impact of COVID-19 on SMEs in Europe*, SMEunited, June 2020.

<sup>10</sup> T. Davies, *MEPS call for ESNs as part of new CMU drive*, Global Capital, September 11, 2020.

## 1.2. ESNs jako instrumenty finansowania banków

Obecny rynek finansowania działalności bankowej obejmuje m.in. *quasi* kapitałowe instrumenty hybrydowe AT1 (*additional tier one securities*), obligacje niezabezpieczone (*senior unsecured*) oraz listy zastawne zabezpieczone kredytami hipotecznymi (detalicznymi lub komercyjnymi) albo kredytami podmiotów publicznych. ESNs pozycjonują się między obligacjami niezabezpieczonymi a listami zastawnymi, obok gotówkowych i syntetycznych sekurytyzacji SME, także pod względem kosztu finansowania.

Według stanu na koniec 2019 roku rynek aktywnych listów zastawnych wyemitowanych w UE wyniósł ponad 2,2 biliona euro, z czego 465 miliardów euro wyemitowano w 2019 roku (uwzględniając emisje z Wielkiej Brytanii)<sup>11</sup>. W trakcie prac nad harmonizacją europejskich listów zastawnych EBA wskazała na zasadność wprowadzenia równoległych rozwiązań prawnych dla ESNs. Według EBA wielkość rynku ESNs SME można szacować na od 310 do 930 miliardów euro<sup>12</sup>. Z kolei, biorąc za punkt odniesienia 4 biliony euro kredytów SME w Europie, wielkość ta może sięgnąć nawet 1,1 biliona euro, co stanowiłoby połowę europejskiego rynku tradycyjnych listów zastawnych<sup>13</sup>.

Uwzględniając możliwą pulę zabezpieczeń oraz straty na zaangażowaniu kredytowym w segmencie SME, EBA zaproponowała minimalny poziom nadzabezpieczenia w wysokości 30%. Nadzabezpieczenie, które może zostać dodatkowo podwyższone przez agencje ratingowe, aby uzyskać wyższą ocenę kredytową, banki muszą finansować na bazie niezabezpieczonej, co wpływa na efektywność ESNs. Generują one także wyższe koszty utrzymania dla banków, ponieważ pule zabezpieczeń SME mogą się całkowicie wymieniać w ciągu 2 lat. Ponadto zarządzanie pulą zabezpieczeń oznacza konieczność wymiany kredytów, które nie spełniają wymogów formalnych, co także wpływa na ekonomikę ESNs. Korzyści finansowe oraz koszty wewnętrzne i zewnętrzne utrzymania tych instrumentów należy porównać z alternatywnym finansowaniem niezabezpieczonym.

Globalny kryzys finansowy lat 2007–2009 potwierdził, że rynki kapitałowe, a konkretnie listy zastawne, mogą w dużym stopniu wspierać finansowanie bankowe. Kredyty SME udzielane są zwykle firmom lokalnym. Wyzwaniem jest ich heterogeniczność, która jednocześnie stanowi o ich atrakcyjności dla inwestorów prywatnych oraz zazwyczaj ograniczone informacje kredytowe, które uniemożliwiają całkowite wyłączenie pośrednictwa banków w udzielaniu finansowania<sup>14</sup>. ESNs pozwoliłyby bankom europejskim wykorzystać sieć placówek oraz lokalną wiedzę na temat kredytobiorców. Przedłużający się kryzys wynikający z pandemii Covid-19 powoduje, że banki otwarte są na poszerzenie zbioru narzędzi finansowania swojej działalności.

<sup>11</sup> *European Covered Bond Fact Book 2019*, ECBC Publication, European Mortgage Federation – European Covered Bond Council, Brussels, October 2020, 15<sup>th</sup> edition.

<sup>12</sup> *EBA Report on European Secured Notes (ESNS)*, European Banking Authority, 24 July 2018.

<sup>13</sup> K. Fuchs, D. Bergman, *Making the case...*, *op.cit.*, s. 2.

<sup>14</sup> I.K. Nassr, G. Wehinger, *Unlocking SME finance through market-based debt: Securitisation, private placements and bonds*, „OECD Journal: Financial Market Trends” 2015, Vol. 2014/2.

