

*Andrzej Dżuryk**

STANOWISKO POLSKICH EKSPERTÓW W KONSULTACJACH KOMISJI EUROPEJSKIEJ NA TEMAT LISTÓW ZASTAWNYCH W UNII EUROPEJSKIEJ¹

WSTĘP

Listy zastawne mają długą historię w niektórych krajach Unii Europejskiej, ale wielkość ich emisji istotnie zwiększyła się dopiero w ostatnich latach. Z punktu widzenia emitenta instrumenty te potwierdziły swój charakter jako stabilnego źródła finansowania w okresie globalnego kryzysu finansowego, w szczególności w porównaniu z emisją długu niezabezpieczonego i *ABS*'ami. Niezależnie od tego niewątpliwego sukcesu, listy zastawne nie oparły się szerszym trendom rynkowym

* Andrzej Dżuryk jest doktorantem w Katedrze Bankowości Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego i Dyrektorem w Banku Société Générale S.A. Oddział w Polsce. Artykuł wyraża wyłącznie poglądy autora i nie powinien być interpretowany jako stanowisko instytucji, w której jest on zatrudniony.

¹ Dokument stanowi wynik badania autora przeprowadzonego w okresie od października 2015 r. do stycznia 2016 r. na podstawie opinii 26 polskich ekspertów reprezentujących emitentów, inwestorów, instytucje regulacyjne oraz ekspertów niezależnych. Badanie przebiegało w następujących etapach:

- ❖ wysłanie prośby do ekspertów o udzielenie odpowiedzi na wybrane pytania konsultacyjne,
- ❖ rozesłanie ekspertom wszystkich odpowiedzi, z zachowaniem anonimowości, celem zaznaczenia tych, które powinny znaleźć się we wspólnym stanowisku, oraz wykreślenie tych, które nie powinny się w nim znaleźć,
- ❖ przekazane ekspertom syntetycznego stanowiska do ostatecznego zaopiniowania.

Autor pełnił funkcję Koordynatora Badania z ramienia Europejskiego Kongresu Finansowego. Stanowisko polskich ekspertów zostało przekazane Komisji Europejskiej 6 stycznia 2016 r.

i wyzwaniom, jakie przyniósł kryzys finansowy w postaci koncentrowania się inwestorów na rynkach krajowych i rozszerzenia się *spread*'u.

Za raportem Komisji Europejskiej (KE), *European Financial Stability and Integration*² z roku 2014, dwa główne wyzwania europejskiego sektora bankowego to: podział na kraje główne i peryferyjne oraz ograniczony dostęp do płynności. Problem podziału i nieefektywności rynku jest także w centrum zainteresowania projektu Unii Rynków Kapitałowych (*Capital Markets Union, CMU*). Integracja rynkowa i zwiększenie efektywności rynku dotyczą również europejskiego rynku listów zastawnych, który pozytywnie wyróżnia się jako jeden z największych prywatnych rynków długu w Europie i jest kluczowy dla finansowania długoterminowego. Zagadnienia te są istotne dla instytucji kredytowych, aby mogły one kierować tanie finansowanie za pomocą listów zastawnych na rynek nieruchomości (w szczególności budownictwa mieszkaniowego) i do sektora publicznego, a także, w ramach wybranych jurysdykcji, na finansowanie statków, samolotów oraz małych i średnich przedsiębiorstw. KE stoi na stanowisku, że należy zbadać, jakie słabości i wrażliwość przejawiały listy zastawne w trakcie obecnego kryzysu finansowego oraz otworzyć debatę wszystkich interesariuszy na temat kierunkowych działań jakie mogłyby zostać podjęte w celu poprawienia warunków finansowania dla listów zastawnych tam, gdzie emisje spotykają się z trudnościami prawnymi i praktycznymi oraz aby ułatwić przepływy inwestycyjne między krajami UE i z krajów trzecich. Przyjęty Plan Działań *CMU* z 30 września 2015 r.³ stanowi, że KE ma przeprowadzić konsultacje w sprawie wypracowania ogólnoeuropejskiej regulacji dla listów zastawnych opierając się na sprawdzonych rozwiązaniach poszczególnych państw członkowskich (bez zakłócania ich sprawnego funkcjonowania) oraz na wysokiej jakości standardach i najlepszych praktykach rynkowych.

Materiał konsultacyjny KE w zakresie listów zastawnych⁴ miał następującą strukturę:

- ❖ Część I (*Part I*) stanowiła posumowanie analizy rynku listów zastawnych, zawartej w Załączniku⁵ (*Appendix*).

² European Financial Stability and Integration, European Commission, Brussels, 2014, http://ec.europa.eu/internal_market/economic_analysis/docs/efsir/140428-efsir-2013_en.pdf (dostęp: 11.01.2016 r.).

³ Communication from the Commission to the European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Action Plan on Building a Capital Markets Union, Brussels 2015, http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf (dostęp: 12.01.2016 r.)

⁴ Consultation Document. Covered Bonds in the European Union, European Commission, Brussels, 2015, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/docs/consultation-document_en.pdf (dostęp: 10.01.2016 r.).

⁵ Appendix. Economic Analysis Accompanying the Consultation Paper on Covered Bonds in the European Union, European Commission, Brussels, 2015, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/docs/consultation-document-annex_en.pdf (dostęp: 10.01.2016 r.).

- ❖ Część II (*Part II*) prezentowała różnice między ramami prawnymi i praktykami nadzorczymi krajów członkowskich w zakresie listów zastawnych (przedstawione szczegółowo w Raplocie *EBA*⁶), które mogą być przyczyną fragmentacji rynku, i przedstawiała dwie propozycje:
 - a) dobrowolne dostosowanie prawa krajów członkowskich;
 - b) wdrożenie bezpośredniej regulacji UE w zakresie listów zastawnych harmonizującej istniejące prawa krajowe lub zapewniającej alternatywne ramy prawne.
- ❖ Część III (*Part III*) przedstawiała szczegółową analizę elementów hipotetycznej, harmonizującej regulacji UE w zakresie listów zastawnych.

Autor dokonał selekcji kluczowych zagadnień będących przedmiotem konsultacji KE, które następnie zostały przekazane wybranym polskim ekspertom do zaopiniowania. W wyniku przeprowadzonego badania dokonano syntezy otrzymanych opinii, która została zaprezentowana w dalszej części artykułu.

1. ANALIZA EKONOMICZNA RYNKÓW LISTÓW ZASTAWNYCH

1.1. Czy poziomy rentowności listów zastawnych na europejskich rynkach najpierw ulegały ujednoczeniu, a następnie zaczęły się różnicować po roku 2007? Jeśli tak, to jakie były tego główne przyczyny?

Poziomy rentowności listów zastawnych na europejskich rynkach rzeczywiście najpierw ulegały ujednoczeniu (do 2007 r.), a następnie zaczęły się różnicować. Na początku w niewielkim stopniu (w latach 2007–2009), a po wybuchu kryzysu finansów publicznych w strefie euro (w 2009 r.) zróżnicowanie to pogłębiło się. Do zmiany tendencji doszło po szczycie hossy (w 2007 r.), pod wpływem ogólnoswiatowego kryzysu finansowego (w 2008 r.), którego skutkiem było początkowo generalne odwrócenie się inwestorów od instrumentów strukturyzowanych (ich wyprzedaż, spadki cen i wzrosty rentowności), a następnie kryzysu zadłużenia samej strefy euro, kiedy to drastyczne wzrosty rentowności obligacji rządowych krajów peryferyjnych (szczególnie grupy PIIGS – Portugalii, Włoch, Irlandii, Grecji i Hiszpanii) w relacji do rentowności bazowych (głównie obligacji niemieckich), co przełożyło się (w różnej skali) na rentowności listów zastawnych emitentów z tych

⁶ EBA Report on EU Covered Bond Frameworks and Capital Treatment. Response to the Commission's call for advice of December 2013 related to Article 503 of the Regulation (EU) No 575/2013 and to the ESRB Recommendation E on the funding of credit institutions of December 2012 (ESRB/12/2), London, 2014, <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/534414/EBA+Report+on+EU+Covered+Bond+Frameworks+and+Capital+Treatment.pdf> (dostęp: 10.01.2016 r.).

krajów. Stopniowa stabilizacja sytuacji nastąpiła dopiero po ogłoszeniu przez EBC programu skupu obligacji zabezpieczonych (w drugiej połowie 2009 r.).

