

*Andrzej Dżuryk\**

## **ROLA LISTÓW ZASTAWNYCH W ZWIĘKSZANIU STABILNOŚCI SEKTORA FINANSOWEGO W POLSCE**

### **WSTĘP**

Strukturalna luka płynności stanowi najpoważniejsze ryzyko systemowe polskiego sektora bankowego. Jej źródło leży w tym, że kredyty długoterminowe, a głównie mieszkaniowe, są finansowane przez krótkoterminowe depozyty oraz tzw. osady na rachunkach bieżących. Kluczowym narzędziem do rozwiązania tego problemu mogą być listy zastawne, które są rodzajem wysoko zabezpieczonej obligacji emitowanej przez banki hipoteczne. Obecnie, głównie ze względu na niską atrakcyjność ekonomiczną tego rozwiązania przy istniejących regulacjach prawnych, na polskim rynku finansowym działają jedynie dwa banki hipoteczne: BRE Hipoteczny i Pekao Hipoteczny, a udział listów zastawnych w finansowaniu kredytów hipotecznych jest marginalny<sup>1</sup>. W niniejszym artykule przedstawiono sytuację płynnościową polskiego systemu bankowego, międzynarodowe regulacje prawne rynku listów zastawnych oraz rekomendacje dla rozwoju tego rynku w Polsce.

---

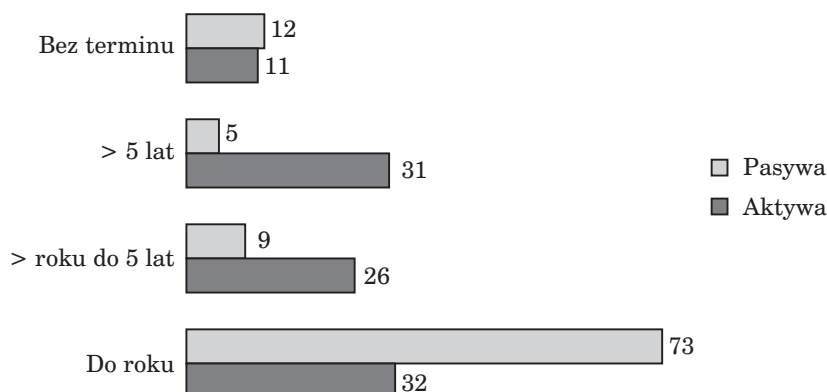
\* Autor jest doktorantem w Katedrze Bankowości Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego i dyrektorem w banku Société Générale S.A. Oddział w Polsce. Artykuł niniejszy wyraża wyłącznie poglądy autora i nie powinien być interpretowany jako stanowisko instytucji, w której jest zatrudniony.

<sup>1</sup> KNF na posiedzeniu 26 sierpnia 2014 r. wydała zezwolenie na utworzenie PKO Banku Hipotecznego przez bank PKO BP, [http://www.knf.gov.pl/o\\_nas/komunikaty/KNF\\_26\\_08\\_2014.html](http://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty/KNF_26_08_2014.html) (dostęp: 8.09.2014).

## 1. SYTUACJA PŁYNNOŚCIOWA POLSKIEGO SYSTEMU BANKOWEGO

Aktywom sektora bankowego z terminem zapadalności powyżej 1 roku w kwocie 1,3 bln PLN odpowiada zaledwie 0,4 bln PLN zobowiązań (por. rysunek 1).

**Rysunek 1. Struktura bilansu polskiego systemu bankowego (w %)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Kongresu Bankowości Detalicznej, Warszawa 2013, <http://kbd.projektekf.pl/sites/default/files/prezentacje/KBD%20Tezy%20v8.pdf> (dostęp: 12.07.2014).

Sytuacja ta wymaga od banków podjęcia skutecznych działań zmierzających do pozyskania długoterminowych, stabilnych źródeł finansowania. Potrzeba zwiększenia udziału długoterminowych źródeł finansowania wynika również z konieczności spełnienia wymagań dotyczących płynności strukturalnej CRD IV<sup>2</sup>. Nowe rozwiązania mają na celu wzmocnienie regulacji sektora bankowego oraz firm inwestycyjnych i są kolejnym krokiem w kierunku stworzenia bezpieczniejszego i bardziej przejrzystego systemu finansowego. Uwzględniono w nich propozycje Komitetu Bazylejskiego ds. Nadzoru Bankowego, określane jako Bazylea III. Kluczem do rozwiązania tego problemu może być ułatwienie bankom emisji długoterminowych obligacji, które nie mogą być zerwane przed terminem ich wymagalności, w przeciwieństwie do depozytów. W tym kontekście podstawowe znaczenie dla wzrostu bezpieczeństwa polskiego systemu bankowego ma ułatwienie rozwoju rynku obligacji zabezpieczonych, a w szczególności listów zastawnych, które spośród różnych

<sup>2</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Capital Requirements Directive IV, CRD IV), Dz.Urz. UE z 27 czerwca 2013 r.

instrumentów cieszą się najwyższą wiarygodnością na rynkach finansowych, powyżej obligacji rządowych (por. tabela 1).

