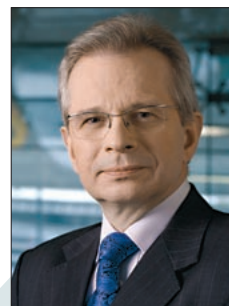




POLSKI LIST ZASTAWNY — BILANS PO 10 LATACH

Piotr Cyburt

Prezes Zarządu BRE Banku Hipotecznego



W czerwcu br. minęło 10 lat od pierwszej, symbolicznej emisji listów zastawnych w Polsce w okresie powojennym.

Symboliczny charakter tej emisji miał podwójny wymiar.

Wyemitowano hipoteczne listy zastawne o wartości zaledwie 5 mln PLN. Ważniejsze było jednak to, że niezależnie od tak małej kwoty, emisja udowodniła, że bank hipoteczny może skutecznie działać w ramach uchwalonej w 2007 r.

Ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych.

Pomimo pokładanych w listach zastawnych przez część sektora bankowego nadziei, ten instrument nigdy nie rozwinął się w Polsce na szerszą skalę i odgrywa obecnie w refinansowaniu kredytów hipotecznych marginalną rolę. Jednocześnie w wielu krajach europejskich podczas kryzysu finansowego okazał się właściwie jedynym produktem na rynku długu, wobec którego nie zanotowano *defaultu*. Wyszedł jako niekwestionowany zwycięzca z rywalizacji z instrumentami skurytazyacyjnymi.

Zważywszy na to, nasuwa się pytanie, co sprawiło, że listy zastawne w Polsce nie mają w refinansowaniu kredytów hipotecznych prawie żadnego znaczenia, a z drugiej strony – osiągnęły na rynku międzynarodowym niekwestionowany sukces.

Czym jest list zastawny?

List zastawny jest zabezpieczonym na nieruchomościach instrumentem dłużnym. Służy do refinansowania udzielanych przez bank hipoteczny kredytów na zasadach ściśle określonych przez przepisy zawarte w Ustawie o listach zastawnych i bankach hipotecznych z grudnia 2007 r. Nazwa „list zastawny” jest zastrzeżona (nie tylko w Polsce, ale i w innych krajach) przez prawo tylko dla

takich instrumentów dłużnych, które spełniają warunki wynikające z ogólnie obowiązujących przepisów prawnych. Innymi słowy, list zastawny jest uregulowany przez prawo w sposób systemowy, w przeciwieństwie do sekurytyzacji, która ma charakter kontraktowy.

Przypomnijmy pokrótce główne przepisy, które dotyczą polskiego listu zastawnego.

List zastawny może być emitowany wyłącznie przez banki hipoteczne. Może refinansować kredyty hipoteczne na nieruchomości mieszkaniowe i komercyjne, których zabezpieczeniem są ustanowione skutecznie i prawomocnie hipoteki na pierwszym miejscu. Mogą to być przede wszystkim nieruchomości gotowe i wynajęte. Udział kredytów deweloperskich w rejestrze zabezpieczenia listów zastawnych nie może przekroczyć 10 proc.

Nieruchomości muszą być wycenione w sposób ostrożny, w oparciu o tzw. wartość bankowo-hipoteczną. Jej najbardziej charakterystycznymi cechami są: po pierwsze, reguły sporządzania wyceny określone szczegółowo w Rekomendacji F, a po drugie, wartość ta ma charakter na tyle konserwatywny, że powinna się obronić i nie ulegać wahaniom w trakcie cyklu koniunkturalnego na rynku nieruchomości. Listem zastawnym nie można refinansować więcej, jak 60 proc. wartości nieruchomości w przypadku udzielonego kredytu.

Bank hipoteczny podlega szczególnemu nadzorowi ze strony regulatorów. Prowadzi specjalny rejestr zabezpieczenia listów zastawnych, na podstawie którego ustalana jest kwota emisji listów zastawnych. Co miesiąc dane z rejestru są przysyłane do nadzoru bankowego. Rejestrowi towarzyszy rachunek odsetkowy i jego projekcje. Zgodnie z prawem, dochody odsetkowe z kredytów wpisanych do rejestru muszą być zawsze wyższe od kosztów odsetkowych płaconych z tytułu wyemitowanych listów zastawnych. Nad tym, by te wymogi były przestrzegane, czuwają powiernicy, czyli osoby niezależne, niezatrudnione przez bank hipoteczny, a nominowane przez KNF. Listy zastawne pozostają zawsze w bilansie banku hipotecznego, a aktywa, które je refinansują, zużywają kapitał banku. Inwestorzy, którzy je nabywają, mogą liczyć na przywileje upadłościowe w przypadku bankructwa emitenta, czyli banku hipotecznego, polegające na tym, że

w momencie ogłoszenia upadłości aktywa stanowiące zabezpieczenie wyemitowanych listów i wpisane do rejestru zabezpieczenia są oddzielone od reszty masy upadłościowej i służą wyłącznie do zaspokojenia roszczeń wobec posiadaczy listów zastawnych. Listy zastawne, zwłaszcza te, które zostały wprowadzone do obrotu publicznego, mają zazwyczaj rating co najmniej jednej z trzech czołowych agencji ratingowych.

Emitenci listów zastawnych w Polsce

W Polsce od ponad 10 lat istnieją, jak wiadomo, trzy banki hipoteczne. Są to: BRE Bank Hipoteczny, Pekao Bank Hipoteczny i ING Bank Hipoteczny. Podczas tego okresu przeżywały one w swojej działalności różne zwroty dotyczące realizowanej strategii, jak również zmiany właścicieli.

Dwa pierwsze prowadzą działalność na nieco szerszą skalę. Ich sumy bilansowe oscylują odpowiednio wokół 4 mld i 1,8 mld PLN. Działalność trzeciego ma ograniczony charakter i wydaje się on bardziej pełnić rolę centrum kompetencyjnego w zakresie finansowania nieruchomości komercyjnych w grupie ING.

Zgodnie z prawem, banki hipoteczne muszą refinansować się listami zastawnymi. Decyduje o tym tzw. limit pasywów, który zezwala na finansowanie innymi instrumentami, takimi jak pieniądź

z rynku międzybankowego, pożyczki od akcjonariuszy i od innych banków, obligacje niezabezpieczone, tylko do 6-krotności funduszy własnych. Co trzeba podkreślić, bank hipoteczny nie może prowadzić rachunków bieżących dla klientów detalicznych i przyjmować depozytów. Nie może również spekulować na zmianach stóp procentowych i kursów walutowych. Wszystko po to, by emitowane listy zastawne były zawsze bezpieczne dla inwestorów.

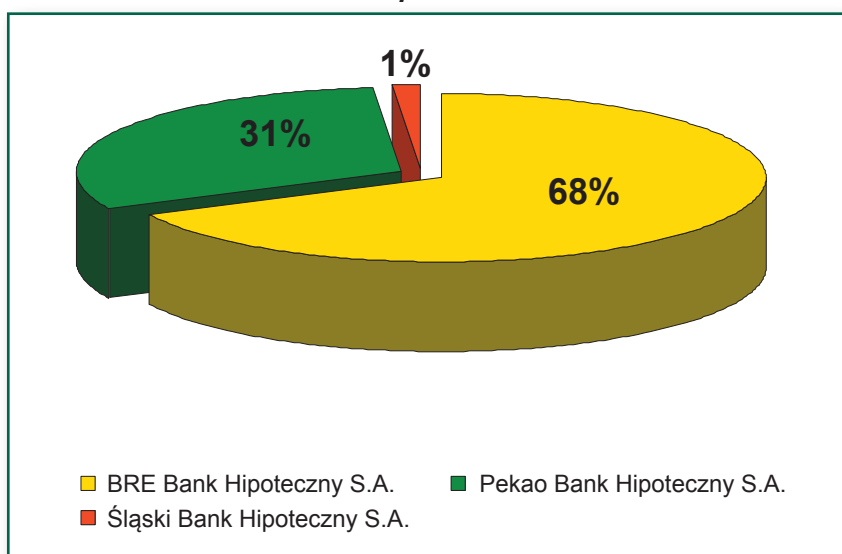
Na koniec września br. w bilansach banków hipotecznych pozostawało 2,87 mld PLN listów zastawnych. Z tego hipoteczne listy zastawne stanowiły 2,3 mld PLN. Publiczne listy zastawne, a więc takie, które są emitowane w oparciu o kredyty udzielone państwu lub jednostkom samorządu terytorialnego, znajdują się tylko w bilansie BRE Banku Hipotecznego. Jest ich 570 mln PLN.