Wspierając projekt CMU ECBC (*European Covered Bond Council*)<sup>15</sup> wyszła z inicjatywą stworzenia ESNs jako nowego instrumentu finansowania długoterminowego w UE<sup>16</sup>. Pomysł ECBC polegał na stworzeniu ESNs na bazie sprawdzonych atrybutów listów zastawnych, które stanowią o ich wysokim bezpieczeństwie i przyczyniły się do sukcesu tego instrumentu na europejskim rynku kapitałowym, stanowiącym jednocześnie jego globalną platformę. ECBC zaproponowała dwie alternatywne struktury dla ESNs<sup>17</sup>:

- opartą na listach zastawnych, w której emitent zachowuje zabezpieczenie w swoim bilansie, a inwestor ma prawo podwójnego regresu (do emitenta i puli zabezpieczeń);
- opartą na mechanizmie sekurytyzacji, której wysoka jakość wynika z przeniesienia zabezpieczenia do spółki specjalnego przeznaczenia (*special purpose vehicle, SPV*), co prowadzi do podziału ryzyka i odciążenia kapitałowego emitenta w reżimie podwójnego regresu.

Pan-europejska rekomendacja ECBC dotyczyła stworzenia nowego instrumentu finansowego wykorzystującego mechanizm podwójnego regresu. Według propozycji ECBC ESNs miały finansować w szczególności akcję kredytową banków dla małych i średnich przedsiębiorstw oraz w zakresie projektów infrastrukturalnych. Inicjatywa ECBC nie wymagała znaczących zmian w przepisach krajów członkowskich UE<sup>18</sup>. W intencji jej twórców miała ona umożliwić poszerzenie bazy inwestorów w aktywa SME oraz przyczynić się do budowy wysokiej jakości rynku sekurytyzacji. Klasyczne listy zastawne pozytywnie oddziałują na stabilność finansową i zapewniają stabilny dostęp do rynku kapitałowego dla emitentów w czasie szoków rynkowych z uwagi na bardzo rozbudowany profil makroostrożnościowy. Jednocześnie twórcy propozycji ESNs przyjęli, że nowy instrument stosujący podobne rozwiązania co klasyczne listy zastawne musi być od nich jasno oddzielony z uwagi na wyższy profil ryzyka nowego instrumentu.

Kluczowe dla nowego instrumentu było uzgodnienie i zastosowanie przez kraje członkowskie wspólnego zestawu zasad i rozwiązań technicznych, które powinny w szczególności obejmować:

- kryteria kwalifikowalności aktywów,
- parametry ryzyka,
- wymogi informacyjne,
- rozwiązania informatyczne.

<sup>15</sup> *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. Strona *European Covered Bond Council*, <http://www.ecbc.eu/> (dostęp: 18.08.2021).

<sup>16</sup> B. Dierick, H. Langer, *Capital Markets Union and the Potential Role of the ECBC and Dual Recourse Instruments*, [w:] *2015 ECBC European Covered Bond Fact Book*, ed. W. Kälberer, ECBC Publication, Brussels 2015, s. 54–59.

<sup>17</sup> B. Dierick, H. Langer, *Capital Markets Union...*, *op. cit.*, s. 54–59.

<sup>18</sup> *Green Paper. Building a Capital Markets Union*, European Commission, Brussels 18.02.2015.

Właściwie wdrożone ESNs, wsparte odpowiednimi wymogami regulacyjnymi, zapewniającymi wysoką jakość kredytową oraz przejrzystość ram prawnych i nadzorczych, zapewniałyby emitentom i inwestorom odpowiednie warunki dla właściwej oceny ryzyka, wyceny, a także dywersyfikacji finansowania.

Zasadniczym elementem różnicującym listy zastawne i ESNs jest zabezpieczenie. Listy zastawne zabezpieczone są wysoko wystandaryzowanymi aktywami o niskim profilu ryzyka, które stanowią kredyty hipoteczne lub kredyty sektora publicznego. Wysoka standaryzacja samego instrumentu i puli zabezpieczeń znacząco upraszcza proces analizy kredytowej listów zastawnych przez inwestorów, istotnie redukuje wysiłek analityczny i koszty, zwiększając jednocześnie porównywalność emisji różnych emitentów. Standaryzacja upraszcza także określenie kryteriów kwalifikowalności aktywów zabezpieczających. Listy zastawne, wykorzystując jako zabezpieczenie aktywa o niskim ryzyku, zdobyły wysokie zaufanie inwestorów. Inwestorzy łatwiej akceptują mechanizm dynamicznego zabezpieczenia, oparty na substytucji aktywów przez emitenta, gdy określone są minimalne kryteria kwalifikowalności dla nowych aktywów dodawanych do puli zabezpieczeń. Z punktu widzenia emitenta zabezpieczenie wysokiej jakości wiąże się z bardziej stabilną pulą zabezpieczeń, a tym samym z rzadszą substytucją aktywów. Strukturalnie bardziej ryzykowne aktywa ESNs stanowią o zasadniczej różnicy między listami zastawnymi a ESNs.