Na główne przyczyny postępującego różnicowania się rentowności listów zastawnych składają się:

- ❖ odmienne postrzeganie stabilności finansowej poszczególnych krajów;
- ❖ różna jakość systemów bankowych pod względem ryzyka kredytowego i ryzyka płynności;
- ❖ ryzyko związane z różnym poziomem zadłużenia poszczególnych państw;
- ❖ zróżnicowanie krajów UE ze względu na ich jakość kredytową;
- ❖ zróżnicowanie rentowności papierów skarbowych emitowanych przez poszczególne państwa strefy euro;
- ❖ różne rozwiązania prawno-organizacyjne, w tym szczególnie kwestie związane z upadłością, brak zaufania do nie w pełni poznanych systemów prawnych, pojawiający się skokowo wraz ze wzrostem awersji do ryzyka;
- ❖ powiązanie rentowności listów zastawnych z rentownością obligacji rządowych i rentownością długu niezabezpieczonego (obniżenie ratingu kraju prowadzi pośrednio do obniżenia ratingu listów zastawnych z tego kraju);
- ❖ różna jakość aktywów zabezpieczających listy zastawne;
- ❖ różne postrzeganie ryzyka listów zastawnych na rynkach narodowych.

Nasilenie procesu różnicowania się rentowności listów zastawnych było różne w różnych krajach. Największy wzrost rentowności zaobserwowano w krajach południa: Portugalii, Hiszpanii, Włoszech, a także Francji, a najmniejszy w Niemczech i w Szwecji. Było to skutkiem mniejszych obaw inwestorów co do kondycji ich gospodarek oraz różnej legislacji.

1.2. Czy różnice w rentownościach stanowią dowód na zróżnicowanie rynków listów zastawnych w krajach członkowskich UE?

Różnice w rentownościach są objawem zróżnicowania rynków listów zastawnych i ma to uzasadnienie w wielkości ryzyka ponoszonego przez inwestorów inwestujących w listy zastawne w poszczególnych krajach, ale wynikają też one z innych przyczyn, w tym czynników rynkowych (wielkość i płynność rynku, krajowa baza inwestorów), bezpieczeństwa krajowych rozwiązań prawnych, które mają przełożenie wprost na rating listów zastawnych oraz spadku jakości aktywów zabezpieczających listy zastawne.

Zróżnicowanie rynków nie było głównym powodem różnic w rentownościach. Największy wpływ miało zróżnicowanie krajów członkowskich UE pod względem ryzyka inwestycyjnego związanego z konkretnymi krajami. *Country ceiling* stanowi jedną z podstawowych barier rentowności. Na tym tle zdecydowanie wyróżnia się rynek niemiecki, który zachowywał się stabilnie nawet w czasie kryzysu i charakteryzował się niską zmiennością. Marża na rynku niemieckich listów zastawnych

utrzymuje się na poziomie kilku punktów bazowych poniżej kwotowań długu na okres 5 lat dla emisji z ratingiem AAA. Najniższy historyczny poziom rentowności osiągnięto dzięki wysokiemu zaangażowaniu *ECB*, który nabywa na rynku pierwotnym średnio 40% emisji listów zastawnych. Mimo jednak niższej podaży (najwyższy historycznie poziom osiągnięto w 2012 r.) inwestorów zainteresowanych ujemnymi rentownościami ubywa.

Inwestorzy postrzegają listy zastawne przez pryzmat ryzyka kraju, co w czasie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro przejawiało się w rozszerzeniu *spread'ów* kredytowych listów zastawnych państw peryferyjnych względem Niemiec i Skandynawii. Wydaje się, że premia kredytowa kraju emitenta jest punktem wyjścia dla wyceny ryzyka listu zastawnego i pomimo mechanizmów ochronnych zawartych w regulacjach prawnych inwestorzy wyceniają ryzyko istotnych strat w przypadku niewypłacalności państwa. Prawdopodobnie istotną rolę odegrało również ryzyko rozpadu strefy euro, według schematu: niewypłacalność państwa → nieuchronność opuszczenia strefy euro → silna dewaluacja waluty i związane z tym straty kapitałowe inwestora w listy zastawne.

1.3. Czy różnicowanie to wynikało z postrzegania przez inwestorów różnic w poziomie bezpieczeństwa krajowych rozwiązań prawnych, szczególnie gdy kryzys finansowy rozszerzył się na kryzys finansów publicznych w wybranych krajach, co doprowadziło do wyodrębnienia się grupy krajów głównych (postrzeganych jako bezpieczniejsze) i peryferyjnych (postrzeganych jako mniej bezpieczne)?

Istotne znaczenie dla różnicowania się rynku listów zastawnych miały dwa elementy. Po pierwsze jakość legislacji. Panowało przekonanie, że model z wydzielonym bankiem hipotecznym (a w Niemczech, mimo zmian w 2005 r., dominującymi emitentami były banki specjalistyczne) lepiej chroni interesy inwestorów. Drugi bardzo ważny element to oczekiwany wpływ kryzysu na gospodarkę i tym samym na rynek nieruchomości. Obawy inwestorów budziła np. sytuacja w Hiszpanii, gdzie rynek nieruchomości tak dalece się załamał, że wydaje się, iż nawet bardzo restrykcyjna legislacja nie byłaby w stanie w pełni zabezpieczyć interesów inwestorów.

List zastawny postrzegany był przez inwestorów jako substytut obligacji skarbowej i odczuły to kraje, gdzie ryzyko kryzysu finansów publicznych było oceniane jako wysoce prawdopodobne. Rynek wyodrębnił grupę krajów stabilnych i zawęził *spread*. Można było zaobserwować nieproporcjonalne zmiany rentowności w przypadku niemieckich *Pfandbriefe*, wobec instrumentów emitowanych przez podmioty z krajów peryferyjnych. Dla stabilnego już rynku na przełomie 2014/2015 r. *spread* pomiędzy krajami strefy euro, postrzeganymi jako bezpieczne i peryferyjne, bardzo się zawęził.

Aktualnie rozwiązania prawne w poszczególnych państwach członkowskich różnią się pod względem poziomu bezpieczeństwa dla inwestorów. Należy zwrócić uwagę, że w momencie nasilonego kryzysu ocena inwestorów skupiała się głównie na sytuacji finansowej państwa emitenta oraz kondycji sektora bankowego w danym kraju. Elementy związane z wysoką jakością zabezpieczenia oraz wyodrębnieniem rejestru zabezpieczeń zeszyły na drugi plan, podobnie jak rozwiązania prawne.

1.4. Czy były jeszcze inne przyczyny⁷, które doprowadziły do zróżnicowania się rynku listów zastawnych, a jeśli tak, to jakie?