**Tabela 1. Ratingi listów zastawnych**

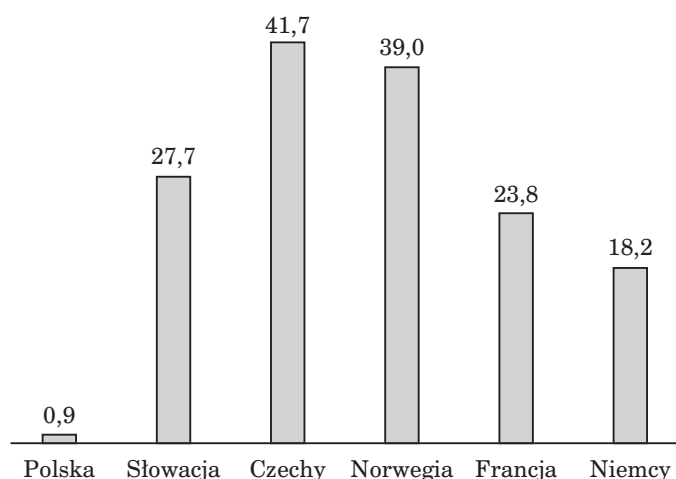
	Rating Polski		Maksymalny rating listów zastawnych		Maksymalna wartość dodana <sup>a</sup>	
	PLN	Waluta obca	PLN	Waluta obca	PLN	Waluta obca
Fitch	A	A-	AAA	AA	+6	+4
Moody's	A2	A2	Aa3	Aa3	+2	+2
Standard&Poor's	A	A-	AA	A+	+4	+2

<sup>a</sup> Wartość dodana, *uplift*, to wzrost oceny jakości ryzyka kredytowego i wynikające stąd podniesienie ratingu listów zastawnych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Kongresu Bankowości Detalicznej..., *op. cit.*

Na tle innych krajów europejskich rynek listów zastawnych w Polsce jest dopiero w początkowej fazie rozwoju (por. rysunek 2).

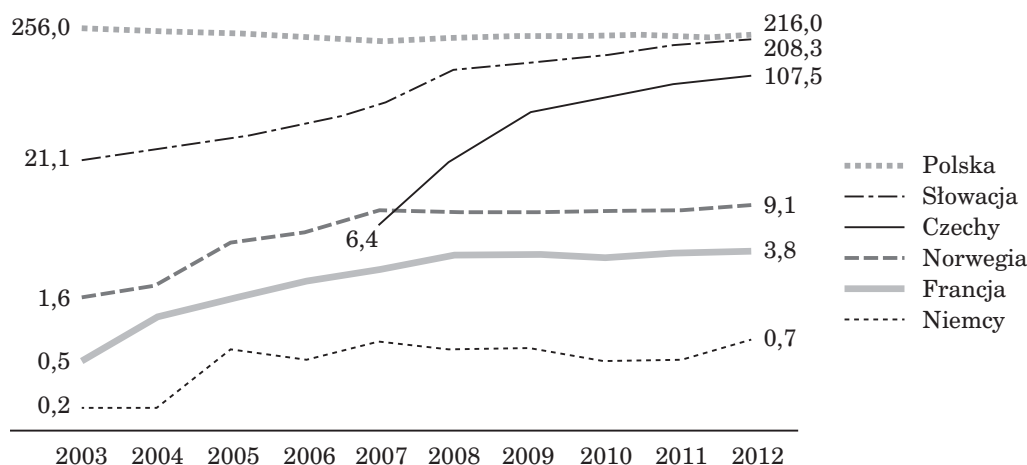
**Rysunek 2. Udział listów zastawnych w finansowaniu kredytów hipotecznych w wybranych krajach europejskich wg stanu na 31 grudnia 2012 r. (w %)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych W. Kälberer (red.), *2013 ECBC European Covered Bond Fact Book*, s. 551–569, <http://ecbc.hypo.org/Content/default.asp?PageID=501> (dostęp: 12.07.2014) oraz European Mortgage Federation, <http://www.hypo.org/Content/default.asp?PageID=414> (dostęp: 11.07.2014).

Obecne regulacje prawa podatkowego oraz prawa upadłościowego nie tworzą sprzyjającego środowiska dla racjonalnego ekonomicznie rozwoju rynku listów zastawnych w Polsce (por. rysunek 3).

**Rysunek 3. Rynek listów zastawnych w wybranych krajach (w mld EUR)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: W. Kälberer (red.), 2013 *ECBC...*, *op. cit.*, s. 551–569.

## 2. MIĘDZYNARODOWE REGULACJE PRAWNE RYNKU LISTÓW ZASTAWNYCH

List zastawny ma ponad dwustuletnią historię na europejskich rynkach finansowych i jest typowym przykładem *covered bonds*. *Covered bonds* to określenie dłużnych papierów wartościowych, które charakteryzują się tym, że ich wykup jest zabezpieczony na wyodrębnionej w tym celu puli aktywów, która pozostaje w bilansie emitenta. Struktura ta powoduje prawo inwestora do podwójnego regresu dla nabywcy w stosunku do emitenta. Tym co odróżnia *covered bonds* od klasycznych obligacji jest zasada podwójnego regresu. W obligacjach bowiem zastosowanie ma generalnie jedynie osobiste zobowiązanie emitenta wobec obligatariusza do zwrotu kapitału i odsetek<sup>3</sup>.