Czynnikiem, który także różnicuje te dwie klasy aktywów, jest długa i nienaganna historia kredytowa listów zastawnych. Wraz z dobrze ugruntowanym krajowym ustawodawstwem przyczyniają się one do ich stabilności i utrwalania zaufania. Sprzyjało to powstaniu dużej i zdywersyfikowanej bazy inwestorów, która umożliwia emitentom nieprzerwany dostęp do rynku nawet w sytuacji stresowej. Nieprzerwany dostęp do finansowania jest jednocześnie stabilizatorem rynku listów zastawnych i całego systemu finansowego. Czytelny rozdział między ESNs a listami zastawnymi ma na celu utrzymanie pozytywnej historii listów zastawnych, chroniąc je przez ryzykiem rozmycia. Mimo bowiem wielu podobieństw, oba instrumenty mają zasadniczo inny profil ryzyka.

Przeprowadzone badania rynku potwierdziły zainteresowanie inwestorów nowym, innowacyjnym instrumentem kapitałowym<sup>19</sup>. Inwestorzy zwrócili uwagę na konieczność standaryzacji struktury, raportowania i jego monitorowania. Opowiedzieli się oni za ustawową harmonizacją rynku wobec alternatywy jaką stanowią kontraktowe rozwiązania umowne. W opinii inwestorów ESNs wymagają stosownej premii za ryzyko i bardziej precyzyjnej informacji o puli zabezpieczeń. Zakładając podwójny regres, odpowiednio dużą granularność i homogeniczność puli zabezpieczeń, inwestorzy gotowi byli zaakceptować nowy instrument przy założeniu, że zapewni on odpowiednio wyższą stopę zwrotu.

<sup>19</sup> B. Dierick, H. Langer, *Capital Markets Union...*, *op. cit.*



### 1.3. Bilansowe ESNs

Bilansowe ESNs zaprojektowano jako instrumenty o strukturze zbliżonej do listów zastawnych tak, aby mogły one korzystać z przywilejów przewidzianych przez istniejące regulacje, co umożliwiłoby emitentowi spełnienie wymagań płynnościowych (LCR). Transformacja kredytów SME w instrumenty ESNs zgodnie z wymogami UCITS<sup>20</sup> pozwoliłoby bankom na poprawę pozycji regulacyjnej i ostrożnościowej. Kolejną zaletą byłoby wyłączenie ESNs z *bail-in* oraz kwalifikowalność w ramach wielu wymogów ostrożnościowych i regulacyjnych, jak np. Wypłacalność II (*Solvency II*)<sup>21</sup>. Przyjęcie dedykowanego ustawodawstwa i zapewnienie wysokiej przejrzystości puli zabezpieczeń stanowią niezbędne warunki sukcesu stworzenia nowego segmentu rynku kapitałowego ESNs.

Ścisłe ramy prawne i nadzorcze stanowią dziś o sile i bezpieczeństwie listów zastawnych. Podobne rozwiązanie należałoby wypracować dla bilansowych ESNs, które musiałyby spełniać następujące kryteria:

- jednolitej definicji kredytów SME stanowiących kwalifikowane zabezpieczenie;
- przejrzystych zasad wydzielania puli zabezpieczeń zapewniających bezpieczeństwo inwestora;
- odpowiednio wysokiego poziomu nadzabezpieczenia;
- czytelnych zasad preferencyjnego roszczenia wobec emitenta w sytuacji niewystarczającej wartości lub niewypłacalności puli zabezpieczeń.

Punktem wyjścia dla dopuszczalności kredytów SME jako zabezpieczenia jest to, aby nowe instrumenty spełniały wymogi kwalifikowalności dla transakcji *repo* z EBC<sup>22</sup>. Niezbędnym warunkiem poprawnej oceny ryzyka aktywów SME w puli zabezpieczeń jest wysoka przejrzystość danych, która jest kluczowa dla zapewnienia odpowiedniej staranności podejmowanej decyzji inwestycyjnej, a także umożliwia efektywne zarządzanie portfelem aktywów przez emitentów. Wysoka transparentność wymaga także ścisłej współpracy z klientami SME, których aktywa kredytowe miałyby stanowić pulę zabezpieczeń.

<sup>20</sup> 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*).

<sup>21</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (*Wypłacalność II*) (Tekst mający znaczenie dla EOG).

<sup>22</sup> K. Tamura, E. Tabakis, *The use of credit claims as collateral for Eurosystem credit operations*, European Central Bank, Occasional Paper Series No. 148, June 2013, Frankfurt am Main.