Inne wybrane przyczyny, które doprowadziły do zróżnicowania się rynku listów zastawnych, to:

- ❖ zróżnicowanie w podejściu inwestorów do ryzyka związanego z poziomem zadłużenia poszczególnych państw;
- ❖ załamanie się rynku nieruchomości w niektórych krajach doprowadziło do sytuacji, w której wycena nieruchomości (aktywów) znajdujących się w *pool'u* zabezpieczającym stała się bardzo problematyczna (z uwagi na brak możliwości oszacowania i ewentualnej realizacji zabezpieczenia oraz z uwagi na wpływ sprzedaży portfela na ceny);
- ❖ rosące wymagania płynnościowe wśród posiadaczy listów zastawnych, różne w różnych krajach i dla różnych typów inwestorów oraz zróżnicowana płynność poszczególnych rynków listów zastawnych skutkowały tym większym przesunięciem cen rynkowych, im mniej płynny był rynek;
- ❖ podział rynku pod względem kryteriów *ECB eligibility*.

⁷ W pierwszym etapie kryzysu, w krajach gdzie załamał się rynek nieruchomości, inwestorzy byli coraz bardziej niepewni co do samodzielnej stabilności finansowej emitentów oraz jakości aktywów zabezpieczających emisje. Następnie listy zastawne stały się substytutem ryzyka skarbu państwa w oczekiwaniu na domniemane lub jawne wsparcie publiczne, w sytuacji ryzyka rozpadu strefy euro. W ostatnim etapie nastąpiła stygmatyzacja rynków listów zastawnych krajów, które najbardziej ucierpiały z powodu kryzysu, wynikająca ze spadku zaufania do instytucji i rozwiązań prawnych w tych krajach w zakresie zabezpieczenia inwestorów, w szczególności w związku z nieprzetestowanym w praktyce wydzieleniem aktywów zabezpieczających od emitenta w sytuacji jego upadłości lub likwidacji, niewystarczającym zakresem informacji o aktywach zabezpieczających w niektórych krajach oraz postrzeganiem efektywności publicznego nadzoru zabezpieczającego inwestorów w sytuacji kryzysu finansów publicznych.

1.5. Czy bardziej zintegrowane ramy prawne listów zastawnych w UE, oparte na zdrowych zasadach i najlepszych praktykach rynkowych, mogą przynieść korzyści w postaci poprawy dyscypliny i efektywności rynku (poprzez lepszy dostęp do informacji, łatwiejszą porównywalność emisji z różnych krajów i ograniczenie ryzyka hazardu moralnego)?

Bardziej zintegrowane ramy prawne listów zastawnych mogłyby przyczynić się z pewnością do łatwiejszej porównywalności emisji z różnych krajów oraz ograniczenia ryzyka hazardu moralnego.

Aktualnie, zgodnie z *CRR*, obowiązuje system przekazywania informacji na temat rejestru listów. *Cover Pool Report* jest publikowany przez emitentów minimum dwa razy do roku, ale są istotne różnice w np. metodyce liczenia *LTV*, zatem i raporty z różnych krajów są nieporównywalne (np. Niemcy stosują inną metodę wyliczenia *LTV* i korzystniejszą dla emitenta od tej używanej w Polsce).

Na rynku występują różne modele banków hipotecznych (uniwersalne, specjalistyczne i *SPV*), różne są limity *LTV* oraz różne są limity dla rejestru i metod limitowania aktywów w rejestrze. Niektóre jurysdykcje ograniczają zasięg terytorialny nieruchomości do jednego kraju, inne do obszaru europejskiego, a najbardziej liberalne nie mają ograniczenia i pule nieruchomości mogą obejmować lokalizacje na całym świecie.

1.6. Czy bardziej zintegrowane ramy prawne listów zastawnych w UE, oparte na zdrowych zasadach i najlepszych praktykach rynkowych, mogą przynieść korzyści w postaci uproszczenia i standaryzacji praktyk rynkowych prowadzących do pogłębienia i poprawy płynności rynku (a w efekcie trwale bezpiecznego i przewidywalnego źródła finansowania)?

Bardziej zintegrowane ramy prawne listów zastawnych mogłyby przyczynić się do poprawy płynności rynku.

Jest to duży obszar do poprawy i jest to zarazem trudne do osiągnięcia z racji ogromnych różnic prawnych. Skrócenie procesu emisji i łatwiejsze rozliczanie papierów pomiędzy izbami rozliczeniowymi różnych krajów obniżyłoby koszty systemowe (obejmujące izby rozliczeniowe i giełdy) oraz ułatwiłoby obrót.

Obecnie płynność rynku jest wyższa jedynie dla pierwszych 6 miesięcy po emisji. W późniejszym okresie płynność emisji, nawet dla tzw. *Jumbo* (emisji powyżej 500 milionów EUR), nie jest satysfakcjonująca. Zdarza się, że największe emisje *Pfandbriefe* nie odnotowują ani jednej transakcji na rynku wtórnym. Największy obrót wtórny osiągają hiszpańskie *Cedulas*, ale kwoty transakcji są niskie (do 5mln EUR). Powodem tego jest wysoka marża przyciągająca krótkoterminowy kapitał.

Z powodu nadpłynności na rynku inwestorzy niechętnie pozbywają się papierów i jest to główny powód braku płynności.

1.7. Czy bardziej zintegrowane ramy prawne listów zastawnych w UE, oparte na zdrowych zasadach i najlepszych praktykach rynkowych, mogą przynieść korzyści w postaci zmniejszenia przewagi w portfelu inwestorów inwestycji krajowych i zachęcenia do zwiększenia emisji i inwestycji zagranicznych (w ramach UE i z krajów trzecich)?

Bardziej zintegrowane ramy prawne listów zastawnych mogłyby przyczynić do zwiększenia emisji i inwestycji zagranicznych.

Regulacje w tym zakresie powinny zostać rozluźnione, ale wykorzystanie możliwości inwestycji zagranicznych powinno pozostać indywidualnym wyborem ekonomicznym.

Obecnie rynki peryferyjne mają swoją szansę rozwoju, głównie z powodu niskiej marży w Niemczech (Niemcy są głównym inwestorem w listy zastawne). Widać to na przykładach silnego rozwoju w ostatnich latach emisji z Australii, Nowej Zelandii, a w Europie z Czech. Aby przyciągnąć nabywców do Polski konieczne jest zwiększenie wolumenów emisji.

1.8. Czy bardziej zintegrowane ramy prawne listów zastawnych w UE, oparte na zdrowych zasadach i najlepszych praktykach rynkowych, mogą przynieść korzyści w postaci zmniejszenia kosztu i skrócenia czasu analizy listów zastawnych z różnych jurysdykcji (co stanowi obecnie barierę dla mniejszych i mniej wyrafinowanych inwestorów, a także barierę rozwoju dla mniejszych rynków krajowych)?

Bardziej zintegrowane ramy prawne listów zastawnych mogłyby być szczególnie interesujące dla mniejszych krajów, poszerzając istotnie ich krąg inwestorów.

Obecnie mniejsze kraje wykorzystują emisje pod inną jurysdykcją (np. RCB Czechy wyemitował w grudniu 2014 r. listy zastawne o wielkości 500 mln EUR). Wzrost wolumenu emisji jest konieczny do zaktywizowania inwestorów. Umożliwienie emisji na bazie innego porządku prawnego poszerza istotnie krąg nabywców.