Jak pokazują zamieszczone na wykresach i w tabelach dane, największym emitentem listów zastawnych, posiadającym 68 proc. udziału w rynku, jest BRE Bank Hipoteczny. Specjalizuje się on w kredytowaniu nieruchomości komercyjnych, a więc powierzchni biurowych, centrów i galerii handlowych, magazynów i centrów logistycznych oraz hoteli o wartości do 20 mln EUR. Finansuje również deweloperów mieszkaniowych i jednostki samorządu terytorialnego. Ten ostatni kierunek



WYKRES 1.

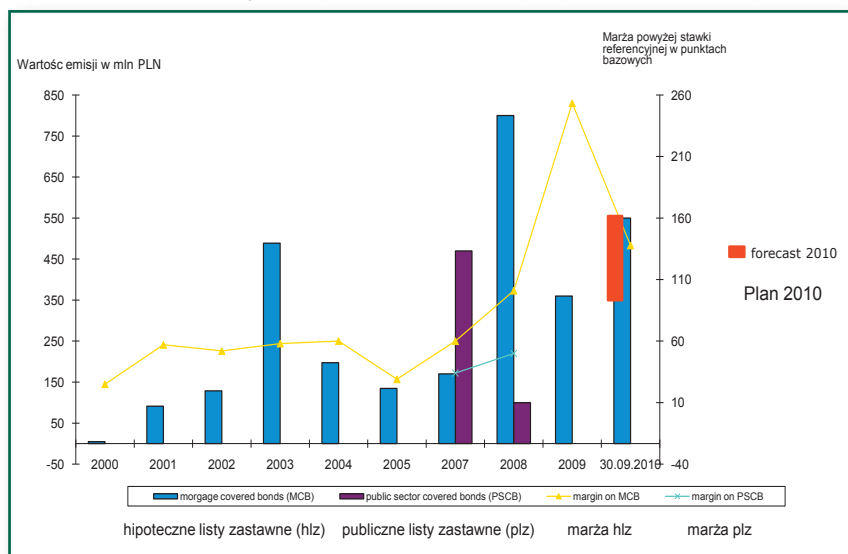
Emitenci listów zastawnych w Polsce. Dane na 30 września 2010 r.



Źródło: Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego.

WYKRES 2.

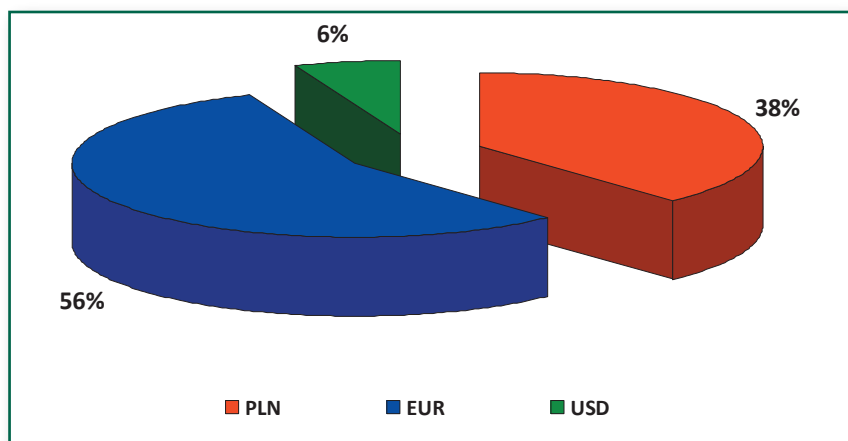
Wielkość emisji i ceny listów emitowanych przez BRE Bank Hipoteczny.



Źródło: BRE Bank Hipoteczny SA.

WYKRES 3.

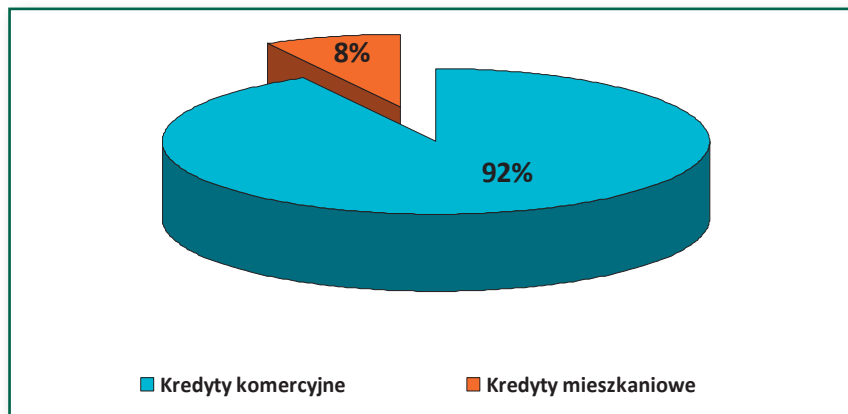
Struktura walutowa kredytów w rejestrze listów zastawnych BRE Banku Hipotecznego na 30 września 2010 r.



Źródło: BRE Bank Hipoteczny SA.

WYKRES 4.

Struktura kredytów hipotecznych wg rodzaju finansowanych nieruchomości wpisanych do rejestru zabezpieczenia listów zastawnych na przykładzie BRE Banku Hipotecznego. Stan na 30 września 2010 r.



Źródło: BRE Bank Hipoteczny SA.

działalności został podjęty w 2005 r. Wówczas bank ten zaprzestał udzielania mieszkaniowych kredytów hipotecznych.

Działalność Pekao Banku Hipotecznego, którego udział w rynku listów zastawnych wynosi 31 proc., koncentruje się na podobnych grupach produktów, przy czym w kredytowaniu nieruchomości komercyjnych nie przekracza kwoty 10 mln PLN, nie finansuje samorządów, natomiast nadal oferuje mieszkaniowe kredyty hipoteczne. Taki profil działalności obydwu banków rzutuje bezpośrednio na profil ryzyka listów zastawnych. Listy te są zabezpieczone głównie na nieruchomościach komercyjnych średniej wielkości.

BRE Bank Hipoteczny jest emitentem hipotecznych listów zastawnych w EUR i USD. Również pierwsza emisja ING Banku Hipotecznego w 2003 r. była przeprowadzona w EUR. Taka struktura walutowa listów odzwierciedla, ale tylko do pewnego stopnia, strukturę walutową portfela kredytowego banków i niesie za sobą pewne konsekwencje. Dotyczą one konieczności utrzymywania w rejestrze listów zastawnych instrumentów zabezpieczających ryzyko walutowe lub zwiększonego nadzabezpieczenia listów po to, by przy dysparytecie stóp procentowych w Polsce i w strefie EUR był przestrzegany przepis, zgodnie z którym dochody odsetkowe od kredytów przewyższają zawsze koszty odsetkowe z tytułu listów zastawnych.

Oprocentowanie listów zastawnych emitowanych na rynku polskim bazuje na zmiennej stopie i 6 M Wiborze. Znow zmienna stopa odzwierciedla pod tym względem strukturę portfela kredytowego. Dotyczy to jednak tylko zmiennej stopy, ponieważ w większości kredyty są oparte na 1 M lub 3 M Wiborze. Kredyty na stałą stopę w Polsce się nie przyjęły. Z kolei 6 M Wibor jest bardziej wygodny dla inwestorów, jak również od strony operacyjnej dla banku hipotecznego (mniejsza pracochłonność), ale też rodzi pewne ryzyko. Uwidoczniło się ono w okresie ostatnich dwóch lat, kiedy to powiększyła się do kilkudziesięciu p.b. różnica między stawkami WIBOR. W efekcie wpłynęło to niekorzystnie na rentowność banków hipotecznych.

Jak kształtowały się ceny listów, pokazuje wykres 2. Cena listów wahała się od

25 punktów bazowych w momencie ich debiutu, do 250 p.b. w okresie kryzysu finansowego. Od początku 2010 r. ceny, po których sprzedawano listy, zaczęły spadać i ostatecznie emisja 5-letnich listów BRE Banku Hipotecznego uzyskała poziom 136 p.b. ponad 6 M Wibor. Pozyskanie finansowania za pomocą listów zastawnych jest więc dużo droższe niż finansowanie działalności kredytowej depozytami, ale jednocześnie pozwala na lepsze dopasowanie struktury zapadalności aktywów i pasywów.

Listy zastawne w Polsce były emitowane na okresy od 2 do 6 lat, z przewagą listów o 3-letnim okresie zapadalności. Inwestorzy zawsze trzymali je do daty wykupu. Transakcje na rynku wtórnym należały do rzadkości. Rynek listów nie jest płynny i nie zmieniło tego wprowadzenie listów zastawnych do obrotu publicznego, najpierw na CETO, a ostatnio na Catalyst. Trudno się temu dziwić. Dla inwestorów są one korzystnie oprocentowane. Prawo zmusza emitentów do prowadzenia bezpiecznej działalności, a ponadto stoją za nimi potężne grupy bankowe.