Specyfika *covered bonds* wynika z tego, że zobowiązanie emitenta ma charakter osobisty do wysokości całego majątku, a także rzeczowy do wysokości wartości wyodrębnionych aktywów stanowiących zabezpieczenie. Nabywca ma prawo do roszczenia zarówno wobec emitenta, jak i wydzielonych i monitorowanych przez niezależnego powiernika wysokiej jakości aktywów do zaspokojenia tych roszczeń. W pierwszym rzędzie dłużnik ponosi osobistą odpowiedzialność za powstałe w wyniku emisji zobowiązanie w zakresie kwoty kapitału i odsetek. Jeśli zaspokojenie

<sup>3</sup> Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, Dz.U. 1995, nr 83 poz. 420 z późn. zm.

roszczeń wierzyciela przez emitenta nie jest możliwe, posiadacz *covered bonds* ma prawo do zaspokojenia roszczenia z majątku, który został w tym celu wyodrębniony. W ten sposób minimalizowane jest prawdopodobieństwo nieodzyskania należności, a tym samym przeniesienia następstw niewypłacalności dłużnika na innych uczestników rynku finansowego. Zachowanie ciągłości rozliczeń stanowi kluczowy element stabilności rynku finansowego. Wysokie standardy regulacyjne *covered bonds*, a więc i listów zastawnych, zapewniające zasadę podwójnego regresu przyczyniają się istotnie do stabilizacji rynku finansowego<sup>4</sup>.

W Unii Europejskiej nie opracowano dotąd w ramach aktu prawnego jednolitej definicji listu zastawnego. Pośrednio papier wartościowy o rygorach, które spełnia list zastawny, zdefiniowano w dyrektywie UCITS, określającej limity inwestycyjne poszczególnych klas aktywów dla funduszy inwestycyjnych UCITS<sup>5</sup>. Zgodnie z tą dyrektywą fundusze te mogą angażować maksymalnie 5% aktywów w papiery wartościowe jednego emitenta. Aby limit ten mógł zostać podniesiony do 25%, dane obligacje muszą spełniać łącznie określone warunki:

- ❖ emitent musi mieć status instytucji kredytowej, posiadać statutową siedzibę w państwie członkowskim i podlegać z mocy prawa szczególnemu nadzorowi publicznemu w celu ochrony posiadaczy tych papierów;
- ❖ środki pochodzące z emisji obligacji mogą być jedynie zainwestowane w takie aktywa, które w trakcie ważności obligacji są w stanie pokryć związane z nimi roszczenia, a w razie niewypłacalności emitenta będą, na zasadzie pierwszeństwa, wykorzystane dla zaspokojenia kapitału i należnych odsetek.

Historycznie europejskie *covered bonds* to głównie inwestycje w nieruchomości. O rodzaju *covered bond* decyduje prawne zabezpieczenie spłaty kredytu. W przypadku hipoteki jest to hipoteczny list zastawny, a przypadku gwarancji lub poręczenia instytucji publicznej, jak np. banku centralnego lub Skarbu Państwa, jest to publiczny list zastawny. Instytucje kredytowe w Europie różnią się strukturą organizacyjną, a to powoduje zróżnicowanie modeli emisji *covered bonds*<sup>6</sup>. Zachowana jest jednak zasadnicza charakterystyka tego instrumentu, jaką jest zasada podwójnego regresu.

Mimo braku bezpośredniego uregulowania tego instrumentu, rośnie kapitalizacja **światowego** rynku *covered bonds*. W latach 2003–2012 zarówno liczba emitentów (wzrost z 140 do 306), jak i łączna wartość programów (wzrost z 1,5 bln EUR

---

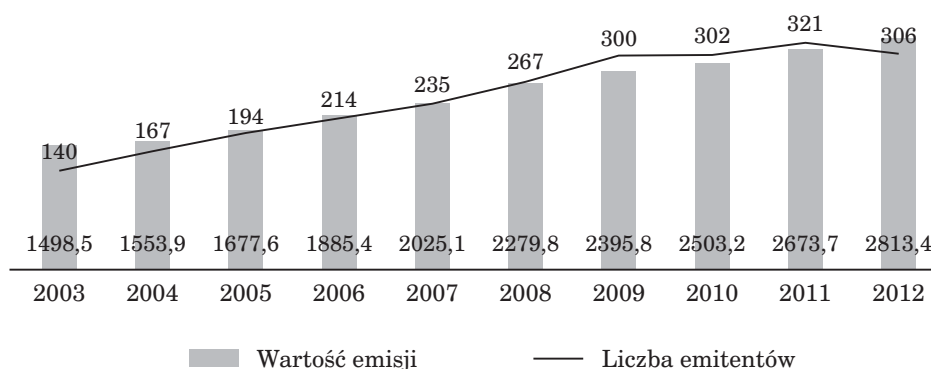
<sup>4</sup> R. Papież, *Covered bonds jako źródło stabilności rynku finansowego*, „Zeszyty Naukowe” nr 13, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Kraków 2012.

<sup>5</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS – Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities), Dz.Urz. UE L 302/63.