#### 1.4. Sekurytyzacyjne ESNs

Sekurytyzacyjne ESNs zostały pomyślane z korzyścią dla zarówno emitenta, jak i dla inwestora. Emitent uzyskiwałby nowy instrument finansowania działalności i odciążenie kapitałowe, dzięki czemu mógłby zwiększyć akcję kredytową. Inwestor, ponosząc część ryzyka, miał być za to stosownie wynagradzany, co ma niebagatelne znaczenie w czasach przedłużających się niskich lub ujemnych stóp procentowych. Zaproponowana struktura pozabilansowa ESNs zawierała rozwiązania zapożyczalne z technik sekurytyzacyjnych. Aktywa miały być przenoszone do spółki specjalnego przeznaczenia w formie rzeczywistej sprzedaży lub zastawu. Pula zabezpieczeń miała mieć charakter statyczny lub być uzupełniana w kilkuletnich interwałach, w odróżnieniu od dynamicznej puli zabezpieczeń charakterystycznej dla listów zastawnych oraz bilansowych ESNs. Inaczej niż w przypadku listów zastawnych miała być za to spełniona zasada podwójnego regresu, albowiem emitent miał zapewnić gwarancję na część lub całość emisji.

Tak jak w klasycznej sekurytyzacji, ten rodzaj ESNs miał być emitowany w transzach, z których każda miała być zabezpieczona dedykowanym portfelem kredytów SME, a każda emisja miała spełniać następujące wymogi:

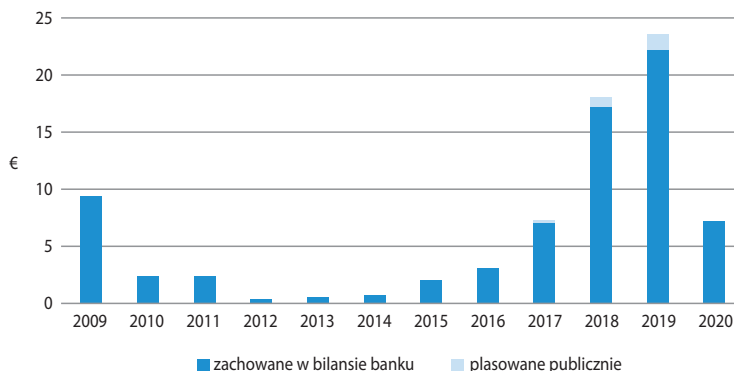
- emitent zachowywałby 5% wyemitowanych ESNs w bilansie (*skin in the game*);
- publiczne lub międzynarodowe instytucje miały mieć możliwość gwarantowania lub inwestowania w ESNs.

Podobnie jak instrumenty bilansowe, sekurytyzacyjne ESNs miały spełniać jasne wymogi transparentności i posiadać dedykowane ramy prawne dla ochrony zarówno inwestorów, jak i emitentów. Ukształtowanie docelowej struktury sekurytyzacyjnej ESNs miało zależeć od zainteresowania publicznych i międzynarodowych instytucji do gwarantowania emisji, co wydawało się wysoce prawdopodobne, biorąc pod uwagę wsparcie udzielane rynkowi sekurytyzacji przez UE i krajowe instytucje nadzorcze oraz potrzebę wsparcia finansowania realnej gospodarki, a SME w szczególności. Warunkami zaangażowania tych podmiotów były standaryzacja oraz możliwość poprawnej oceny i ograniczenie ryzyka.

Tradycyjne ABS wydawały się być naturalnym wyborem dla finansowania SME na rynku kapitałowym. Zapewniają one bankowi finansowanie, uwalniają ryzyko kredytowe z jego bilansu i mogą być dopasowane do popytu inwestorów. Mimo to, publiczne emisje ABS SME w ostatnich latach były bardzo skromne (1,2 mld euro uplasowane w roku 2019 było największą wartością w ciągu ostatniej dekady). Ponadto 97% emisji ABS SME została zachowywana w bilansie emitujących banków, co przedstawia rysunek 2.

Słabością rozwiązania opartego na ABS jest to, że w odróżnieniu od listów zastawnych rynek sekurytyzacyjny traci płynność i zamyka się w sytuacji stresu rynkowego.

Rysunek 2. Emisja ABS SME w latach 2009–2020 (w mld euro)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych JP Morgan Research.

## 2. Modele ESNs

W ramach Unii Rynków Kapitałowych KE zaproponowała pierwotnie w czerwcu 2017 roku ESNs jako instrumenty finansujące banki zabezpieczone kredytami SME lub aktywami infrastrukturalnymi. KE, EBA i inni interesariusze starali się wypracować wspólne ramy dla ESNs oparte na rozwiązaniach znanych z rynku listów zastawnych i sekurytyzacji. Obecnie na rynku funkcjonują prawne i kontraktowe rozwiązania dla tych nowych instrumentów. ESNs były pierwotnie planowane jako narzędzia stabilnego finansowania długoterminowego, natomiast dotychczasowe emisje miały ograniczony zakres i jednorazowy charakter<sup>23</sup>.