Analizując dane dotyczące ceny i okresów zapadalności listów zastawnych, można zauważyć dwie prawidłowości. Po pierwsze, cena listów rosła w okresach niepewności na rynku kapitałowym i w gospodarce, i odwrotnie – spadała w okresie 2004-2005 i od pierwszego kwartału 2010 r., czyli wówczas, gdy na rynku międzybankowym znacznie wzrastała płynność, a na rynku kapitałowym odnotowywano wzrosty notowań. Podobne tendencje można zaobserwować w odniesieniu do okresów zapadalności. Były dłuższe wówczas, kiedy stan koniunktury i rynków finansowych wykazywał oznaki ożywienia i odwrotnie.

Listy potwierdziły w ten sposób ogólne tendencje panujące na rynku instrumentów dłużnych pod tym względem. Ponadto okresy korzystniejszych cen dla emitentów i dłuższych okresów zapadalności zbiegały się zawsze z wyższym popytem na listy. W przypadku emisji BRE Banku Hipotecznego podczas budowy księgi popytu wiosną 2005 roku i podobnie w drugiej połowie 2010 r. notowano 60-90 proc. nadsubskrypcje.

Od 2003 r. listy hipoteczne BRE Banku Hipotecznego mają rating (patrz tabela 1).

Początkowo był on nadawany przez pierwszą polską agencję ratingową CERA

(Central European Rating Agency), która następnie została przejęta przez Fitcha. W 2004 r. roku listy tego banku miały krótko nawet dwa ratingi. Drugi został nadany przez Moody's. Było to wówczas związane z tym, że bank ten planował plasowanie listów na rynku międzynarodowym, na którym posiadanie dwóch ratingów było dobrze widziane. Do emisji jednak nie doszło ze względu na zmianę strategii banku i problemy z podatkiem u źródła. Od 2005 r. listy zastawne tego banku mają tylko jeden rating agencji Moody's.

Pekao Bank Hipoteczny zaczął ubiegać się o rating w połowie 2010 r., przygotowując się do odnowienia w ofercie publicznej zapadających na jesieni tego roku listów zastawnych.

Obydwa dominujące na rynku listów banki hipoteczne miały odmienne strategie plasowania listów na rynku, z wyjątkiem jednego elementu – bardzo ścisłej współpracy z bankiem matką w zakresie refinansowania działalności banku hipotecznego, w tym również przeprowadzania emisji.

Dla BRE Banku Hipotecznego taką rolę od początku pełnił Departament Rynków Finansowych BRE Banku. To on był organizatorem emisji, pełnił rolę agenta płatniczego, dealera i market makera, a także underwritera, o ile była taka potrzeba.

O ile listy Pekao Banku Hipotecznego były nabywane w większości przez banki matki

(BPH, a potem Pekao), o tyle BRE Bank Hipoteczny starał się je zawsze plasować na rynku długu, by w ten sposób sprzyjać dywersyfikacji źródeł refinansowania w grupie, do której należy. Generalnie przynosiło to oczekiwane rezultaty, choć były okresy, kiedy było to bardzo trudne. Pierwszy przypadek na lata 2002-2003, kiedy w portfelu kredytowym banku dominowały kredyty walutowe. Ze względu na różnice w poziomie nominalnych stóp procentowych, listy w EUR i USD nie cieszyły się na krajowym rynku żadnym zainteresowaniem. Podobnie sytuacja wygląda obecnie. Dodatkowo, konieczność potrącania podatku źródła, czyli w Polsce, zniechęcała potencjalnych inwestorów zagranicznych do inwestowania w polskie listy zastawne.

W trudnym okresie 2002-2003 r. z pomocą przyszedł BRE Bankowi Hipotecznemu EBOR. Na mocy trójstronnego porozumienia, do którego, oprócz tych dwóch banków, przystąpił również BRE Bank, EBOR nabywał do 50 proc. każdej wyemitowanej transzy, pod warunkiem, że pozostałą część kupowali inni inwestorzy. W rezultacie tego porozumienia EBOR zainwestował w listy w okresie 2002-2003 r. kwoty odpowiednio 20 mln EUR i 15 mln USD. Wsparcie EBOR miało w tamtym okresie niezwykle ważne znaczenie dla zachowania płynności i właściwego nią zarządzania w BRE Banku Hipotecznym.

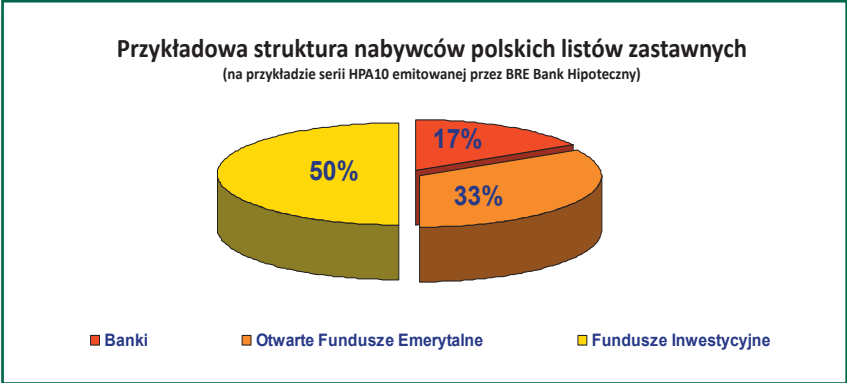


TABELA 1.
Rating listów zastawnych BRE Banku Hipotecznego.

Current ratings for Covered Bonds		Historical changes in Covered Bonds' ratings		
Mortgage CB	Baa2 / stable	Year	Mortgage CB	Public sector CB
Public Sector CB	Baa1 /stable	2009	A2 → Baa2 (3 notches)	A1 → Baa1 (3 notches)
Current ratings for BRE Bank Hipoteczny SA Long term Baa3 /stable Short term P-3 /stable Financial Strength E+ /stable		2008	A2	Aa3
		2007	A2	Aa3
		2006	A2	-
		2005	A2	-
		2004	A2	-
		2003	Baa1 → A3	-



WYKRES 5.
Struktura nabywców listów zastawnych BRE Banku Hipotecznego.



Źródło: BRE Bank Hipoteczny SA.

WYKRES 6.
Finansowanie kredytów hipotecznych listami w niektórych krajach.

Kraj	Kredyty hipoteczne w mld EUR A	Listy zastawne w mld EUR B	B / A
Francja	700.8	119.1	17.0
Hiszpania	674.4	307.5	45.6
Portugalia	105.2	15.3	14.5
Szwecja	199.1	126.4	63.5

Źródło: EC BC.

Oprócz EBOR-u inną międzynarodową instytucją wspierającą rozwój listów zastawnych, tym razem publicznych, był EBI. Z tym bankiem BRE Bank Hipoteczny zawarł porozumienie, na mocy którego EBI nabył 300 mln PLN publicznych listów zastawnych. Te inwestycje z kolei były uwarunkowane finansowaniem przez BRE Bank Hipoteczny określonych przedsięwzięć inwestycyjnych lokalnych samorządów.

Problem podatku u źródła udało się częściowo rozstrzygnąć po myśli BRE Banku Hipotecznego w następstwie trwającego ponad dwa lata procesu przed Wojewódzkim Sądem Administracyjnym o wykładnię interpretacji przepisów podatkowych na ten temat. Sąd rozstrzygnął, że w przypadku plasowania listów na rynkach: austriackim, brytyjskim, holenderskim i niemieckim,

podatek źródła nie musi być potrącany w Polsce ze względu na zapisy w umowach z tymi krajami o unikaniu podwójnego opodatkowania.

Oprócz wspomnianych dwóch grup nabywców listów zastawnych, tj. akcjonariuszy banków hipotecznych i międzynarodowych instytucji finansowych, ich nabywcami są, podobnie jak na świecie, inwestorzy instytucjonalni, tacy jak firmy ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne i firmy asset management. Jak kształtowała się struktura nabywców listów BRE Banku hipotecznego, pokazuje wykres 5.

Znajdujące się aktualnie w obrocie listy zastawne stanowią zaledwie 0,25 proc. pasywów całego sektora bankowego. Jeśli tę kwotę odniesiemy do portfela kredytów

finansujących nieruchomości mieszkaniowe i komercyjne, udział ten wyniesie tylko 1,0 proc. Tymczasem w niektórych krajach (patrz wykres 6) listy zastawne stanowią ważne, stabilizujące płynność i poprawiające strukturę zapadalności aktywów i pasywów, źródło refinansowania sektora bankowego.