<sup>6</sup> O.M. Stöcker, *Modele Covered Bonds w Europie*, „Finansowanie Nieruchomości”, marzec 2012 r., s. 42–47.

do 2,8 bln EUR) podwoiła się<sup>7</sup>. Wzrost rynku był rezultatem rosnącego zainteresowania inwestorów instytucjonalnych (zob. rysunek 4).

**Rysunek 4. Kapitalizacja rynku *covered bonds* na świecie (w mld EUR)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: W. Kälberer (red.), 2013 *ECBC...*, *op. cit.*, s. 544.

Popyt przez nich generowany wymusił nowelizację prawa w wielu krajach europejskich, co z kolei przyczyniło się do zwiększenia konkurencyjności dłużnych papierów wartościowych w Europie, a także w stosunku do *mortgage backed securities* w USA<sup>8</sup>.

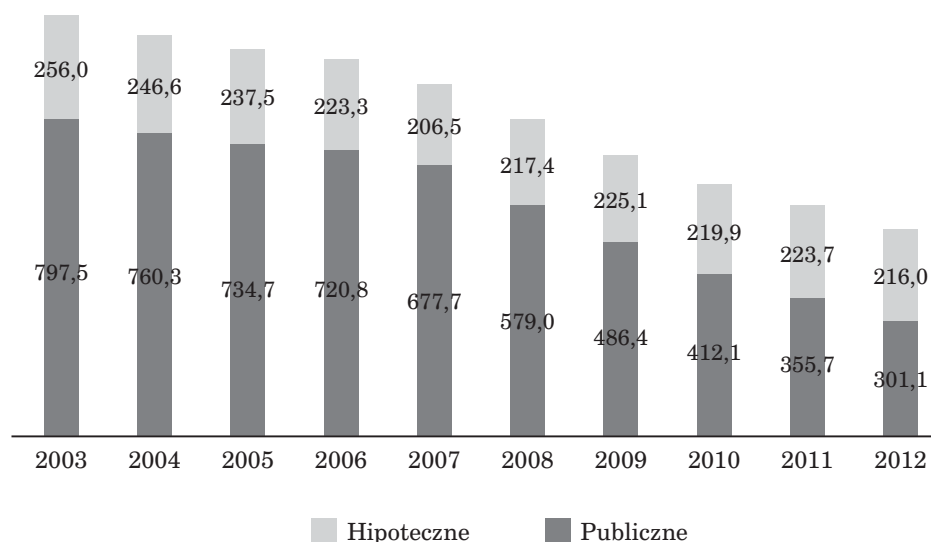
W ostatnich latach nastąpiła zmiana struktury rynku *covered bonds*. Interesującym przykładem jest rynek niemiecki, będący największym na świecie ze względu na kapitalizację i płynność. Z uwagi na ograniczenie inwestycji publicznych, w latach 2003–2012 znacząco zmniejszył się wolumen publicznych listów zastawnych (spadek o 62%), podczas gdy wielkość rynku hipotecznych listów zastawnych zmniejszyła się w tym czasie jedynie o 16%. Po pierwszych latach spadkowych utrzymuje się ona na średnim poziomie 220 mld EUR (zob. rysunek 5).

W szczytowym okresie koniunktury na rynku kredytów hipotecznych w USA, w latach 2004–2005, pojawił się pomysł wykorzystania europejskiego modelu *covered bonds*. Miały być one pierwotnie dodatkowym instrumentem pozyskania kapitału, a następnie przeciwwagą dla dominującej pozycji Fannie Mae's i Freddie Mac's na rynku kredytów mieszkaniowych<sup>9</sup>. Natomiast po upadku banku Lehman Brothers zaczęły być one postrzegane jako źródło stabilizacji w procesie reformy amerykańskiego systemu finansowego, w którym dominują *mortgage backed securities*, a które mają znacząco niższą strukturalnie jakość kredytową od listów zastawnych.

<sup>7</sup> W. Kälberer (red.), 2013 *ECBC...*, *op. cit.*, s. 544.

<sup>8</sup> J. Golin (red.), *Covered Bonds: Beyond Pfandbriefe: Innovations, Investment and Structured Alternatives*, Euromoney Institutional Investor Plc, London 2006.

<sup>9</sup> R.T. O'Shields, *Reforming America's Mortgage Market: What Comes after Fannie Mae and Freddie Mac?*, „North Carolina Banking Institute Journal”, Vol. 16, 2012, s. 123.

**Rysunek 5. Kapitalizacja rynku i struktura *covered bonds* w Niemczech (w mld EUR)**

Źródło: opracowanie własne na podstawie: W. Kälberer (red.), 2013 *ECBC...*, *op. cit.*, s. 555.

### 3. REKOMENDACJE DLA ROZWOJU RYNKU LISTÓW ZASTAWNYCH W POLSCE

Problem zwiększenia stabilności systemu finansowego poprzez rozwiązania służące wydłużeniu źródeł finansowania działalności kredytowej był przedmiotem debaty i rekomendacji Europejskiego Kongresu Finansowego w Sopocie w 2011 r.<sup>10</sup> Temat ten był kontynuowany podczas VI Kongresu Bankowości Detalicznej zorganizowanego w 2013 r. w Warszawie. Dorobkiem Kongresu jest pakiet rekomendacji dotyczących wykorzystania listów zastawnych jako bezpiecznego narzędzia zmniejszenia ryzyka wiążącego się z niedopasowaniem aktywów i pasywów sektora bankowego w Polsce.