1.9. Czy bardziej zintegrowane ramy prawne listów zastawnych w UE, oparte na zdrowych zasadach i najlepszych praktykach rynkowych, mogą przynieść korzyści w postaci ułatwienia spójnego stosowania wymogów ostrożnościowych (*UCITS, CRR, Solvency II, LCR, BRRD*), zmniejszając zależność od mechanicznego polegania na zewnętrznych ocenach ratingowych (większe wyczerpanie na ryzyko i bardziej kompletne podejście ostrożnościowe)?

Bardziej zintegrowane ramy prawne listów zastawnych, poprzez konieczność spełnienia tych samych standardów regulacyjnych, mogłyby przyczynić się do zwiększenia zaufania inwestorów, a także dać możliwość spójnego traktowania listów zastawnych jako aktywów płynnych przy wyliczaniu wskaźnika LCR, aczkolwiek wydaje się, że rating co najmniej dwóch liczących się agencji pozostanie kluczowy.

1.10. Czy bardziej zintegrowane ramy prawne listów zastawnych w UE, oparte na zdrowych zasadach i najlepszych praktykach rynkowych, mogą przynieść korzyści w postaci zwiększenia efektywności i spójności polityki monetarnej *ECB* z polityką krajowych banków centralnych (poprzez zwiększenie puli listów zastawnych dla transakcji *outright*)?

Bardziej zintegrowane ramy prawne mogłyby przyczynić do zwiększenia puli listów zastawnych dla transakcji *outright*.

Gdyby krajowe banki centralne powieliły mechanizm *ECB* i skupowały listy zastawne, z pewnością takie działania zwiększyłyby efektywność emisji i zaufanie do rynku poprzez jego większą stabilizację. Emisje polskich listów zastawnych obecnie są marginalne w relacji do długu krajowego.

1.11. Czy bardziej zintegrowane ramy prawne listów zastawnych w UE, oparte na zdrowych zasadach i najlepszych praktykach rynkowych, mogą przynieść korzyści w postaci zwiększenia zaufania inwestorów, a w efekcie zmniejszenia wysokich poziomów nadzabezpieczenia w krajach szczególnie dotkniętych obecnym kryzysem (ryzyko nadmiernego obciążenia aktywów⁸ może być częściowo ograniczone poprzez odpowiednio wąską definicję kwalifikowanych aktywów zabezpieczających, zmniejszając zachętę do obciążania większej populacji aktywów o niższej jakości)?

Bardziej zintegrowane ramy prawne mogłyby przyczynić do zwiększenia zaufania inwestorów, a w efekcie zmniejszenia wysokich poziomów nadzabezpieczenia, chociaż w przypadku krajów, gdzie poziom nadzabezpieczenia wynika nie tyle z ryzyka portfela czy emitenta ile z ryzyka kraju *per se*, zmniejszenie poziomu nadzabezpieczenia może nie mieć pozytywnego wpływu na zaufanie inwestorów i doprowadzić do zakłócenia funkcjonowania rynku listów zastawnych w danym kraju.

1.12. Czy wadą proponowanej integracji może być zakłócenie sprawnie funkcjonujących krajowych rynków listów zastawnych lub ograniczenie innowacji?

Rzeczywiście, harmonizacja rynku listów zastawnych jest dużym wyzwaniem, szczególnie w przypadku bezpośredniego stosowania przepisów dyrektywy, co wiązałoby się ze znacznym ryzykiem regulacyjnym dla państw, w których rynki te zostały już szczegółowo uregulowane, a zmiany mogłyby zaburzyć ich dotychczasowe funkcjonowanie. Standaryzacja może też odbić się niekorzystnie na elastyczności oferty. Niejednokrotnie poszczególne serie listów zastawnych są bowiem kierowane do wąskich grup inwestorów. Niezwykle trudne jest połączenie kilku dobrze działających od lat rozwiązań systemowych przy tak istotnych wolumenach emisji w obrocie. Harmonizacja rynku listów zastawnych nie będzie miała negatywnego wpływu, o ile nie zmieni w zasadniczym stopniu podstaw stanowiących o sukcesie najlepiej postrzeganych i najbardziej rozwiniętych rynków (w tym np. rynku niemieckiego).

Obecnie emisja listów zastawnych uregulowana jest w różny sposób na poziomie poszczególnych państw członkowskich UE (bank specjalistyczny, bank uniwersalny,

⁸ Patrz dane na temat obciążenia aktywów w: Global Financial Stability Report. Transition Challenges to Stability, International Monetary Fund, Washington DC, 2013, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2013/02/> (dostęp: 11.01.2016 r.).

struktura SPV) i w każdym przypadku środki stanowiące zabezpieczenie wyemitowanych listów zastawnych stanowią odrębną masę upadłości i służą zaspokojeniu w pierwszej kolejności zobowiązań wynikających z listów zastawnych. Rozwiązania te z reguły dobrze się sprawdzają i nie było dotąd przypadku upadłości podmiotu emitującego listy zastawne. Mają one wiele wspólnych cech i podlegają też doskonaleniu, czego przykładem może być ostatnia zmiana polskiej ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz prawa upadłościowego i naprawczego. Wszystko zatem zależy od tego, w jaki sposób proponowane zmiany zostaną zaimplementowane do porządku prawnego na poziomie unijnym i poszczególnych państw członkowskich. Należy jednak zwrócić uwagę, że standaryzacja może doprowadzić do zmniejszenia bazy inwestorów, którzy obecnie mają do wyboru różne struktury listów zastawnych (*hard bullet, soft bullet, conditional pass-through*), co pozwala zaadresować ich różne potrzeby inwestycyjne.

W 2015 r. Polska dokonała istotnych zmian w zakresie regulacji dotyczących listów zastawnych, które powinny pozwolić na szybki rozwój tego rynku. Wprowadzanie kolejnych zmian, które mogłyby nie być spójne z dotychczasowym kierunkiem zmian, mogłyby utrudnić rozwój bankowości hipotecznej w Polsce oraz zaburzyć funkcjonowanie tego rynku.

Niezależnie od dotychczasowych doświadczeń danego rynku w zakresie emisji listów zastawnych proponowana integracja, wprowadzając zmiany, które należy wdrażać bardzo ostrożnie, będzie prowadziła do pewnych zakłóceń we wszystkich jurysdykcjach, jednak spodziewane korzyści powinny w dłuższej perspektywie czasu zdecydowanie przeważać nad kosztami.

1.13. Jakie można wymienić inne korzyści i wady integracji ram prawnych listów zastawnych w UE?

Korzyści:

- ❖ zintegrowanie produktu pozytywnie wpływa na rozwój rynku;
- ❖ obniżenie kosztów, możliwość większej dywersyfikacji portfela dla inwestorów, wzrost znaczenia rynków peryferyjnych;
- ❖ ułatwienie podejmowania decyzji i inwestowania poza granicami danego kraju poprzez zmniejszenie wysiłku organizacyjnego i finansowego po stronie inwestora (zarówno dla osoby fizycznej, jak i prawnej), umożliwiające w rozsądnym czasie dokonanie analizy inwestycji pod kątem ekonomicznym i prawnym (obejmującej co najmniej weryfikację minimalnych wymogów formalnych i biznesowych);
- ❖ wyrównanie pozycji emitentów w dostępie do rynków europejskich w zakresie struktury listów zastawnych oraz sposobu rozliczania (np. aby wszystkie listy denominowane w EUR miały status *ECB eligible*).