### 2.1. Model niemiecki

Dotąd najbardziej znaczący był program emisyjny ESNs Commerzbanku, który miał miejsce w latach 2013–2018. Model niemiecki ma charakter kontraktowego listu zastawnego SME. W roku 2013 bank wyemitował instrumenty strukturyzowane SME o łącznej wartości nominalnej 500 milionów euro, które były gwarantowane przez spółkę specjalnego przeznaczenia. W procesie rzeczywistej sprzedaży (*true sale*) SPV nabyła i utrzymywała dynamiczną pulę zabezpieczeń kredytów SME banku emitenta oraz innych kwalifikowanych inwestycji. Struktura ta nie spełniała wymogów listu zastawnego według niemieckiego ustawodawstwa (*Pfandbriefe legislation*) i technicznie stanowiła instrument strukturyzowany. Niemiecki kontraktowy list zastawny SME wymaga 121% nadzabezpieczenia oraz struktury

<sup>23</sup> K. Fuchs, D. Bergman, *Making the case...*, *op. cit.*, s. 3; T. Vogel, S. Sava-Montanari, R.L. Reyes Gaskin, S. Rudin, J. Ansart, *European Secured Notes Coming to a Bank Near You?*, „Latham & Watkins Financial Regulatory and Capital Markets Practices” 2020, September 23, No. 2798, s. 2–3.

przechodniej (*pass-through*) oznaczającej, że tak długo jak bank emisyjny obsługuje płatności odsetkowe, tak długo otrzymuje przepływy gotówkowe z puli zabezpieczeń. Oddzielenie przypadku bankructwa banku od puli zabezpieczeń jest dodatkowo wzmocnione przez wpisanie przeniesionych aktywów do rejestru refinansowania (*refinancing register, Refinanzierungsregister*), który, zgodnie z niemieckim ustawodawstwem, zapewnia segregację kredytów stanowiących zabezpieczenie (w tym z tytułu kontraktowej puli zabezpieczeń) od innych aktywów banku emitenta. Zapis transferowanych aktywów w rejestrze refinansowania dodatkowo chroni je od roszczeń innych kredytodawców emitenta w przypadku jego restrukturyzacji lub upadłości. Jest to rozwiązanie znane z sekurytyzacji. Ostatecznie bank nie zdecydował się kontynuować programu emisyjnego, a wyemitowane instrumenty zostały wykupione zgodnie z ich terminem zapadalności w roku 2018. Struktura raportowania, która została stworzona dla tego programu może stanowić użyteczny wzorzec dla innych emisji ESNs.

## 2.2. Model francuski

Francuski ESNI (*Euro Secured Note Issuer*) był z kolei dotąd najbardziej aktywnym programem ESNs. ESNI to wielopodmiotowa platforma refinansowania SME, która powstała w roku 2014. Jest ona wspierana przez francuski bank centralny (*Banque de France*). Model ESNI jest otwarty dla wszystkich banków europejskich, aczkolwiek tylko pięć banków działających we Francji skorzystało dotąd z tego programu<sup>24</sup>. Wyemitowano 20 serii obligacji na łączną kwotę ponad 10 mld euro, z czego tylko trzy pozostawały do spłaty według stanu na październik 2020 roku. Rolą banku centralnego jest zapewnienie wysokiej jakości kredytów SME, do czego wykorzystywany jest model ratingowy FIBEN<sup>25</sup>. Za jego pomocą weryfikuje się, czy zachowana jest minimalna jakość kredytowa i, czy aktywa kwalifikują się do transakcji *repo*. Ocena punktowa (*scoring*) w połączeniu ze standardowym dyskontem wartości (*haircut*) stanowią transparentny mechanizm minimalnego nadzabezpieczenia dla inwestorów. Każdy z banków gromadzi kredyty na indywidualnym rachunku a inwestorzy posiadają regres do konkretnego banku, jak również do wydzielonych kredytów, na wypadek niewywiązania się emitenta z jego zobowiązań (*default*). Wykorzystując model francuskich instytucji hipotecznych (*mortgage covered bonds companies, SFHs*), ESNI zarządza emisjami, a kredyty są dalej prowadzone i pozostają w bilansie banków, które ich udzieliły (*originating banks*).

Model francuski ESNs ma charakter platformy sekurytyzacyjnej zabezpieczonej aktywami. ENSI wykorzystuje spółkę specjalnego przeznaczenia, aby emitować instrumenty zabezpieczone przez wydzielone kredyty bankowe udzielone SME przez banki członkowskie, które spełniają kryteria kwalifikowalności eurosystemu dla roszczeń kredytowych dotyczących puli prywatnych pożyczkodawców i same

<sup>24</sup> BNP Paribas, BPCE Group, Crédit Agricole Group, HSBC France i Société Générale.