Dlaczego listy zastawne nie odgrywają większej roli w refinansowaniu portfeli kredytów hipotecznych?

Zważywszy na fakt, że w Polsce listy zastawne mogą emitować tylko banki hipoteczne, spróbujmy odpowiedzieć na pytanie, co spowodowało, że banki te nie rozwinęły się tak, jak tego początkowo oczekiwano.

Zadecydowało o tym szereg przyczyn, zarówno wewnętrznych, ale również nie bez znaczenia były pewne procesy zachodzące w światowym sektorze bankowym.

Do głównych przyczyn o charakterze wewnętrznym trzeba zaliczyć fakt, że w Polsce nigdy nie udało stworzyć się w pełni spójnego systemu specjalistycznej bankowości hipotecznej. Zezwolono, co prawda, na działalność banków hipotecznych, emitowanie listów zastawnych oraz umożliwiono instytucjonalnym inwestorom finansowym zakup tych listów poprzez odpowiednie regulacje dotyczące limitów inwestycyjnych, ale, niestety, do dnia dzisiejszego nie zostały uregulowane kwestie dotyczące obrotu wierzytelnościami hipotecznymi (możliwość przenoszenia hipoteki) i związane z tym przepisy podatkowe. Brak tych rozwiązań uniemożliwił bankom hipotecznym pełnienie roli instytucji, które skupując portfele wierzytelności hipotecznych, byłyby emitentem listów zastawnych dla swoich banków matek, jak to ma miejsce np. w modelu węgierskim, czy dla grup banków, jak w poolingowym modelu szwajcarskim lub francuskim.

Banki hipoteczne, pozostawione same sobie, zostały zmuszone rozwijać własną działalność akwizycyjną, nie mając sieci oddziałów i nie mogąc oferować tak szerokiej gamy produktów, jak banki uniwersalne. Przypomnijmy, że katalog czynności, które może wykonywać bank

**HIPOTECZNY LIST ZASTAWNY
NA OKAZIĘCIELA**

o wartości nominalnej
100.000 PLN
(słownie: sto tysięcy złotych)
o zmiennej stopie procentowej

wyemitowany na podstawie uchwały Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny SA z dnia 30 maja 2000 roku oraz art. 12 Ustawy o Listach Zastawnych i Bankach Hipotecznych z dnia 29 sierpnia 1997 roku (Dz. U. z 1997 roku Nr 140, pozycja 940, z późn. zm.) („Ustawa o Listach Zastawnych”) art. 9 ust. 1 pkt 2 Ustawy o Obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 roku (Dz. U. z 1995 roku Nr 83, pozycja 420, z późn. zm.)

RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie, wpisana do Rejestru Gospodarczo-Rejestrowy pod numerem RHB-56623, przez
RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny SA niniejszym nieodwołalnie i bezwarunkowo zobowiązuje się zapłacić w siedzibie Agenta Platniczego uprawnionemu do realizacji praw z Hipotecznego Listu Zastawnego w dniu 28 czerwca 2005 roku („Dzień Wykupu”) kwotę o wartości nominalnej równej 100.000, - zł (słownie: sto tysięcy złotych) („Należność Główna”), Przed Dniem Wykupu, uprawnionemu z Hipotecznego Listu Zastawnego nie przysługujące prawo wcześniejszego przedstawienia go do wykupu. Jeżeli jednak Dzień Wykupu Listu Zastawnego nie będzie dniem roboczym, zapłata Należności Głównej nastąpi w pierwszym dniu roboczym przypadającym po Dniu Wykupu, bez prawa żądania odsetek za opóźnienie lub jakichkolwiek innych dodatkowych płatności.

Powiadzenie przez Depozytariusza
autentyczności wydawanego z depozytu
Hipotecznego Listu Zastawnego
na Okaziciela

m.p.

podpis osoby uprawnionej



Miejsce wystawienia: Warszawa
Dzień Emisji: 28 czerwca 2000 roku
Dzień Wykupu: 28 czerwca 2005 roku

Za RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny SA

Prez. Cybert
Sven-Torsten Kain
Powiernik
Karol Sewer

RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny SA

**ARKUSZ WYDANY
HIPOTECZNEGO LISTU ZASTAWNEGO
NA OKAZIĘCIELA**

AA 00000000

Miejsce wystawienia: Warszawa
Dzień Emisji: 28 czerwca 2000 roku
Dzień Wykupu: 28 czerwca 2005 roku

Należność główna: 100.000 zł
(słownie: sto tysięcy złotych)

RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny SA
Kupon Odsetkowy nr 20
do Hipotecznego Listu Zastawnego na Okaziciela
AA 00000000
Data Płatności Odsetek: 28 czerwca 2005 roku
Miejsce wystawienia: Warszawa
Dzień Emisji: 28.06.2000
Dzień Wykupu: 28.06.2005
Zapłata odsetek: 100.000 zł + 0,25% p.a.

RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny SA
Kupon Odsetkowy nr 14
do Hipotecznego Listu Zastawnego na Okaziciela
AA 00000000
Data Płatności Odsetek: 29 grudnia 2003 roku
Miejsce wystawienia: Warszawa
Dzień Emisji: 28.06.2000
Dzień Wykupu: 28.06.2005
Zapłata odsetek: 100.000 zł + 0,25% p.a.

RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny SA
Kupon Odsetkowy nr 15
do Hipotecznego Listu Zastawnego na Okaziciela
AA 00000000
Data Płatności Odsetek: 29 grudnia 2003 roku
Miejsce wystawienia: Warszawa
Dzień Emisji: 28.06.2000
Dzień Wykupu: 28.06.2005
Zapłata odsetek: 100.000 zł + 0,25% p.a.

RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny SA
Kupon Odsetkowy nr 19
do Hipotecznego Listu Zastawnego na Okaziciela
AA 00000000
Data Płatności Odsetek: 28 czerwca 2005 roku
Miejsce wystawienia: Warszawa
Dzień Emisji: 28.06.2000
Dzień Wykupu: 28.06.2005
Zapłata odsetek: 100.000 zł + 0,25% p.a.

RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny SA
Kupon Odsetkowy nr 13
do Hipotecznego Listu Zastawnego na Okaziciela
AA 00000000
Data Płatności Odsetek: 24 września 2003 roku
Miejsce wystawienia: Warszawa
Dzień Emisji: 28.06.2000
Dzień Wykupu: 28.06.2005
Zapłata odsetek: 100.000 zł + 0,25% p.a.

RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny SA
Kupon Odsetkowy nr 5
do Hipotecznego Listu Zastawnego na Okaziciela
AA 00000000
Data Płatności Odsetek: 24 września 2003 roku
Miejsce wystawienia: Warszawa
Dzień Emisji: 28.06.2000
Dzień Wykupu: 28.06.2005
Zapłata odsetek: 100.000 zł + 0,25% p.a.

RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny SA
Kupon Odsetkowy nr 18
do Hipotecznego Listu Zastawnego na Okaziciela
AA 00000000
Data Płatności Odsetek: 28 grudnia 2004 roku
Miejsce wystawienia: Warszawa
Dzień Emisji: 28.06.2000
Dzień Wykupu: 28.06.2005
Zapłata odsetek: 100.000 zł + 0,25% p.a.

RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny SA
Kupon Odsetkowy nr 12
do Hipotecznego Listu Zastawnego na Okaziciela
AA 00000000
Data Płatności Odsetek: 30 września 2003 roku
Miejsce wystawienia: Warszawa
Dzień Emisji: 28.06.2000
Dzień Wykupu: 28.06.2005
Zapłata odsetek: 100.000 zł + 0,25% p.a.

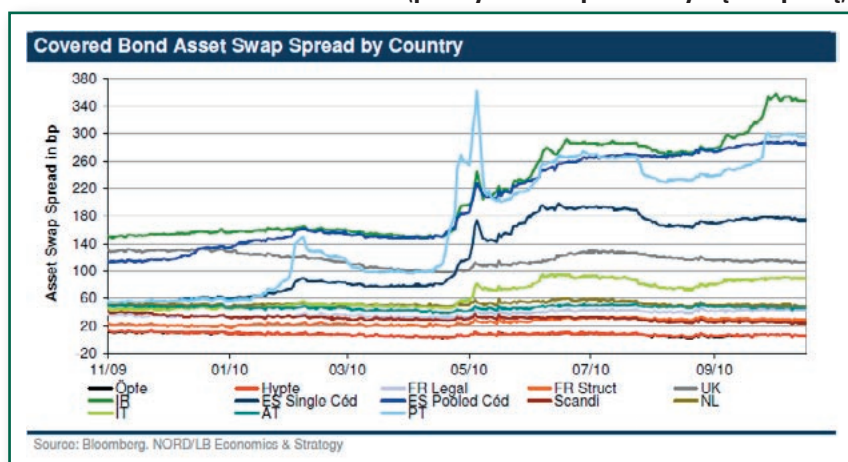
RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny SA
Kupon Odsetkowy nr 4
do Hipotecznego Listu Zastawnego na Okaziciela
AA 00000000
Data Płatności Odsetek: 28 czerwca 2005 roku
Miejsce wystawienia: Warszawa
Dzień Emisji: 28.06.2000
Dzień Wykupu: 28.06.2005
Zapłata odsetek: 100.000 zł + 0,25% p.a.

RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny SA
Kupon Odsetkowy nr 11
do Hipotecznego Listu Zastawnego na Okaziciela
AA 00000000
Data Płatności Odsetek: 28 czerwca 2005 roku
Miejsce wystawienia: Warszawa
Dzień Emisji: 28.06.2000
Dzień Wykupu: 28.06.2005
Zapłata odsetek: 100.000 zł + 0,25% p.a.

RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny SA
Kupon Odsetkowy nr 3
do Hipotecznego Listu Zastawnego na Okaziciela
AA 00000000
Data Płatności Odsetek: 28 czerwca 2005 roku
Miejsce wystawienia: Warszawa
Dzień Emisji: 28.06.2000
Dzień Wykupu: 28.06.2005
Zapłata odsetek: 100.000 zł + 0,25% p.a.

WYKRES 7.

Ceny listów zastawnych na europejskim rynku długu
(punkty bazowe ponad krzywą swapową).



Źródło: BRE Bank Hipoteczny SA.

hipoteczny, jest mocno ograniczony – prawo nie zezwala na prowadzenie rachunków bieżących, przyjmowanie depozytów krótkoterminowych czy wydawanie kart bankowych. Mając takie ograniczenia, banki hipoteczne nie mogły zatem skutecznie konkurować z uniwersalnymi, tym bardziej, że w większości przypadków banki uniwersalne – właściciele istniejących banków hipotecznych – niechętnie patrzyły na wewnętrzną konkurencję na rynku kredytów hipotecznych dla klientów indywidualnych.

Dodatkowo, konkurencyjność kredytu hipotecznego, który mógł zaoferować bank hipoteczny, została obniżona na skutek konieczności stosowania rekomendacji F, regulującej sposób ustalania bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości. W rezultacie, sporządzanie takiej wyceny było nie tylko znacznie droższe niż praktyki stosowane w tym zakresie przez banki uniwersalne, ale co najważniejsze, taka wycena jest zawsze niższa od wartości rynkowej o kilka do kilkunastu procent. To powodowało, że prawie zawsze kwota kredytu, która mógł zaoferować bank hipoteczny, była mniejsza od tej, którą mógł zaoferować bank uniwersalny.

Na skutek tego banki hipoteczne nigdy nie zdobyły znaczącego udziału w segmencie mieszkaniowych kredytów hipotecznych, a z czasem praktycznie się z niego wycofały pozostając instytucjami niszowymi, finansującymi niewielkie nieruchomości

komercyjne i deweloperów mieszkaniowych. Ich udział w tym segmencie rynku sięga około 12 proc.

Taki model funkcjonowania ograniczył również możliwości emisji listów zastawnych. Wolumeny emitowanych listów nie osiągnęły masy krytycznej, która zapewniłaby odpowiednią płynność na rynku i cenę zbliżoną pod względem swojej atrakcyjności do depozytów bankowych. Nie bez znaczenia dla popularności listów była także konkurencja ze strony skarbowych instrumentów dłużnych. W takich warunkach listy zastawne nie mogły stać się istotnym instrumentem refinansowania portfeli hipotecznych w polskim sektorze bankowym.

Jednocześnie, od połowy pierwszej dekady obecnego stulecia, międzynarodowy rynek listów zastawnych podlegał znaczącym zmianom. Z jednej strony, w Niemczech, Dani i Francji nastąpiło odejście od zasady specjalizacji i banki uniwersalne uzyskały prawo emitowania listów zastawnych, z drugiej – w kilku krajach, m.in. w Portugalii, Irlandii czy we Włoszech zostały uchwalone przepisy prawa regulujące emisję listów zastawnych przez sektor bankowy. Te tendencje zostały wywołane przez rosnące wolumeny kredytów hipotecznych i konieczność ich refinansowania, a także przez rosnącą konkurencję ze strony sekurytyzacji, która zwłaszcza w latach 2005-2007 zaczęła wręcz wypierać listy zastawne jako podstawowy instrument

refinansowania długoterminowych aktywów hipotecznych w niektórych krajach.

Popularność sekurytyzacji sprawiła, że i w Polsce w ostatnich latach w dyskusjach i pracach legislacyjnych poświęcano jej sporo czasu, odsuwając konieczność znówelizowania przepisów o listach zastawnych, a tym samym działalności banków hipotecznych, na plan dalszy.

Listy zastawne, na świecie określane nazwą *covered bonds*, wyszły z kryzysu finansowego nie tylko obronną ręką, ale ich rola w zapewnieniu płynności banków znacznie wzrosła. Stały się właściwie jedynym, oprócz instrumentów długu państwowego, bezpiecznym, o najniższym ryzyku, przedmiotem inwestycji, zarówno banków, które dzięki temu mogły je wykorzystywać do zapewniania sobie płynności z bankami centralnymi, jak również inwestorów instytucjonalnych, takich jak firmy ubezpieczeniowe czy fundusze emerytalne, które w następstwie kryzysu znacznie ograniczyły swoje ryzyko inwestycyjne.

Oczywiście, nie wszystkie *covered bonds* są traktowane przez inwestorów analogicznie, co znajduje przede wszystkim odzwierciedlenie w cenie. Za najbezpieczniejsze po kryzysie uchodzą listy niemieckie, duńskie i francuskie, a dalszej kolejności skandynawskie. Natomiast listy hiszpańskie, irlandzkie i w mniejszym stopniu portugalskie są traktowane jako bardziej ryzykowne. Powodem tego jest sytuacja makroekonomiczna tych krajów, w tym m.in. wysoki dług publiczny i kryzys na rynku nieruchomości.

Co dalej na tym tle z naszymi polskimi listami zastawnymi?

Najprościej byłoby odpowiedzieć, że ich los leży w rękach ustawodawców i regulatorów.

Z jednej strony, dalszy rozwój polskiego listu zastawnego należy rozpatrywać w kontekście wewnętrznych potrzeb rozwoju rynku średnio i długoterminowego długu w Polsce, na którym znalazłyby się instrumenty refinansujące portfele hipoteczne banków uniwersalnych. Z drugiej strony, polski sektor bankowy stoi w obliczu ważnych zmian regulacyjnych odnoszących

się do finansowania nieruchomości, które zmierzają do ograniczenia tempa wzrostu długu hipotecznego nie tylko w walutach obcych, ale w ogóle (rekomendacje S2 i T). Ponadto trzeba również wziąć pod uwagę konieczność wdrożenia w najbliższych latach Bazylei III, w której na kwestie zapewnienia płynności w dłuższym okresie położono szczególny nacisk. Chodzi tu przede wszystkim o współczynnik płynności powyżej roku tzw. NSFR (*net stable funding ratio*), który, jak wykazały przeprowadzone w połowie 2010 r. przez NBP testy, spełnia tylko 17 banków o udziale w sumie bilansowej całego sektora w wysokości tylko 14 proc. Bazylea III będzie również wymagała od banków posiadania wyższych funduszy własnych, zwłaszcza na poziomie Tier I.

Spójrzmy zatem, jak mogą wyglądać potrzeby płynnościowe polskiego sektora bankowego w najbliższych latach w odniesieniu do portfeli kredytów hipotecznych. Po pierwsze, portfele te będą się składały z walutowych kredytów hipotecznych udzielonych do momentu wejścia w życie Rekomendacji S2, a więc prawdopodobnie do początku 2012 r. Według danych NBP, na koniec czerwca 2010 r. stanowiły one 65 proc. całego, wynoszącego 249,2 mld PLN portfela, w tym kredyty w CHF aż 59 proc. Portfele te będą musiały być finansowane w podobny sposób, jak dotychczas, a więc krótkimi depozytami w PLN i zabezpieczeniem pozycji walutowej swapami w CHF lub w EUR, bądź średnioterminowymi pożyczkami walutowymi od głównych akcjonariuszy zagranicznych – banków matek. Przyjmując, że dno kryzysu płynnościowego mamy za sobą, zarówno jedno, jak i drugie powinny być dostępne, jednakże po zdecydowanie wyższych cenach niż przed kryzysem, co oczywiście obniży rentowność finansowania hipotecznego.