Wady:

- ❖ zły sposób implementacji może osłabić te rynki listów zastawnych, które obecnie dobrze funkcjonują;
- ❖ konieczność zmiany dotychczasowej praktyki oraz dostosowania regulacji i praktyki do nowych wymogów, a także powstanie nowych (i w większej ilości) regulacji prawnych;
- ❖ czas wprowadzenia (oczekiwanie na finalne ramy prawne), brak precyzji regulacji, dodatkowe koszty procesowe biurokracji;
- ❖ ograniczenie dostępności dla rynków małych i peryferyjnych;
- ❖ ryzyko, że nie każdy kraj będzie w stanie dostosować się do modelu zharmonizowanego, biorąc pod uwagę rozmiar swojej emisji i prawodawstwo (np. prawo upadłościowe, prawo mieszkaniowe itp.);
- ❖ zaimplementowane może zostać rozwiązanie wypadkowe, w którym nikt nie będzie uprzywilejowany, za to każdy będzie pokrzywdzony.

2. ELEMENTY NOWYCH ZINTEGROWANYCH RAM PRAWNYCH

2.1. Czy KE powinna kontynuować politykę dalszej konwergencji legislacyjnej w zakresie listów zastawnych w celu podniesienia standardów i promowania integracji rynku? Jeśli tak, to jaką opcję powinna wybrać i dlaczego:

A – pośredniej harmonizacji (zachęcenie do większej konwergencji prawa w zakresie listów zastawnych poprzez dobrowolne, pozalegislacyjne środki koordynacji – rekomendacje *EBA* dla krajów członkowskich w zakresie najlepszych praktyk i zaostrzenie kryteriów kwalifikacji aktywów dla zachowania preferencyjnego traktowania przez *CRR*),

czy

B – prawa wspólnotowego (poprzez wprowadzenie dedykowanych ram prawnych UE regulujących listy zastawne w różnym stopniu harmonizujących poszczególne ich parametry, regulację zastępującą przy najmniej częściowo prawa krajowe albo kompleksowe ramy prawne UE jako alternatywę dla praw krajowych).

Wydaje się, że opcja pośredniej harmonizacji jest lepszym rozwiązaniem, ponieważ:

- ❖ jest bardziej realna, gdyż alternatywne rozwiązanie wymagałoby wprowadzenia jednolitego prawa wspólnotowego w wielu dziedzinach, w tym w obszarze instytucji wspierających (nie tylko wycinkowo w obszarze listów zastawnych) i trudno byłoby uzyskać standaryzację w pełnym zakresie;

- ❖ ten model wydaje się bardziej realny do wdrożenia ze względu na brak konieczności pełnej i skomplikowanej standaryzacji i unifikacji w sytuacji różnego poziomu rozwoju rynków w ramach UE;
- ❖ takie rozwiązanie umożliwiłoby z jednej strony funkcjonowanie pewnej paneuropejskiej puli instrumentów opartych na ujednoliconych zapisach powstałych w wyniku samoregulacji według wspomnianych rekomendacji (np. *EBA*), a z drugiej strony mogłyby nadal funkcjonować pewne pule instrumentów na rynkach krajowych, oparte już na regulacjach lokalnych i być może lepiej odpowiadające specyficznym cechom danych rynków, co może być wymagane zarówno przez część inwestorów, jak i emitentów;
- ❖ przynajmniej na początkowym etapie harmonizacja powinna odbywać się w formie dobrowolnego dostosowania się poszczególnych państw, ponieważ pozwoliłoby to na wstępne oszacowanie wpływu tych zmian na poszczególne rynki, a także pozwoliłoby na stopniowe dostosowywanie się państw w zależności od poziomu rozwoju rynków krajowych oraz zakresu i charakteru krajowych regulacji (Komisja Europejska mogłaby wydać rekomendacje dla państw członkowskich, aby zaimplementowały w krajowych regulacjach dotyczących obligacji zabezpieczonych najlepsze praktyki w tym zakresie określone przez EUNB).

2.2. Czy obecny system licencji powinien zostać uproszczony do jednorazowej autoryzacji dla wszystkich emitentów na bazie wspólnych, wysokich standardów?

System licencji powinien zostać uproszczony do jednorazowej autoryzacji dla wszystkich emitentów na bazie wspólnych, wysokich standardów, z zastrzeżeniem dopuszczalności ich spełniania przez różne kategorie emitentów (w tym banki specjalistyczne, o ile takie będą funkcjonowały w porządkach krajowych), ponieważ:

- ❖ jasne i wysokie standardy to gwarancja przejrzystości rynku;
- ❖ prostsze rozwiązania pozwalają na szybszą weryfikację przez rynek;
- ❖ zostanie skrócony proces, co powinno skutkować zwiększeniem emisji listów zastawnych.

2.3. Jakie konkretne wymogi ostrożnościowe (ponad *CRR*⁹ i *CRD*¹⁰) powinny zostać zastosowane jako warunek udzielenia licencji na emisję listów zastawnych?

Wymogi ostrożnościowe *CRR* i *CRD* wydają się wystarczające jako warunek udzielenia licencji na emisję listów zastawnych. *EBA* jednoznacznie preferuje model *SPV* jako najefektywniejszy i najprostszy, natomiast w Polsce obowiązuje system banków specjalistycznych. Nie ma przeciwwskazań dla określenia wspólnych standardów autoryzacji dla wszystkich emitentów, z zastrzeżeniem dopuszczalności ich spełniania przez różne kategorie emitentów (w tym banki specjalistyczne, o ile takie będą funkcjonowały w porządkach krajowych).

2.4. Czy nowe ramy prawne w zakresie listów zastawnych powinny nakładać wspólne obowiązki i uprawnienia na kompetentne organy w zakresie nadzoru programów listów zastawnych oraz emitentów?

Wspólne obowiązki i uprawnienia kompetentnych organów w zakresie nadzoru programów listów zastawnych oraz emitentów można ocenić pozytywnie, ponieważ:

- ❖ pozwoliłyby na ujednoczenie poziomu nadzoru i dałyby możliwość jego weryfikacji;
- ❖ uprościłyby procedury licencjonowania i kontroli rynku;
- ❖ przyczyniłyby się do wzmocnienia bezpieczeństwa całego sektora, a wprowadzenie tych samych reguł ustaliłoby jednolitą praktykę rynkową;
- ❖ stanowiłyby naturalne rozwinięcie standaryzacji ram prawnych emisji listów zastawnych dające większą rękojmię egzekwowania wypracowanych ustaleń;
- ❖ doprowadziłyby do większego zaufania inwestorów pochodzących z innych państw członkowskich niż kraj emitenta, a wzrost zaufania do lokalnych mechanizmów nadzorczych przyczyniałby się do większej efektywności rynku.

⁹ Regulation (EU) No. 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No. 648/2012 Text with EEA relevance, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32013R0575> (dostęp: 12.01.2016 r.).

¹⁰ Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC Text with EEA relevance, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32013L0036> (dostęp: 12.01.2016 r.).

2.5. Jakie powinny być obowiązki i uprawnienia?

Proponowane wspólne obowiązki i uprawnienia kompetentnych organów w zakresie nadzoru programów listów zastawnych oraz emitentów w kontekście nowych ram prawnych listów zastawnych:

- ❖ szczegółowe postępowanie licencyjne, obligatoryjne zatwierdzanie regulaminu bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości, działalność niezależnego audytora monitorowania zabezpieczeń;
- ❖ zasady i częstotliwość ustalania bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości (w celu ujednolicenia stosowanych podejść) oraz zasady zarządzania portfelem zabezpieczeń;
- ❖ kryteria dopuszczalności aktywów zabezpieczających, weryfikacja wyceny zabezpieczeń, monitorowanie rejestru zabezpieczeń, weryfikacja pokrycia zobowiązań wynikających z emisji przez zabezpieczenia objęte rejestrem zabezpieczeń oraz uprawnienia do przeprowadzania okresowych inspekcji i kontroli;
- ❖ narzędzia monitorujące, zasady kontrolowanej upadłości oraz funkcjonowanie zespołu wierzycieli listów zastawnych.