Zwiększenie atrakcyjności polskich listów zastawnych można osiągnąć poprzez podwyższenie ich ratingu oraz działania na rzecz poszerzenia bazy inwestorów. Nie ma w polskim prawie (prawie upadłościowym oraz ustawie o listach zastawnych i bankach hipotecznych) rozwiązań w zakresie zaspokajania wierzycieli z tytułu listów zastawnych mających zastosowanie w przypadku upadłości emitującego je banku hipotecznego, a które istnieją w innych krajach. W związku z tym rekomendowane jest wprowadzenie do wyżej wymienionych ustaw zasad tzw. *timeliness of payment*, *set-off risk* i *commingling risk*. Obecnie odsetki od listów zastawnych

<sup>10</sup> Europejski Kongres Finansowy, Sopot 2011, <http://www.efcongress.com/Pl/rekomendacja-3> (dostęp: 12.07.2014).

pobierane przez inwestorów zagranicznych podlegają obowiązkowi poboru podatku dochodowego u źródła. Proponuje się, aby pobór u źródła podatku CIT z tytułu emitowanych przez banki hipoteczne listów zastawnych był wyłączony. W zakresie inwestorów krajowych obecne przepisy prawa nie precyzują jednoznacznie, czy towarzystwa ubezpieczeniowe i OFE powinny wliczać listy zastawne w limity inwestycyjne danego emitenta. Rekomenduje się, aby zastosować rozwiązania analogiczne jak dla TFI.

Udrożnienie procesu transferu portfela kredytowego z banków uniwersalnych do banków hipotecznych można osiągnąć poprzez stosowne zmiany w prawie podatkowym w zakresie VAT i CIT, dostosowanie regulacji krajowych do dyrektyw europejskich w zakresie limitów refinansowania oraz automatyzacji wpisów dotyczących zabezpieczeń w księgach wieczystych. Ustawa o VAT nie precyzuje, czy ma zastosowanie zwolnienie z VAT w przypadku nabycia wierzytelności kredytowych w celu ich refinansowania. W zakresie skupionych wierzytelności przyszłe koszty z tytułu rezerw nie będą stanowić kosztów uzyskania przychodów. W związku z tym powinny być stosownie doprecyzowane zapisy ustawy o VAT oraz ustawy o podatku CIT. Zgodnie z obecną regulacją tylko 60% wartości detalicznego portfela kredytowego może być refinansowane listami zastawnymi przez banki hipoteczne. Postuluje się zwiększenie limitu refinansowania do 80% zgodnie z dyrektywami europejskimi, a także zelektronizowanie transferu zabezpieczeń wierzytelności, aby umożliwić masową zmianę wpisów w księgach wieczystych.

Pakiet rekomendacji, który został przekazany do Ministerstwa Finansów i Ministerstwa Sprawiedliwości, obejmuje osiem obszarów szczegółowych (zob. tabela 2).

Obecny stan prawny wlicza listy zastawne w limity inwestycyjne na poziomie emitenta w przypadku towarzystw ubezpieczeniowych, natomiast ustawa o TFI je wyłącza. Udział dużych banków giełdowych w WIG30 jest znaczący i wynosi dla Pekao 10%, PKO BP 9%, BRE 3%. Dla towarzystw ubezpieczeniowych i OFE udział ten to odpowiednio 5% i 10%. Wliczanie listów zastawnych w limity inwestycyjne na poziomie emitenta istotnie ogranicza możliwość finansowania poprzez rynek krajowy. W tej sytuacji wydawało się zasadne powielenie zapisów wyłączających listy zastawne z limitów emitenta z ustawy o TFI do ustaw o OFE i towarzystwach ubezpieczeniowych. Jednakże z uwagi na odmienne uregulowania w dyrektywach europejskich usunięto z pakietu rekomendacji wyłączenie listów zastawnych z limitów emitenta w towarzystwach ubezpieczeniowych, zachowując tę rekomendację w przypadku OFE<sup>11</sup>.

<sup>11</sup> Usunięcie z pakietu rekomendacji wyłączenia listów zastawnych z limitów emitenta w towarzystwach ubezpieczeniowych zostało przedstawione podczas Europejskiego Kongresu Finansowego, Sopot 2014, [http://www.efcongress.com/sites/default/files/ekf\\_czerwiec\\_v2\\_format4.pdf](http://www.efcongress.com/sites/default/files/ekf_czerwiec_v2_format4.pdf) (dostęp: 16.07.2014).