Banki będą mogły również wrócić na powoli stabilizujący się rynek euroobligacji niezabezpieczonych. Może im w tym pomóc dobre postrzeganie Polski przez inwestorów – pytanie tylko, czy bez reform budżetowych utrzyma się ono na dłuższą metę.

Za istotne pod tym względem wydarzenie można uznać uplasowanie przez PKO BP emisji euroobligacji na sumę 800 mln EUR. Pokazało to, że istnieje apetyt inwestorów na dług największego polskiego banku (ale wciąż zdominowanego przez państwo).

WYKRES 8.

Cena długu emitentów hiszpańskich.



Wyznaczyło również benchmark jeśli chodzi o cenę długu niezabezpieczonego dla innych banków uniwersalnych w Polsce.

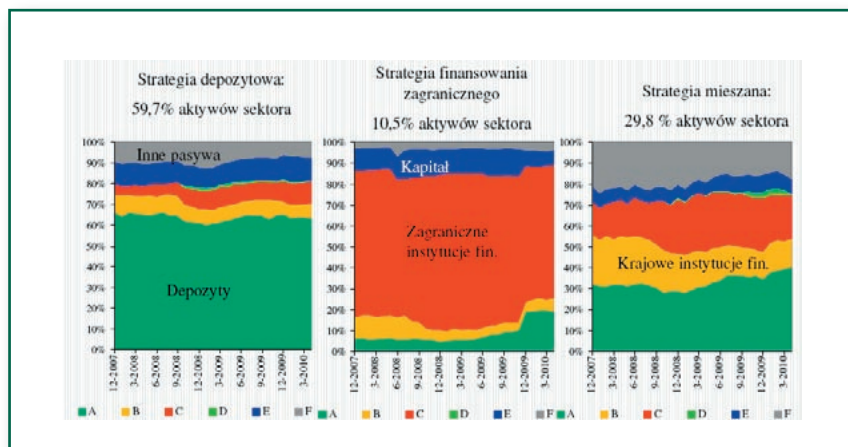
Założmy w tym momencie, że obowiązująca w Polsce ustawa o listach zastawnych została zmieniona w taki sposób, że banki uniwersalne uzyskały przywilej emisji, pozostałe jej przepisy spełniają wszystkie wymogi CRD, a emitowane przez nie listy zastawne osiągają ratingi zbliżone do ratingu Polski. Chcąc emitować listy, banki uniwersalne będą musiały zbudować do tego odpowiednie struktury organizacyjne, pozwalające im na wydzielenie aktywów stanowiących zabezpieczenia dla listów zastawnych, a zatem ponieść związane z tym koszty. Teoretycznie, emitowanie listów zastawnych w EUR lub nawet w CHF wydaje się kuszącą perspektywą. Zrealizowanie takiego celu zapewniłoby stabilność refinansowania istniejących portfeli. Od strony praktycznej nie byłoby to jednak przedsięwzięcie łatwe, a przede wszystkim trudno przewidzieć jego ostateczny wynik finansowy.

Po pierwsze, należałoby zweryfikować wycenę kredytów zakwalifikowanych jako podstawa do emisji, tak, by odpowiadała wymogom wartości bankowo-hipotecznej, określonych w rekomendacji F. Jak już wspomniano, obowiązujące od prawie 10 lat wymogi przeprowadzania tej wyceny nie przystają do dzisiejszej sytuacji rynkowej i powinny być odpowiednio zaktualizowane. Nie zmieni to jednak faktu,

że taka wycena, nawet uproszczona, powinna być przeprowadzona i wiązałyby się również z określonymi kosztami. Banki, choć to byłoby już łatwiejsze, musiałyby sprawdzić prawomocność i prawidłowość zabezpieczenia wszystkich kredytów mających zabezpieczać emitowane listy zastawne. Mogłyby dalej zrefinansować listami zastawnymi te kredyty, ale tylko do wysokości 60 proc. wartości bankowo-hipotecznej. W sumie oznaczałoby to możliwość zrefinansowania listami tylko niewielkiej części istniejącego portfela.

Wejście na rynek w charakterze regularnego emitenta wiąże się również z koniecznością uzyskania co najmniej jednego ratingu. Patrząc na specyficzne cechy portfeli kredytów hipotecznych polskich banków, łatwo już dzisiaj przewidzieć, że agencje ratingowe zwrócą uwagę na walutowy charakter kredytów i zdolność do ich spłaty, wynikającą z dochodów uzyskiwanych w PLN, a także na problem kształtowania się wartości zabezpieczenia w stosunku do wielkości kredytu, w przypadku deprecjacji PLN. Tu będą widziały największe ryzyko, niezależnie od statystyk, które dowodzą, że ten portfel jest lepszy jakościowo niż portfel złotowy. Te cechy portfela kredytowego będą bardzo niekorzystnie oddziaływać na rating i ostatecznie, na postrzeganie bezpieczeństwa listów opartych na kredytach walutowych, przez potencjalnych inwestorów międzynarodowych. Z tego płynie już prosty wniosek – to musi się odbić niekorzystnie na cenie oferowanej emitentowi.

WYKRES 9.
Strategie refinansowania polskich banków.



Źródło: NBP.

TABELA 2.
Przykładowe ratingi listów zastawnych i ich emitentów.

Company Name	Date	Agency	Rating Type	Last Rating	Current Rating
Anglo Irish Bank	01.10.2010	Fitch	Long Term Rating	BBB+	BBB-
			Rating Watch		Negative
			Subordinated Debt	CCC	C
Allied Irish Banks	01.10.2010	Fitch	Subordinated Debt	BBB+	BB
Irish Nationwide Building Society	01.10.2010	Fitch	Long Term Rating		RWN
			Short Term Rating		RWN
			Subordinated Debt	B+	C
BNP Paribas Public Sector SCF's	01.10.2010	Fitch	Covered Bonds		AAA
DEPFA ACS	01.10.2010	Moody's	Long Term Rating		Baa3
			Short Term Rating	P-1	P-3
			Outlook		Stable
Deutsche Pfandbriefbank	01.10.2010	Moody's	Outlook		Stable
Bradford & Bingley	28.09.2010	Moody's	Long Term Rating		Aa3
			Outlook		Stable
Caja Madrid	28.09.2010	Fitch	Cédulas Hipotecarias	AA+	AA+
			Multi-Issuer Cédulas Hipotecarias	AAA	AAA

Source: Fitch, Moody's, S&P, NORD/LB Economics & Strategy

W tym momencie warto przytoczyć przykład ceny długu emitowanego przez banki hiszpańskie. Otóż kryzys doprowadził do tego, że w przypadku tego kraju cena długu zabezpieczonego, czyli hiszpańskich listów zastawnych (*cedulas*) zrównała się z ceną długu niezabezpieczonego.

W warunkach niestabilnych rynków finansowych i ciągle istniejącego zagrożenia nieodnowienia w pełni refinansowania długu publicznego w krajach PIIGS (Portugalia, Irlandia, Włochy, Grecja, Hiszpania) i braku zdecydowanych reform budżetowych w Polsce, takie tendencje cenowe mogłyby się również powtórzyć wobec emitowanego

przez polskie banki długu na rynku międzynarodowym. A to oznaczałoby, że nie ma sensu przechodzenie przez cały proces przygotowywania przez banki uniwersalne emisji listów zastawnych, ponieważ i bez niego można pozyskać fundusze po takiej samej cenie.

Można już dzisiaj przewidzieć, że po list zastawny do refinansowania istniejącego walutowego portfela, w przypadku, gdyby to było prawnie możliwe, sięgnęłyby tylko nieliczne polskie banki, które realizują tzw. mieszaną strategię refinansowania lub strategię opartą na finansowaniu od akcjonariuszy zagranicznych (patrz

wykres 9). W efekcie, tak, jak dotychczas, brak masowego charakteru listu i jego odpowiedniej płynności, dodatkowo niekorzystnie oddziaływałoby na jego cenę.