2.6. Czy w zakresie ustanowienia i reżimu prawnego monitoringu zabezpieczeń należałoby wprowadzić wymóg, na emitenta lub organ nadzorczy, powołania niezależnego audytora do monitorowania zabezpieczeń?

W zakresie ustanowienia i reżimu prawnego monitoringu zabezpieczeń, nałożenie wymogu na emitenta lub organ nadzorczy powołania niezależnego audytora do monitorowania zabezpieczeń byłoby pozytywnym rozwiązaniem, zwiększającym zaufanie inwestorów.

W Polsce za wpisy do rejestru listów zastawnych i nadzór nad limitami odpowiada niezależny powiernik i nie ma potrzeby dublowania tej roli. Raporty dotyczące wpisów i wykreśleń przekazywane są KNF w trybie miesięcznym. Ponadto, zgodnie z nowymi regulacjami wchodzącymi w życie od 1 stycznia 2016 r., powiernik monitorować będzie przeprowadzone testy płynności mające wykazać pokrycie odsetkowe oraz testy nadzabezpieczenia sprawdzające, czy jest zagwarantowana odpowiednia ilość kapitału. Wydaje się, że to rozwiązanie wypełnia istotę proponowanego zalecenia. Niezależny powiernik gwarantuje prawidłową ocenę wiarygodności stanowiących podstawę spłaty zobowiązań z tytułu listów zastawnych. Ponadto zewnętrzny monitoring przeprowadzany przez niezależny podmiot trzeci zwiększa bezpieczeństwo inwestorów.

Obecnie banki w Polsce mają dużą dowolność w ustalaniu regulaminów wyceny bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości, co może prowadzić do różnych stan-

dardów tej wyceny u różnych emitentów. Rozszerzenie funkcji powiernika w tym zakresie skutkowałoby ujednoczeniem standardów wyceny.

2.7. Czy w zakresie ustanowienia i reżimu prawnego monitoringu zabezpieczeń należałoby wprowadzić wymóg, aby osoba lub podmiot audytora musiał spełniać formalne kryteria profesjonalne, aby móc zostać powołany do tej roli?

W zakresie ustanowienia i reżimu prawnego monitoringu zabezpieczeń, wymóg aby osoba lub podmiot audytora musiał spełniać formalne kryteria profesjonalne byłby pozytywnym rozwiązaniem, ponieważ:

- ❖ minimum ściśle określonych kwalifikacji jest niezbędne w tej roli (w tym: wykształcenie prawnicze lub ekonomiczne, praktyka rynkowa czy umiejętności z zakresu wyceny nieruchomości);
- ❖ eliminacja podmiotów nie dających rękojmi profesjonalnego przeprowadzenia takiego audytu zwiększa bezpieczeństwo instrumentów i inwestorów.

2.8. Czy w zakresie ustanowienia i reżimu prawnego monitoringu zabezpieczeń należałoby wprowadzić konkretny zakres obowiązków i czynności audytora oraz jego odpowiedzialność?

W zakresie ustanowienia i reżimu prawnego monitoringu zabezpieczeń, wymóg konkretnego zakresu obowiązków i czynności audytora oraz jego odpowiedzialność, byłby pozytywnym rozwiązaniem. Powinien być on nakierowany na ocenę i dbałość o wiarygodność wchodzące w skład *cover pool*'a oraz sposób wyceny nieruchomości.

Należałoby ustalić listę minimalnych obowiązków i czynności audytora, co w połączeniu z nałożeniem na niego odpowiedzialności za jakość wyników takiego audytu zwiększa siłę rękojmi dla inwestujących w tego typu instrumenty.

Takie rozwiązanie pozwoliłoby na zwiększenie zaufania do rynku oraz ułatwiłoby ocenę emisji w różnych jurysdykcjach. Wyniki przeprowadzonych audytów byłyby bardziej porównywalne dla inwestorów.

2.9. Czy w zakresie ustanowienia i reżimu prawnego monitoringu zabezpieczeń należałoby wprowadzić mechanizm paszportu europejskiego umożliwiający audytorowi wykonywanie swoich obowiązków w innych krajach członkowskich.

W zakresie ustanowienia i reżimu prawnego monitoringu zabezpieczeń, wprowadzenie mechanizmu paszportu europejskiego umożliwiającego audytorowi wykonywanie swoich obowiązków w innych krajach członkowskich, byłby pozytywnym rozwiązaniem, ponieważ:

- ❖ możliwość szerokiego świadczenia takich usług wpłynęłaby pozytywnie na wymianę doświadczeń i stosowanie tych samych dobrych praktyk w dowolnym kraju UE;
- ❖ zwiększyłaby się porównywalność wyników takiego audytu pomiędzy poszczególnymi krajami.

2.10. Jaki podmiot powinien spełniać funkcję nadzorczą nad wydzieloną pulą zabezpieczeń w sytuacji bankructwa lub likwidacji emitenta: właściwy bankowy organ nadzorczy czy organ nadzoru upadłościowego?

Mimo równowagi opinii w zakresie wyboru obu rozwiązań wydaje się, że funkcję nadzorczą nad wydzieloną pulą zabezpieczeń, w sytuacji bankructwa lub likwidacji emitenta, powinien pełnić organ nadzoru upadłościowego. Konstrukcja przyjęta w znowelizowanym w 2015 r. polskim *prawie upadłościowym i naprawczym* w części dotyczącej banków hipotecznych powinna zostać utrzymana. Funkcję właściwego organu nadzoru upadłościowego pełni syndyk.

2.11. Czy specjalny administrator powinien być prawnikiem mającym uprawnienia syndyka?

Specjalny administrator powinien być prawnikiem mającym uprawnienia syndyka, ponieważ:

- ❖ gwarantowałyby to odpowiednie przygotowanie takiej osoby do powierzonego zadania;
- ❖ zapewniałyby to mu niezbędną dogłębną znajomość procedur dla uzyskania maksimum bezpieczeństwa *cover pool*'a i minimalizacji ryzyka roszczeń (spoza grona inwestorów zabezpieczonych), na skutek ewentualnych błędów proceduralnych;
- ❖ ułatwiałyby to takiej osobie administrowanie i korzystną likwidację *cover pool*'a.

2.12. Czy specjalny administrator powinien być powoływany i odpowiedzialny przed sądem upadłościowym, a instytucja nadzorcza lub prowadząca likwidację emitenta powinna odgrywać rolę w tym procesie (np. opiniowania lub wskazania kandydatów)?

Specjalny administrator powinien być powoływany i odpowiedzialny przed sądem upadłościowym, a instytucja nadzorcza lub prowadząca likwidację emitenta powinna odgrywać rolę w tym procesie. Powinien istnieć organ, który będzie sprawował kontrolę i nadzorował działania takiej osoby. Dana instytucja powinna odgrywać w tym procesie rolę opiniodawczą lub wskazywać kandydata.

2.13. Czy podstawowym obowiązkiem specjalnego administratora powinno być działanie w interesie inwestorów w celu ich pełnego zaspokojenia z wydzielonej puli zabezpieczeń?