**Tabela 2. Rekomendacje dla rozwoju polskiego rynku listów zastawnych**

	<b>Ministerstwo Finansów</b>	<b>Ministerstwo Sprawiedliwości</b>
1. Limity emitenta w towarzystwach ubezpieczeniowych <sup>a)</sup> i OFE	√	
2. Podatek u źródła	√	
3. Postępowanie upadłościowe banku hipotecznego	√	√
4. Limit refinansowania kredytów hipotecznych listami zastawnymi	√	
5. Koszty uzyskania przychodu nabytych wierzytelności	√	
6. Transfer zabezpieczeń hipotecznych		√
7. VAT z tytułu transferu wierzytelności	√	
8. Opłata BFG i tworzenie funduszu ochrony środków gwarantowanych	√	

<sup>a</sup> Propozycja w zakresie towarzystw ubezpieczeniowych została wycofana na etapie wdrażania rekomendacji, a przyczyny wycofania zostały omówione w dalszej części artykułu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Kongresu Bankowości Detalicznej..., *op. cit.*

W Polsce obowiązuje pobór podatku dochodowego u źródła (*withholding tax*) od odsetek od listów zastawnych wypłacanych na rzecz inwestorów zagranicznych. Jednocześnie odsetki od instrumentów dłużnych, których emitentami są Skarb Państwa, Bank Gospodarstwa Krajowego i miasto stołeczne Warszawa, są zwolnione z poboru tego podatku. Rozwiązanie takie jest niezrozumiałe, niespójne i zniechęca inwestorów zagranicznych do kupowania polskich listów zastawnych. Na mocy umów o unikaniu podwójnego opodatkowania i w związku z przedłożeniem przez inwestorów właściwych certyfikatów rezydencji podatkowej, w praktyce podatek u źródła nie został pobrany. Znaczącym uproszczeniem procedury i ułatwieniem dla inwestorów zagranicznych byłoby wprowadzenie wyłączenia podatkowego z poboru podatku u źródła w zakresie inwestycji w emitowane przez banki hipoteczne w Polsce listy zastawne.

Ryzyko polskich listów zastawnych jest obecnie oceniane przez inwestorów i agencje ratingowe na poziomie ratingu emitenta. Oznacza to istotnie wyższe postrzeganie ryzyka tych papierów w stosunku do emisji w innych jurysdykcjach. Możliwe podniesienie ratingu (*uplift*) dla polskich listów zastawnych wynosi zero w stosunku do 8 punktów (*notches*) dla innych krajów według agencji ratingowej *Fitch*. Powodem niższej oceny przez agencje ratingowe jest brak istotnych regulacji w polskim systemie prawnym (prawie upadłościowym oraz ustawie o listach

zastawnych i bankach hipotecznych) dotyczących tzw. *timeliness of payments* z listów zastawnych oraz ograniczeń tzw. *set-off risk* i *commingling risk* w sytuacji upadłości banku hipotecznego. W tej sytuacji wymagają odpowiedniego uszczegółowienia przepisy prawa w zakresie procedury zaspokajania wierzycieli po upadłości emitenta listów zastawnych.

Tak jak dla wszystkich innych kredytów, zgodnie z ustawą o listach zastawnych i bankach hipotecznych, możliwe jest refinansowanie listami zastawnymi kwoty wynoszącej 60% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości. Zgodnie z dyrektywami europejskimi możliwe jest refinansowanie listami zastawnymi 80% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości. Wydaje się zasadne, aby przy pozostawieniu 60% limitu dla pozostałych kredytów w przypadku kredytów detalicznych umożliwić refinansowanie listami zastawnymi do 80% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości.

Zgodnie z ustawą o CIT banki mają możliwość zaliczenia do kosztów uzyskania przychodu określonych tworzonych rezerw celowych, nieściągalnych wierzytelności, umorzonych wierzytelności oraz strat na sprzedaży wierzytelności z tytułu kredytów i pożyczek sprzedanych do funduszu sekurytyzacyjnego lub towarzystwa funduszy. Ministerstwo Finansów zawęży tę możliwość do wierzytelności z tytułu kredytów i pożyczek udzielonych przez bank, jednocześnie odmawiając tego samego prawa w stosunku do wierzytelności nabytych przez bank od innych podmiotów, w tym od innych banków. Należałoby rozszerzyć ustawę o CIT o zapis uwzględniający możliwość zaliczenia do kosztów uzyskania przychodu rezerw na wierzytelności z tytułu kredytów i pożyczek nabytych przez bank hipoteczny od innych banków.

Ze sprzedażą kredytu hipotecznego do banku hipotecznego wiąże się konieczność zmiany beneficjenta zabezpieczenia hipotecznego w księgach wieczystych. Wpis do księgi wieczystej w związku z przelewem wierzytelności hipotecznej ma charakter konstytutywny, co oznacza, że zabezpieczenie przechodzi na beneficjenta dopiero z chwilą wpisu w księdze wieczystej. Przy masowej skali działania operacja taka powodowałaby poważne obciążenie operacyjne sądów, wpływając na wydłużenie czasu realizacji wpisu. Proces ten w zakresie przygotowywania, składania i rozpatrywania wniosków banków o dokonanie zmian wpisu w księgach wieczystych powinien być więc zautomatyzowany poprzez wprowadzenie elektronicznego obiegu dokumentów przy wykorzystaniu systemu teleinformatycznego.