Przed ponad dwoma laty, przed wybuchem kryzysu wydawało się, że polski sektor bankowy w kwestii refinansowania powinien podążać wzorem Portugalii, Danii czy Włoch i zabiegać o takie zmiany w ustawie o listach zastawnych, które, zachowując wszystkie wymogi CRD wobec tego instrumentu, rozciągnęłyby przywilej jego emisji na banki uniwersalne. Wychodząc z takiego założenia, w ramach Związku Banków Polskich przygotowano projekt zmian w ustawie o listach zastawnych. Projekt ten jest rezultatem kilkunastomiesięcznych prac prowadzonych na pewnym etapie w konsultacji z ekspertami Banku Światowego i międzynarodowymi kancelariami prawniczymi. Mógłby on stanowić dobry punkt wyjścia do szczegółowych dyskusji z regulatorami i ustawodawcami na temat rozwiązań najbardziej adekwatnych do sytuacji polskiego sektora bankowego i stojących przed nim wyzwań.

Celowo użyłem słowa „mógłby”, ponieważ dynamika zdarzeń wywołana przez kryzys jest tak duża, że to, co wydawało się być optymalnym rozwiązaniem kilka miesięcy temu, dzisiaj już takim być nie musi.

Choć listy zastawne wykazały się dużą odpornością na kryzys i stanowiły podczas niego ważny instrument zapewnienia płynności banków, to jednak awersja do ryzyka wśród inwestorów doprowadziła do dużej dywersyfikacji w postrzeganiu ich jakości, a co za tym idzie i wyznaczania ceny. Z jednej strony, jako najbardziej bezpieczne ze względu na regulacje systemowe, uznaje się listy niemieckie, duńskie, francuskie czy kanadyjskie i one są dla emitentów najtańsze. Z drugiej, jako także bezpieczne, ale o podwyższonym ryzyku, a w związku z tym i cenie, plasują się listy hiszpańskie portugalskie czy węgierskie (patrz tabela 2).

Kryzys również sprawił, że ocena ryzyka inwestowania w listy i ich profilu ryzyka w znacznie większym stopniu niż wcześniej bierze pod uwagę standing finansowy emitenta i sytuację makroekonomiczną kraju, w którym działa. W efekcie takiego podejścia, w odniesieniu do krajów PIIGS i *emergnig markets*, bardzo się zbliżyły

lub wręcz zrównały się ceny długu zabezpieczonego i niezabezpieczonego.

Zapowiadane w ramach Bazylei III regulacje mogą, z jednej strony, sprzyjać rozwojowi listów zastawnych w Polsce – konieczność zwiększenia udziału pasywów długoterminowych w bilansie. Z drugiej, jeśli wymogi dotyczące zwłaszcza płynnych aktywów 2 poziomu nie zostaną zliberalizowane, szanse na to, by polski list zastawny był akceptowany jako płynne aktyw, będą małe lub żadne.

Wreszcie, to co najważniejsze z punktu widzenia kredytowania hipotecznego i jego refinansowania w Polsce, to spodziewany w ramach rekomendacji S2 zakaz udzielania kredytów walutowych. Jednym z głównych celów takich decyzji regulatorów jest również ograniczenie zapotrzebowania banków na finansowanie walutowe z rynku międzynarodowego. Wprowadzenie takiego rozwiązania sprawi, że portfele kredytów hipotecznych będą rosły, ale zdecydowanie wolniej i tylko w PLN. To zaś będzie mieć również istotne konsekwencje dla refinansowania banków, które siłą rzeczy będzie bardziej skoncentrowane na polskiej walucie.

Jak i gdzie wobec tego te złotówki będzie można pozyskać? Bez wątplenia w formie depozytów, jak dotychczas. Kredyty hipoteczne w przeważającej większości były finansowane depozytami. Polska nie jest pod tym względem wyjątkiem. Wystarczy popatrzeć na **wykres 10**, by znaleźć tego potwierdzenie.

Jak na nim widać, we Francji i Wielkiej Brytanii mamy do czynienia z podobnym zjawiskiem. Również w całej Unii Europejskiej w refinansowaniu kredytów hipotecznych aż 75 proc. stanowią depozyty. Na przeciwnym biegunie są Dania i Niemcy, ale już w przypadku tego drugiego kraju, przy głębszej analizie, okazuje się, że obraz jest bardziej skomplikowany. Dla wyemitowanych przez niemieckich emitentów hipotecznych listów zastawnych, zabezpieczenie aż w 49 proc. w rejestrze stanowią nieruchomości komercyjne, a w ostatnich latach nasiliła się również tendencja refinansowania kredytów hipotecznych depozytami, zwłaszcza w bankach mniejszym i o lokalnym zasięgu działalności.

Warto jednocześnie zauważyć, że zarówno we Francji, jak i w Wielkiej Brytanii zawsze

były banki, które oprócz depozytów były zmuszone poszukiwać innych źródeł refinansowania hipotek. To doprowadziło do powstania m.in. dwóch czołowych francuskich banków hipotecznych, których listy zastawne cieszą się obecnie bardzo dobrą opinią wśród inwestorów. Ponadto kilka największych banków francuskich emitowało obligacje zabezpieczone hipotecznie, które, również z łatwością, nawet w okresie kryzysu znajdowały nabywców.

W Wielkiej Brytanii, niestety, niechlubnym przykładem poszukiwań innych form refinansowania jest Northern Rock. Udział depozytów w jego przypadku stanowił tylko 23,2 proc. Ten bank refinansował się głównie na rynku hurtowym instrumentami sekurytyzacyjnymi, emitując RMBS (*residential mortgage backed securities*). Ich udział w pasywach sięgał 51,6 proc. Wybuch kryzysu zniszczył ich reputację, a Northern Rock upadł z dnia na dzień, utraciwszy uprzednio płynność. Przypadek Wielkiej Brytanii i Northern Rock może stanowić jeszcze jeden dowód na to, że systemowe regulacje dotyczące *covered bonds* są *skuteczniejsze, bardziej transparentne i lepiej chronią inwestorów*.

Depozyty w warunkach polskich i biorąc pod uwagę potrzeby mieszkaniowe naszego społeczeństwa, mogą w przyszłości jednak nie wystarczyć.

Banki mogą chcieć sięgnąć po inne instrumenty, zmusi ich do tego również Bazylea III poprzez NSFR. I tu okaże się, że ich wachlarz jest bardzo ograniczony. Obowiązujące aktualnie rozwiązania

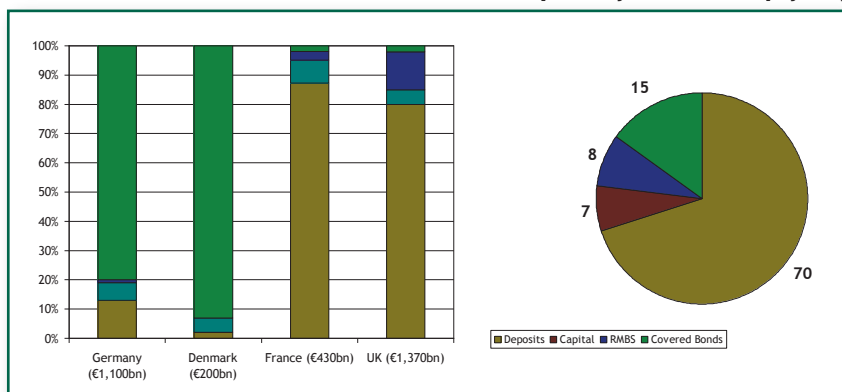
prawne dają im praktycznie tylko możliwość emitowania obligacji niezabezpieczonych lub sięgnięcia po zapomniane obecnie lokaty terminowe powyżej 24 miesięcy.

Sekurytyzacja poza wierzytelnościami straconymi jest w Polsce nadal niemożliwa z dwóch powodów. Pierwszy to kwestia możliwości przenoszenia hipoteki w obrocie wierzytelnościami i konstytutywności wpisu hipotecznego. Druga, to ciągle wysokie opłaty podatkowe i brak przepisów podatkowych szczegółowo regulujących rozliczenie transakcji sprzedaży wierzytelności w celu sekurytyzacji. Być może tę ostatnią kwestię uda się uregulować w odniesieniu do sekurytyzacji opartej na subpartycypacji, w rezultacie prowadzonych już od wielu miesięcy konsultacji przedstawicieli sektora bankowego i Ministerstwa Finansów. Dałoby to do dyspozycji tym bankom uniwersalnym, które najbardziej w tej chwili poszukują innych sposobów refinansowania kredytów hipotecznych niż depozyty, dodatkowe możliwości. Co prawda, trudno przesądzić dzisiaj skutek takich poszukiwań i ostateczną cenę, po której można by się zrefinansować, ponieważ jakkolwiek forma sekurytyzacji nadal źle się kojarzy inwestorom. Choć może nasi krajowi, którzy nie ucierpieli na jej skutek, byliby bardziej skłonni inwestować w takie instrumenty.