Podstawowym obowiązkiem specjalnego administratora powinno być działanie w interesie inwestorów w celu ich pełnego zaspokojenia z wydzielonej puli zabezpieczeń. Jest to kluczowa przesłanka do uznania listów zastawnych za instrument bezpieczny z punktu widzenia inwestora. Specjalny administrator winien działać zgodnie z celem tzw. *dual recourse*, do pełnej spłaty zobowiązań wobec inwestorów (w pierwszej kolejności z aktywów wchodzących w skład *cover pool*'a, a następnie z całego majątku emitenta, jeżeli *cover pool* okaże się niewystarczający).

2.14. Czy specjalny administrator powinien mieć zapewnione wiele uprawnień, które powinny być adekwatne i wystarczające do wykonania jego podstawowego zadania?

Specjalny administrator, podobnie jak obecnie syndyk w polskim ustawodawstwie, winien mieć zapewnione wiele uprawnień, które powinny być adekwatne i wystarczające do wykonania jego podstawowego zadania, tj. działania w interesie inwestorów, w celu ich pełnego zaspokojenia z wydzielonej puli zabezpieczeń. Niezbędne jest zapewnienie stosownych uprawnień do skutecznego działania specjalnego administratora i ochrony inwestorów. W przeciwnym razie wyższe byłoby zagrożenie roszczeniami ze strony np. wierzycieli niezabezpieczonych.

2.15. Czy tam gdzie prawa krajowe dają uprawnienia specjalnego administratora syndykowi, propozycje powyższe powinny odpowiednio dotyczyć syndyka?

Tam gdzie prawa krajowe dają uprawnienia specjalnego administratora syndykowi, propozycje powyższe powinny odpowiednio dotyczyć syndyka.

2.16. Czy specjalny administrator powinien być zobowiązany do regularnego raportowania wobec organu nadzorczego, a zakres raportowania powinien być taki jak w przypadku emitenta?

Specjalny administrator powinien być zobowiązany do regularnego raportowania wobec organu nadzorczego, a zakres raportowania powinien być taki jak w przypadku emitenta, ponieważ:

- ❖ zwiększałyby to przejrzystość procesu nadzoru i spójności danych;
- ❖ umożliwiałyby to stały nadzór i kontrolę nad działaniami administratora;

- ❖ pozwalałoby to na zachowanie ciągłości nadzoru, co jest szczególnie ważne zwłaszcza w sytuacji kryzysowej (*defaultu*);
- ❖ z punktu widzenia inwestora syndyk wchodzi niejako we wcześniejszą rolę emitenta i ma doprowadzić (w sposób tak samo nadzorowany przez stosowne organy) do spłaty wyemitowanych instrumentów ze środków z puli wydzielonych aktywów;
- ❖ polepszałoby to wymianę informacji pomiędzy stronami zaangażowanymi w proces w sytuacji bankructwa lub likwidacji emitenta, która zawsze stwarza ryzyko zawirowań na rynku finansowym.

2.17. Czy określone bardziej ryzykowne kredyty mieszkaniowe i komercyjne (np. kredyty hipoteczne na mieszkania na wynajem, kredyty na drugi dom/mieszkanie, kredyty dla deweloperów) powinny być wyłączone z puli zabezpieczeń, bądź dopuszczone, ale z podwyższonym wymogiem zabezpieczeń?

Bardziej ryzykowne kredyty mieszkaniowe i komercyjne (np. kredyty hipoteczne na mieszkania na wynajem, kredyty na drugi dom/mieszkanie, kredyty dla deweloperów) nie powinny być wyłączone z puli zabezpieczeń, nawet, jeśli istnieje empiryczne potwierdzenie ich gorszej spłacalności. Dopuszczenie tej klasy aktywów przyczynia się do rozwoju działalności oraz do dywersyfikacji *cover pool*'a.

Kredyty te mogłyby być dopuszczone pod następującymi warunkami:

- ❖ inwestorzy powinni mieć pełną informację o kompozycji puli zabezpieczeń: należałoby odpowiednio skalibrować wymóg zabezpieczeń dla aktywów tego typu, biorąc pod uwagę zarówno poziom *LTV*, jak i wymagany poziom nadzabezpieczenia, wprowadzając np. ograniczenie w postaci maksymalnego udziału tego typu aktywów w puli zabezpieczeń (można rozważyć udostępnienia tego typu instrumentów jedynie inwestorom profesjonalnym);
- ❖ udział tej klasy aktywów powinien być transparentny i czytelny dla inwestora, znajdujący swoje odbicie w adekwatnej ocenie ratingowej lub/i w wyższym poziomie zabezpieczeń;
- ❖ wielkość i udział tych aktywów powinien być odpowiednio limitowany, np. dla kredytów na cele komercyjne rolę dodatkowego zabezpieczenia odgrywa (już obecnie) maksymalne *LTV*, a kredyty na nieruchomości w budowie, np. deweloperskie, mogłyby stanowić tylko określony niewielki procent portfela;
- ❖ aktywa te powinny mieć odpowiednio dostosowane parametry wyceny bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości, które muszą uwzględniać dodatkowe ryzyko;
- ❖ podstawowym kryterium, bez względu na rodzaj nieruchomości, winna być hipoteka wpisana do księgi wieczystej na pierwszym miejscu (z najwyższym

prawem pierwszeństwa), a można też wprowadzić zróżnicowanie poziomu finansowania tak, jak to jest np. w Polsce w przypadku nieruchomości mieszkalnych (80% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości) i komercyjnych (60% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości);

- ❖ rozwiązania prawne powinny dawać możliwość kwalifikowania bardziej ryzykownych kredytów mieszkaniowych oraz kredytów komercyjnych do osobnych *cover pool*'i tak, by nie mieszać aktywów różnych klas i jakości.

2.18. Czy nowe ramy prawne powinny wyłączać z puli zabezpieczeń samoloty, statki i kredyty dla małych i średnich przedsiębiorstw, czy może powinny być one dopuszczone z wymogiem podwyższonych kryteriów i limitów oraz, jakie kryteria i limity powinny być wtedy zastosowane?

Nowe ramy prawne powinny wyłączać z puli zabezpieczeń samoloty, statki i kredyty dla małych i średnich przedsiębiorstw, ponieważ:

- ❖ portfel kredytów służących zabezpieczeniu powinien być jednorodny i wystandaryzowany;
- ❖ te grupy aktywów charakteryzują się innymi parametrami ryzyka niż nieruchomości;
- ❖ powyższe aktywa stanowią na tyle inną klasę aktywów w porównaniu z szeroko pojętymi nieruchomościami, że powinny być podstawą do emisji odrębnych instrumentów;
- ❖ nie są portfelowo istotne nawet w Niemczech czy Luksemburgu, a w Polsce nie dopuszcza się takiej struktury zabezpieczeń.

2.19. Czy w zakresie kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw jest możliwe wydzielenie kategorii pierwszorzędnych kredytów, które mogłyby się kwalifikować do puli zabezpieczeń?

Opinia na temat możliwości wydzielenia kategorii pierwszorzędnych kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw, które mogłyby się kwalifikować do puli zabezpieczeń, jest podzielona.

Z jednej strony jest ona pozytywna, zakładając:

- ❖ możliwość ich wydzielenia pod kątem przeznaczenia, wewnętrznych ratingów, wielkości;
- ❖ osobny *cover pool* i osobny instrument pod inną nazwą handlową;
- ❖ określenie rodzajów i przeznaczenia nieruchomości mogących stanowić zabezpieczenie, a do rozważenia jest również maksymalny udział tych kredytów w *pool*'u zabezpieczającym.