W związku z tym, że ustawa o VAT nie precyzuje, czy nabycie wierzytelności kredytowych w celu ich refinansowania jest zwolnione z VAT, działające w Polsce dwa banki hipoteczne BRE Bank Hipoteczny i Pekao Bank Hipoteczny wystąpiły o wydanie i otrzymały indywidualne interpretacje podatkowe, z których wynika, że transfer portfela wierzytelności w celu ich refinansowania jest zwolniony z VAT. Aby uniknąć potrzeby występowania o indywidualną interpretację podatkową przez każdy bank hipoteczny, należałoby doprecyzować ustawę w taki sposób, że

nabycie wierzytelności kredytowej w celu jej refinansowania jest zwolnione z VAT z mocy ustawy.

Aktywa pochodzące z emisji listów zastawnych zwolnione są z opłaty rocznej i wymogu tworzenia funduszu ochrony środków gwarantowanych zgodnie z ustawą o BFG. Projektowane zaś przepisy ustawy o BFG i uporządkowanej likwidacji banków w swoim obecnym kształcie nie wyłączają aktywów pochodzących z emisji listów zastawnych z tej opłaty i konieczności tworzenia przedmiotowego funduszu. Obecnie obowiązujące rozwiązanie powinno zostać utrzymane w przygotowywanej ustawie o BFG i uporządkowanej likwidacji banków, aby aktywa pochodzące z emisji listów zastawnych pozostały zwolnione z opłaty rocznej i wymogu tworzenia funduszu ochrony środków gwarantowanych oraz innych obciążeń na rzecz BFG.

Ponadto w ramach IV Kongresu Bankowości Detalicznej rekomendowano, aby dodać listy zastawne do obligatoryjnego limitu minimum 75% aktywów inwestowanych w akcje w ustawie o zmianie ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w OFE. Ewentualne rozszerzenie kategorii lokat w ramach limitu 75% dotyczyłoby możliwości inwestowania w listy zastawne emitowane przez krajowe instytucje finansowe, bądź w ramach oferty publicznej na terenie Rzeczypospolitej Polskiej lub notowane na krajowym rynku regulowanym. Zaletami dodania listów zastawnych do ustawowego limitu 75% byłyby:

- ❖ wydłużenie źródeł finansowania kredytów hipotecznych, co zmniejszyłoby ryzyko kryzysu w polskim systemie bankowym;
- ❖ dywersyfikacja, podniesienie jakości i stabilizacja portfela OFE, jako że hipoteczne listy zastawne mają z reguły wyższy rating niż kraj emitenta, stanowiąc atrakcyjny substytut dla obligacji państwowych;
- ❖ wzmocnienie rynku kapitałowego jeżeli listy zastawne będą obligatoryjnie notowane na rynku wtórnym, prowadząc jednocześnie do zwiększenia wiarygodności rynku obligacji, ponieważ listy zastawne są obecnie najbardziej wiarygodnymi instrumentami finansowymi;
- ❖ uelastycznienie rynku kapitałowego w świetle planowanego zniesienia limitu 75%.

W sierpniu 2014 r. rząd przyjął przygotowany przez Ministerstwo Finansów projekt założeń do ustawy o listach zastawnych<sup>12</sup> oparty na rekomendacjach środowiska bankowego. W stosunku do przedkładanych rekomendacji wyłączono z racji odrębnych uregulowań zagadnienie dotyczące VAT z tytułu transferu wierzytelności, które ma zostać podjęte w indywidualnej interpretacji podatkowej oraz kwestię transferu zabezpieczeń hipotecznych. Ten ostatni temat został zaadresowany w projekcie ustawy o zmianie ustawy kodeks postępowania cywilnego, ustawy o księgach wieczystych i hipotece oraz niektórych innych ustaw. Projekt ten zawie-

---

<sup>12</sup> Biuletyn Informacji Publicznej Rządowego Centrum Legislacji, <http://legislacja.rcl.gov.pl/lista/1/projekt/199050> (dostęp: 9.09.2014).

ra obowiązek inicjowania postępowania wieczysto-księgowego drogą elektroniczną przez notariuszy. Rekomendowane rozszerzenie o listy zastawne kategorii lokat OFE w ramach limitu 75% nie zostało uwzględnione.

Rząd zakłada, że rynek listów zastawnych osiągnie 20% nowej sprzedaży i 7% całego portfela hipotecznego w ciągu pięciu lat od wprowadzenia pakietu zmian ustawodawczych planowanego na 1 stycznia 2015 r. W ocenie Ministerstwa Finansów udroźnienie akcji kredytowej banków zagrożonej przyszłymi wymogami dyrektywy CRD IV i skierowanie środków na finansowanie gospodarki ma w perspektywie 10 lat przynieść korzyści w wysokości 18 mld PLN dla firm, 7 mld PLN dla banków i 5 mld PLN dla budżetu państwa. Oszczędności z tytułu podwyższonego ratingu kredytowego listów zastawnych powinny istotnie przewyższać koszty wprowadzonych zmian, m.in. z tytułu wymogu 10% nadzabezpieczenia czy wymogu 6-miesięcznego bufora płynności na zabezpieczenie płatności odsetek. Nie wydaje się, aby obiektywna wycena bankowo-hipotecznego wartości nieruchomości stanowiła problem. Wartość ta w długim okresie oscyluje wokół wartości rynkowej, odchylając się od niej *in plus* lub *in minus*, w zależności fazy od cyklu koniunkturalnego w nieruchomościach, przyczyniając się do stabilizacji wyceny w długim okresie. Przedłożenie rządowe należy ocenić jako spełnienie najważniejszych oczekiwań środowiska bankowego na odblokowanie rynku listów zastawnych w Polsce.