<sup>25</sup> Strona Banku Francji, Model ratingowy FIBEN, [www.fiben.fr](http://www.fiben.fr) (dostęp: 29.08.2021).

spełniają wymóg kwalifikowalności w ramach eurosystemu<sup>26</sup>. Platforma ESNI jest aktywna, aczkolwiek dotąd miało miejsce niewiele emisji od momentu jej powstania. Instrumenty emitowane w ramach ESNI to niezbywalne instrumenty dłużne zabezpieczone kwalifikowanym roszczeniem kredytowym (*non-marketable debt instruments backed by eligible credit claim*, DECCs). Poza zabezpieczeniem w postaci puli kredytów SME, dają one inwestorom regres do emitenta.

Mechanizm ESNI składa się z wydzielonych przedziałów dla kwalifikowanych banków, z których każdy ma dostęp tylko do swojej części. Ten wydzielony przedział, a nie dany bank, emituje papiery wartościowe, które są zabezpieczone kredytami udzielonymi przez daną instytucję finansową. Poszczególne należności kredytowe są dyskontowane zgodnie z indywidualnymi wskaźnikami wyznaczonymi przez francuski bank centralny. W ramach zabezpieczenia bank komercyjny przekazuje należności kredytowe do ESNI poprzez mechanizm transferu własności. Jednocześnie same kredyty pozostają w bilansie banku finansującego, co sprawia, że ESNI jest strukturą podobną do sekurytyzacji, która nie ulega dekonsolidacji. W przypadku upadłości banku własność kredytów SME jest przenoszona na SPV, zgodnie z francuskim prawem listów zastawnych. DECCS nie podlegają podziałowi na transe i nie wymagają ratingu. Jako platforma finansowania multibankowego, ESNI adresuje kwestię asymetrii informacji inwestorów, wynikającej z braku standaryzacji danych o pożyczkobiorcach SME, poprzez system FIBEN, który zapewnia ocenę kredytową podmiotów niefinansowych. Ta innowacyjna metoda standaryzacji danych wiarygodności kredytowej wskazuje na potrzebę skoordynowanego podejścia, który umożliwiłoby inwestorom konstruowanie portfeli z ekspozycją na określone sektory i kredyty SME o zróżnicowanej jakości kredytowej. Stanowi ona jednocześnie interesujący wzorzec dla tworzącego się rynku ESNs.

### 2.3. Modele włoski i hiszpański

Włoskie regulacje umożliwiają emisję listów zastawnych SME zgodnych z UCITS, które charakteryzują się preferencyjnymi wagami ryzyka i nie podlegają *bail-in*. Dekret (*Law Decree*) nr 18 z 14 lutego 2016 roku i przepisy prawne (*Law*) nr 49 z 8 kwietnia 2016 roku (*the Banking Decree*), powołały do życia nowy instrument w postaci zabezpieczonych obligacji bankowych (*obbligazioni bancarie collateralizzate*, OBCs), typu ESNs. OBCs to instrumenty finansowe emitowane przez banki, gwarantowane przez spółkę specjalnego przeznaczenia, która w wyniku rzeczywistej sprzedaży (*true sale*) jest w posiadaniu puli zabezpieczeń składającej się z obligacji lub innych instrumentów dłużnych, kredytów zabezpieczonych hipoteką morską, kredytów SME, zobowiązań leasingowych, faktoringowych lub papierów wartościowych zabezpieczonych na powyższych klasach aktywów. Rząd włoski

<sup>26</sup> Kryteria kwalifikowalności uczestnictwa w eurosystemie zostały zdefiniowane w wytycznych EBC. Guideline (EU) 2015/1938 of the European Central Bank of 27 August 2015 amending Guideline (EU) 2015/510 of the European Central Bank on the implementation of the Eurosystem monetary policy framework (ECB/2015/27).

wprowadził dekret bankowy w okresie kiedy niektóre włoskie instytucje finansowe miały problem z uplasowaniem obligacji niezabezpieczonych (*senior unsecured*) na rynku kapitałowym. OBCs zostały poddane nadzorowi publicznemu włoskiego banku centralnego (*Bank of Italy*), co kwalifikowało je do preferencyjnego traktowania regulacyjnego i ostrożnościowego przez emitentów i inwestorów. Intencją tego rozwiązania była promocja OBCs jako instrumentu finansowania mniejszych banków, które inaczej mogły nie mieć dostępu do obowiązujących wtedy ram krajowych listów zastawnych, które wymagały, aby całkowity skonsolidowany wskaźnik kapitałowy wynosił minimum 9%, aby móc uzyskać licencję banku centralnego na emisję listów zastawnych<sup>27</sup>. Mimo że ramy prawne dla emisji OBCs zostały stworzone w roku 2016, nie doszło dotąd do przeprowadzenia emisji głównie z powodu tego, że banki skupiły się na transakcjach sekurytyzacyjnych, które umożliwiły im ograniczenie ryzyka. Obecnie włoskie banki nie wydają się być tym nowym instrumentem szczególnie zainteresowane, a bank centralny nie wprowadził aktów wykonawczych do przyjętych przepisów.