Na koniec pozostają, oczywiście, jeszcze listy zastawne. W pierwszej części artykułu zostały wskazane przyczyny, które spowodowały, że listy zastawne w Polsce nie odegrały takiej roli, jak w innych krajach, choć dla banków hipotecznych stanowiły

WYKRES 10.

Źródła finansowania kredytów hipotecznych w niektórych krajach Unii Europejskiej.

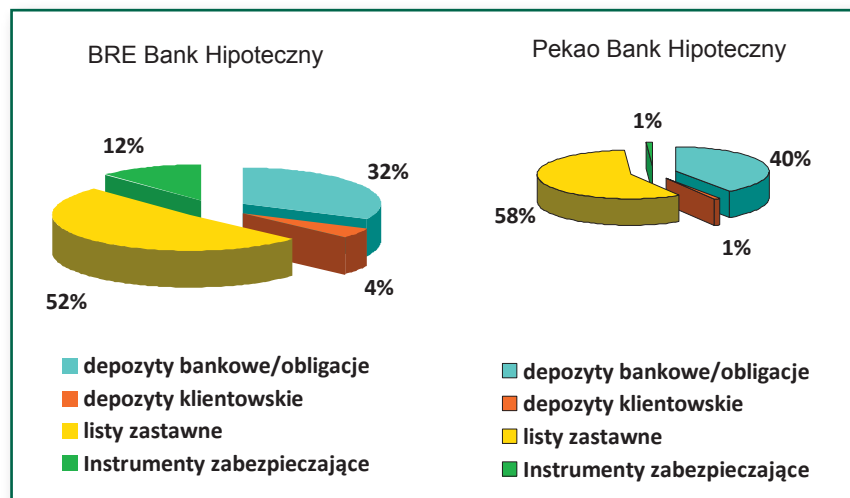


Źródło: EMF.



WYKRES 11.

Struktura refinansowania banków hipotecznych w Polsce. Stan na 30.IX.2010 r.



Źródło: BRE Bank Hipoteczny SA, PEKAO Bank Hipoteczny SA.

podstawowe źródło refinansowania (patrz wykres 11).

Wydaje się, biorąc pod uwagę specyfikę naszego rynku, a także zapowiadane zmiany regulacyjne zarówno w postaci Bazylei III, jak i szczególnie rekomendacji S2, że listy zastawne w najbliższej przyszłości nie osiągną podobnej pozycji, jak we Francji, Portugalii, Szwecji czy nawet na Węgrzech, nie wspominając już o innych krajach. Nie oznacza to jednak, że należy pozostawić istniejące rozwiązania prawne bez zmian, choćby z tego powodu, że są już w wielu miejscach przestarzałe.

Przygotowany w środowisku bankowym projekt zmian w ustawie o listach i bankach hipotecznych stwarza dobry punkt wyjścia do dyskusji o tym, jakie w warunkach polskich i pokryzysowych, w kontekście zapowiadanych zmian regulacyjnych, rozwiązanie byłoby optymalne, zarówno z punktu widzenia sektora bankowego, jak i ustawodawczych możliwości jego przeprowadzenia.

Niezależnie od tego, jakie by nie były proponowane rozwiązania, rozszerzenie przywileju emisji na banki uniwersalne będzie rodzić kontrowersje odnośnie uregulowania co najmniej trzech kwestii.

Pierwsza, to ochrona depozytów i deponentów w momencie upadłości banku uniwersalnego. Standardy międzynarodowe wymagają, by w takiej sytuacji część masy zabezpieczającej listy zastawne (kredyty wpisane do rejestru) została wydzielona

i służyła tylko zaspokojeniu roszczeń inwestujących w listy. Takie wydzielenie ewidentnie pogarsza sytuację deponentów i innych wierzycieli upadającej instytucji. Musi być uwzględnione w funkcjonowaniu systemu gwarantowania depozytów, zwłaszcza w bardzo uwrażliwionym na tę kwestię otoczeniu pokryzysowym.

Druga kwestia, to możliwość tzw. nettingu lub set-off risk. Dopuszcza ona możliwość skompensowania, w przypadku upadłości lub likwidacji banku, posiadanego przez klienta depozytu z zaciągniętym przez niego kredytem. Ta zasada jest generalnie dopuszczona również i w polskim prawie. Była zresztą już przedmiotem dyskusji podczas nowelizowania Ustawy o BFG. W przypadku listów zastawnych, wydzielenie kredytów wpisanych do rejestru listów zastawnych, podczas upadłości tworzy sytuację, w której deponent może stracić depozyt i nadal będzie musiał spłacać kredyt, ponieważ stanowi on w pierwszej kolejności zabezpieczenie dla inwestora, który nabył list zastawny. Ten problem występuje zresztą nie tylko przy listach zastawnych, ale również przy sekurytyzacji i kryzys wyostrzył jego znaczenie.

Trzecie zagadnienie ma wyłącznie polską specyfikę i wiąże się z pytaniem, w jaki sposób zabezpieczać ryzyko walutowe w przypadku powstawania podczas emisji otwartych pozycji. Wpisywanie do rejestru zabezpieczenia listów zastawnych instrumentów zabezpieczających tworzy nawet na tak rozwiniętym, jak rynek

niemiecki, skomplikowane problemy prawne i w praktyce jest prawie niewykonalne. Ustawa niemiecka w tej kwestii była w ostatnich latach prawie corocznie poprawiana, ciągle bez dobrego efektu. Ten problem może w przyszłości stracić na znaczeniu, ponieważ zakaz udzielania kredytów hipotecznych w walutach zmniejszy konieczność ewentualnych emisji listów w walutach obcych.

Rozważając rozszerzenie przywileju emisji na banki uniwersalne, trzeba również wziąć pod uwagę opinie, jakie na ten temat panują na rynku międzynarodowym.

O ile przed kryzysem takie rozwiązanie byłoby czymś oczywistym, o tyle w tej chwili budzi szereg wątpliwości. W niemieckich i duńskich kręgach bankowych można się wręcz spotkać z opiniami, że rozszerzenie przywileju było błędem, a najlepiej o tym świadczy znikoma liczba nowych emitentów, którzy z niego skorzystali (w Niemczech dwa banki, a w Danii tylko jeden). Na Węgrzech we wrześniu br. tamtejsze ministerstwo finansów i bank centralny odrzuciły propozycję rozszerzenia przywileju emisji na banki uniwersalne stwierdzając, że obowiązujący tam system poolingu zdaje egzamin i co najwyżej należy go doskonalic. Do argumentów, które przeważały szale w dyskusji, należały dwa wymienione powyżej, a więc ochrona deponentów i netting, a także brak przekonania, że emisje węgierskich banków uniwersalnych osiągną odpowiednią skalę, która przełoży się korzystnie na płynność i cenę listów zastawnych.

W przypadku forsowania w Polsce, w obecnych warunkach, ustawy dopuszczającej możliwość emisji przez banki uniwersalne, trzeba wziąć jeszcze pod uwagę jeden czynnik. Uchwalenie poprawek do istniejącej ustawy, a w praktyce, opracowanie nowej w istocie ustawy, byłoby przedsięwzięciem niezwykle trudnym i kompleksowym, wymagającym zmiany kilku ustaw i wielu przepisów, m.in. prawa bankowego, ustawy o BFG, ustawy o upadłości, ustawy o hipotece, a także szeregu rekomendacji KNF dotyczących finansowania nieruchomości i zarządzania ryzykiem.

Czy takie rozwiązanie znajdzie wystarczające poparcie wśród regulatorów i ustawodawców, a jeśli nawet, ile czasu zabierze jego uchwalenie i wejście w życie?

■ ■ ■

14 WARSZAWSKI RYNEK NIERUCHOMOŚCI

Skuteczne przewyżnianie
barier inwestycyjnych

15 – 16 grudnia 2010 r., Hotel Le Méridien Bristol, Warszawa

- Najważniejsze **konsekwencje nowelizacji ustawy o planowaniu i zagospodarowaniu przestrzennym**
- Główne ryzyka związane z procesem inwestycyjnym w Polsce oraz proponowane rozwiązania
Case studies: m.in. Skanska – Złote Tarasy, Budimex – budowa Portu Lotniczego im. F. Chopina w Warszawie oraz Placu Saskiego, Obwodnicy Augustowa przez dolinę Rospudy i Centrum Skorosze w Warszawie
- Jak przyspieszyć proces inwestycyjny. Co może uczynić inwestor
- Skuteczna współpraca z organizacjami ekologicznymi na etapie planowania inwestycji
Case study: Jezioro Czerniakowskie
- Obecny stan prawny w kwestii ochrony zabytków po zmianach

Patroni medialni