## PODSUMOWANIE

Wyzwania, które stoją przed polskim sektorem bankowym to występująca strukturalna luka płynności, konieczność dywersyfikacji źródeł finansowania oraz wymogi kapitałowe i płynnościowe. Skalę wyzwania wyznacza 330 mld kredytów mieszkaniowych, w tym ponad połowa w CHF, które są finansowane krótkoterminowymi depozytami złotowymi. Obraz ten wyodrębnia doświadczenie przedłużającego się globalnego kryzysu finansowego i wynikający stąd obniżony standing spółek matek banków działających w Polsce.

List zastawny w krajach Europy kontynentalnej, znany jako *covered bond* na międzynarodowych rynkach finansowych, to dłużny papier wartościowy spełniający przede wszystkim warunek podwójnego regresu. Instrument ten, ze względu na prawne i materialne zabezpieczenie roszczeń, jest postrzegany jako jeden z najmniej ryzykownych dla inwestora. List zastawny wydaje się stanowić dobre narzędzie dla rozwiązania problemu przed jakim stoi polski system bankowy. Z jednej strony daje bezpieczeństwo dla inwestora, szczególnie pożądane w okresie kryzysu finansowego, a dla emitenta stanowi długoterminowe źródło finansowania.

W Polsce listy zastawne nadal pozostają niedoceniane. Do rozwiązania takiego stanu rzeczy przyczyniłoby się usunięcie ograniczeń ich rozwoju i zwiększające atrakcyjność dla inwestorów oraz usunięcie barier dla transferu portfela kredyto-

wego z banków uniwersalnych do banków hipotecznych. Proponowane zmiany nie wpłyną negatywnie na dochody budżetowe, a w efekcie można by uzyskać podwyższenie stabilności polskiego sektora bankowego, które przełożyłoby się na większą stabilność gospodarki i budżetu państwa.

**Słowa kluczowe:** luka płynności, banki hipoteczne, stabilizacja rynku finansowego, wydłużenie źródeł finansowania, rozwój rynku listów zastawnych

### **Abstract**

The structural liquidity gap constitutes the most serious systemic risk in Polish banking market. Long term loans, and particularly mortgage loans, are financed by short term deposits. The key instrument to help solve this problem could be covered bonds, which are a type of well collateralized bond issued by mortgage banks. Presently, mainly due to weak economics under the current regulations, there are just two mortgage banks in Poland, and the share of covered bonds in financing mortgage loans is marginal. This article describes recommendations to develop covered bonds to increase the stability of the Polish financial market.

**Key words:** liquidity gap, mortgage banks, financial market stabilization, funding sources extension, covered bonds market development

### **Bibliografia**

- Golin J. (red.), *Covered Bonds: Beyond Pfandbriefe: Innovations, Investment and Structured Alternatives*, Euromoney Institutional Investor Plc, London 2006.
- Kälberer W. (red.), *2013 ECBC European Covered Bond Fact Book*, <http://ecbc.hypo.org/Content/default.asp?PageID=501> (dostęp: 12.07.2014).
- O'Shields R.T., *Reforming America's Mortgage Market: What Comes after Fannie Mae and Freddie Mac?*, „North Carolina Banking Institute Journal”, Vol. 16, 2012.
- Papież R., *Covered bonds jako źródło stabilności rynku finansowego*, „Zeszyty Naukowe” nr 13, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Kraków, 2012.
- Stöcker O.M., *Modele Covered Bonds w Europie*, „Finansowanie Nieruchomości”, marzec 2012 r.

## Materiały internetowe

Biuletyn Informacji Publicznej Rządowego Centrum Legislacji, <http://legislacja.rcl.gov.pl/lista/1/projekt/199050> (dostęp: 9.09.2014).

European Mortgage Federation, <http://www.hypo.org/Content/default.asp?PageID=414> (dostęp: 11.07.2014).

Europejski Kongres Finansowy, Sopot 2011, <http://www.efcongress.com/pl/rekomendacja-3> (dostęp: 12.07.2014).

Europejski Kongres Finansowy, Sopot 2014, [http://www.efcongress.com/sites/default/files/ekf\\_czerwiec\\_v2\\_format4.pdf](http://www.efcongress.com/sites/default/files/ekf_czerwiec_v2_format4.pdf) (dostęp: 16.07.2014).

Komisja Nadzoru Finansowego, [http://www.knf.gov.pl/o\\_nas/komunikaty/KNF\\_26\\_08\\_2014.html](http://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty/KNF_26_08_2014.html) (dostęp: 08.09.2014).

Kongres Bankowości Detalicznej, Warszawa 2013, <http://kdb.projektekf.pl/sites/default/files/prezentacje/KBD%20Tezy%20v8.pdf> (dostęp: 12.07.2014).

## Akty prawne

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. *w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS – Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities)*, Dz.Urz. UE L 302/63.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. *w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (Capital Requirements Directive IV, CRD IV)*, Dz.Urz. UE z 27 czerwca 2013 r.

Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, Dz.U. 1995, nr 83 poz. 420 z późn. zm.