W podobnym tonie zmodyfikowane zostały hiszpańskie regulacje, aby umożliwić emisję listów zastawnych SME. Jednak wysoka płynność powoduje, że dotąd mechanizm ten nie został tam również wykorzystany.

#### 2.4. Struktura jedno- i dwupoziomowa

W procesie wzmocnienia gospodarki, UE stymuluje dostęp do płynności dla SME i ważne jest, aby rynek ESNs w krótkim czasie osiągnął ekonomię skali. Rozwojowi ESNs sprzyjałoby szybkie i szerokie wprowadzenie tych instrumentów na rynek Stanów Zjednoczonych w ramach *Rule 144A* i *Section 4(2)* zwalniających z wymogu rejestracyjnego wynikającego z *US Securities Act*<sup>28</sup>.

Amerykańscy kwalifikowani inwestorzy instytucjonalni (*qualified institutional buyers*) oraz inwestorzy akredytowani (*accredited investors*) stanowią najbardziej atrakcyjne segmenty dystrybucyjne dla ESNs, ponieważ reprezentują oni duże i płynne grupy finansowe, które historycznie kupowały instrumenty banków europejskich. Amerykańskie przepisy stanowią, że instrumenty oferowane publicznie muszą być zgodne z wymogami informacyjnymi określonymi w Regulacji AB (obecnie Regulacji AB II). Mają one zastosowanie do ABS (*Asset-Backed Securities*), tak więc ESNs nie wymagają bardziej szczegółowej informacji.

Szybka ścieżka dostępu na rynek amerykański wymaga, aby listy zastawne były wyłączone z wymogu rejestracji wynikającego z *Investment Company Act*<sup>29</sup>. Przyjęte Europejskie Ramy Listów Zastawnych dopuszczają dwa modele dla tych instrumentów w legislacjach narodowych:

<sup>27</sup> B. Volk, *SME Covered Bonds: An Interesting New Format*, „Law in Transition Journal, European Bank for Reconstruction and Development” 2015, 76.

<sup>28</sup> US Securities Act of 1933.

<sup>29</sup> US Investment Company Act of 1940.

- struktura jednopoziomowa dominująca w Niemczech, Francji i Hiszpanii, w której list zastawny jest emitowany bezpośrednio przez bank kredytujący lub specjalistyczny bank hipoteczny, a pula zabezpieczeń pozostaje w jego bilansie ale jest prawnie oddzielona;
- struktura dwupoziomowa dominująca w Wielkiej Brytanii i we Włoszech, w której list zastawny jest emitowany przez bank, a gwarantowany przez spółkę specjalnego przeznaczenia, która włączyła pulę zabezpieczeń przez rzeczywistą sprzedaż lub równorzędną w charakterze cesję.

Struktura jednopoziomowa ESNs spełnia wymogi rynku amerykańskiego i umożliwia ich sprzedaż na podstawie Rule 3a-6 *Investment Company Act* przewidzianego dla nierezydentów regulowanych jako podmioty bankowe, które są znacząco zaangażowane w działalność bankowości komercyjnej.

## Podsumowanie

Innowacyjne instrumenty finansowe SME, oparte na rozwiązaniach listów zastawnych, rozwijały się najpierw na poziomie narodowym, a następnie w formie kontraktowej. Emitenci pierwsi stworzyli własne nowatorskie instrumenty zabezpieczone pulą kredytów SME. Z uwagi na pilność finansowania post-pandemicznej odbudowy gospodarki europejskiej i segmentu SME w szczególności oraz stymulacji rozwoju europejskiego rynku kapitałowego w ramach projektu CMU, ESNs SME powinny zostać uformowane poprzez stworzenie wspólnych, transparentnych ram na poziomie całej UE.

Jednym z osiągnięć Europejskich Ram Listów Zastawnych było stworzenie szerokiego i spójnego europejskiego rynku, który określa minimalne wymagania dla listów zastawnych, przyczyniając się do zwiększania ekspozycji inwestorów na te aktywa w całej Europie. Jeżeli ESNs miałyby skorzystać z tego wzorca, bazując na innowacyjnych rozwiązaniach, które pojawiły się w niektórych krajach członkowskich, można by stworzyć katalog wymagań technicznych, prawnych oraz standardy produktowe tak, aby ESNs mogłyby stać się kolejnym narzędziem finansowania banków, z dodatkową korzyścią w postaci niższych kosztów kredytowania dla SME, przyczyniając się jednocześnie do zwiększenia stabilności europejskiego systemu finansowego oraz przyspieszenia odbudowy popandemicznej gospodarki UE.

## Bibliografia

### Wydawnictwa zwarte

Beaumont J., *Covered bond harmonisation: a milestone reached*, European Covered Bond Council, 22 October 2019.

*Capital markets union 2020 action plan: A capital markets union for people and businesses*, European Commission, 24 September 2020.

- Davies T., *MEPS call for ESNs as part of new CMU drive*, Global Capital, September 11, 2020.
- Dierick B., Langer H., *Capital Markets Union and the Potential Role of the ECBC and Dual Recourse Instruments*, [w:] 2015 ECBC European Covered Bond Fact Book, ed. W. Kälberer, ECBC Publication, Brussels 2015.
- EBA Report on European Secured Notes (ESNS), European Banking Authority, 24 July 2018.
- Emisje ABS SME w latach 2009–2020, dane JP Morgan Research.
- European Covered Bond Fact Book 2019, ECBC Publication, European Mortgage Federation – European Covered Bond Council, Brussels, October 2020, 15<sup>th</sup> edition.
- Fuchs K., Bergman D., *Making the case for European Secured Notes as an EU safe asset*, Scope Ratings, 6 October 2020.
- Green Paper. Building a Capital Markets Union, European Commission, Brussels 18.02.2015.
- Grossmann R., Stöcker O., *Overview of Covered Bonds*, [w:] 2015 ECBC European Covered Bond Fact Book, ed. W. Kälberer, ECBC Publication, Brussels 2015.
- Harmonisation of covered bonds and extendable maturities – new standards, European Covered Bond Council, 26 November 2020.
- Nassr I.K., Wehinger G., *Unlocking SME finance through market-based debt: Securitisation, private placements and bonds*, „OECD Journal: Financial Market Trends” 2015, Vol. 2014/2.
- Papadopoulos G., Rikama S., Alajääskö P., Salah-Eddine Z., Airaksinen A., Luomaranta H., *Statistics on small and medium-sized enterprises*, Eurostat, May 2018.
- Structural Business Statistics, 2017 data, Eurostat.
- Tamura K., Tabakis E., *The use of credit claims as collateral for Eurosystem credit operations*, European Central Bank, Occasional Paper Series No. 148, June 2013, Frankfurt am Main.
- 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.
- The economic impact of COVID-19 on SMEs in Europe, SMEunited, June 2020.
- 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” 2020, September 23, No. 2798.
- Volk B., *SME Covered Bonds: An Interesting New Format*, „Law in Transition Journal, European Bank for Reconstruction and Development” 2015, 76.

### Dokumenty prawne

- 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).
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządko-



wanej 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) (*the Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD*).

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 zmieniała Dyrektywę 2009/65/EC (*Undertakings for the collective investment in transferable securities, UCITS*).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2162 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie emisji obligacji zabezpieczonych i nadzoru publicznego nad obligacjami zabezpieczonymi oraz zmieniająca dyrektywy 2009/65/WE i 2014/59/UE (Tekst mający znaczenie dla EOG).

Guideline (EU) 2015/1938 of the European Central Bank of 27 August 2015 amending Guideline (EU) 2015/510 of the European Central Bank on the implementation of the Eurosystem monetary policy framework (ECB/2015/27).

Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 9 lipca 2015 r. w sprawie tworzenia unii rynków kapitałowych, 2015/2634 (RSP).

Rozporządzenie Komisji (UE) nr 651/2014 z dnia 17 czerwca 2014 r. uznające niektóre rodzaje pomocy za zgodne z rynkiem wewnętrznym w zastosowaniu art. 107 i 108 Traktatu (Tekst mający znaczenie dla EOG). Załącznik I.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2160 z dnia 27 listopada 2019 r. zmieniające rozporządzenie (UE) nr 575/2013 w odniesieniu do ekspozycji w postaci obligacji zabezpieczonych (Tekst mający znaczenie dla EOG).

US Investment Company Act of 1940.

US Securities Act of 1933.

Zalecenie Komisji 2003/361/WE z dnia 6 maja 2003 r. *Mikroprzedsiębiorstwa oraz małe i średnie przedsiębiorstwa – definicja i zakres*.

### **Materiały internetowe**

Strona Banku Francji, Model ratingowy FIBEN, [www.fiben.fr](http://www.fiben.fr)

Strona European Covered Bond Council, <http://www.ecbc.eu/>

Strona Europejskiego Banku Centralnego, Trzeci program skupu listów zastawnych <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html#cbpp3>

Strona Komisji Europejskiej, Europejskie ramy listów zastawnych, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-supervision-and-risk-management/managing-risks-banks-and-financial-institutions/covered-bonds\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-supervision-and-risk-management/managing-risks-banks-and-financial-institutions/covered-bonds_en)