A z drugiej strony:

- ❖ jest to bardziej ryzykowna klasa aktywów;
- ❖ kredyty dla małych i średnich przedsiębiorstw są zabezpieczane w inny sposób niż kredyty udzielane na zakup nieruchomości, więc, mimo że jest możliwe wydzielenie kategorii pierwszorzędnych kredytów w tej klasie kredytów i emisji papierów wartościowych o zbliżonym profilu do listów zastawnych, jednak nie powinny one nosić nazwy listów zastawnych;
- ❖ jeżeli raport odnosi się do wszystkich kredytów dla MSP, nie zaś wyłącznie kredytów zabezpieczonych hipotecznie, to przy tym założeniu nie można zgodzić się z propozycją uznania kredytów dla MSP jako podstawy emisji listów zastawnych.

2.20. Czy powinny być dopuszczone pule zabezpieczeń o aktywach mieszanych (z określonymi limitami), obejmujące np. kredyty dla instytucji finansowych i firm inwestycyjnych, kredyty dla sektora publicznego w krajach trzecich, czy kredyty hipoteczne obejmujące nieruchomości w innych krajach?

Pule zabezpieczeń o aktywach mieszanych nie powinny być dopuszczone, ponieważ:

- ❖ powodowałoby to trudność oceny ryzyka i utrzymania wysokiej jakości *cover pool'a*;
- ❖ portfel kredytów służących zabezpieczeniu powinien być jednorodny i wystandaryzowany;
- ❖ ideą listu zastawnego jest homologiczność aktywów zabezpieczających, a mieszane aktywa mogą powodować utratę transparentności instrumentu, brak porównywalności, a w efekcie kłopoty z wyceną i znalezieniem inwestorów;
- ❖ homogeniczność aktywów zabezpieczających zwiększa przejrzystość i transparentność emitowanych w oparciu o nie instrumentów, bezpieczeństwo tych instrumentów powinno być osiągane poprzez dywersyfikację w jednej grupie aktywów, a nie dywersyfikację pomiędzy różnymi grupami aktywów;
- ❖ pule zabezpieczeń powinny mieć charakter bardzo jednorodny i nie mogą skupiać w sobie tak bardzo zróżnicowanych zabezpieczeń, chociażby z uwagi na odmienne ryzyko i problemy ze zbyciem zabezpieczeń powiązanych z innymi krajami;
- ❖ takie rozwiązanie nie mieści się w kategorii zabezpieczeń i profilu ryzyka tego produktu (nie należy rozszerzać listu zastawnego w kierunku quasi sekurytyzacji, ponieważ groziłoby to powstaniem banki spekulacyjnej);
- ❖ dla tych grup aktywów powinny być tworzone osobne pule;
- ❖ inwestorzy chcąc uzyskać taki miks mogą dodać do portfela aktywa sekurytyzowane, inaczej bank hipoteczny przestałby być jednostką specjalistyczną.

2.21. Czy powinien zostać określony minimalny obowiązkowy poziom nadzabezpieczenia¹¹, a jeśli tak, to na jakim poziomie, i czy taki sam dla wszystkich rodzajów listów zastawnych?

Powinien zostać określony minimalny obowiązkowy poziom nadzabezpieczenia:

- ❖ zależny od klasy i ryzyka puli oraz rodzajów listów, z możliwością podniesienia tego limitu na poziomie krajowej legislacji, a kalibracja poziomu nadzabezpieczenia powinna uwzględniać poziom *LTV* i wymaga dodatkowych analiz ilościowych we wszystkich krajach członkowskich;
- ❖ agencje ratingowe oczekują minimalnego nadzabezpieczenia zgodnie z tabelami ratingu (nadzabezpieczenie w Polsce wyniesie 10% od stycznia 2016 r. i będzie jednym z najwyższych wśród normujących to legislacji);
- ❖ stosowany w Polsce 10% poziom nadzabezpieczenia mógłby być bazową wielkością poddaną dyskusji przy opracowywaniu jednolitych zaleceń (np. co najmniej 10% dla listów hipotecznych i 3% dla listów publicznych).

2.22. Czy powinien zostać określony maksymalny dopuszczalny poziom nadzabezpieczenia, a jeśli tak, to w jakich przypadkach i na jakim poziomie?

Maksymalny dopuszczalny poziom nadzabezpieczenia nie powinien być określany, ponieważ:

- ❖ swoboda ustalania maksymalnej wysokości tego parametru daje emitentom elastyczność w okresach stresowych na rynku, kiedy poziom zaufania inwestorów, a zatem generowany przez nich popyt, są na niskim poziomie;
- ❖ każdy z emitentów dostosowuje poziom nadzabezpieczenia do ratingu jaki chce osiągnąć;
- ❖ takie rozwiązanie pozwoli emitentom w większym stopniu sterować kosztem pozyskiwanego kapitału biorąc pod uwagę parametr *LTV*;
- ❖ wyższy poziom nadzabezpieczenia jest mile widziany przez inwestorów i agencje ratingowe;
- ❖ powinna to regulować praktyka rynkowa, aczkolwiek nadmierne nadzabezpieczenie jako czynnik cenotwórczy może mieć negatywny wpływ na rozwój rynku.

Nie wydaje się, żeby istniał powód dla wprowadzania maksymalnego dopuszczalnego poziomu nadzabezpieczenia w przypadku tych jurysdykcji, w których obligacje zabezpieczone są emitowane przez banki specjalistyczne i tym samym nie istnieje potrzeba ochrony „nieuprzywilejowanych” wierzycieli w przypadku upa-

¹¹ Patrz: minimalny poziom nadzabezpieczenia w 2014 ECBC European Covered Bond Fact Book, European Covered Bond Council, Brussels, 2014, <http://www.ehipoteka.pl/ehipoteka/pol/content/download/99184/494924/file/ECBC%20Fact%20Book%202014.pdf> (dostęp: 11.01.2016 r.).

dłości emitentów. Jeśli taki poziom okazałby się potrzebny w legislacjach, gdzie obligacje zabezpieczone są emitowane przez banki uniwersalne, jego poziom i zasady nim rządzące mogłyby zostać określone na poziomie danego państwa członkowskiego UE. W Polsce do emisji listów zastawnych uprawnione są tylko banki hipoteczne, w związku z tym ryzyko nadmiernego obciążenia pozostałych aktywów nie ma takiego znaczenia jak w przypadku innych państw o odmiennych uwarunkowaniach prawnych.

2.23. Czy emitenci powinni utrzymywać bufor płynności, aby ograniczyć ryzyko płynności puli zabezpieczeń, a jeśli tak, to w jakich sytuacjach?

Emitenci powinni zawsze utrzymywać bufor płynności na wypadek sytuacji kryzysowych, aby ograniczyć ryzyko płynności puli zabezpieczeń, ponieważ:

- ❖ takie ryzyko powstaje ze względu na brak dopasowania przepływów po stronie pasywnej i aktywnej, a szczególnie uzewnętrznia się w warunkach upadłości banku czy listu zastawnego;
- ❖ może wystąpić niedopasowanie stóp procentowych, niedopasowanie walutowe, lub inne ryzyka operacyjne, prawne czy podatkowe;
- ❖ utrzymywanie przez emitenta bufora płynności wydaje się wskazane w kontekście konieczności spełnienia norm płynnościowych przez instytucje finansowe w reżimie *CRDIV/CRR*;
- ❖ wymagają tego agencje do uzyskaniu odpowiedniego ratingu.

Bufor płynności powinien zabezpieczać terminową spłatę zobowiązań z listów zastawnych, w tym także po ogłoszeniu upadłości przez emitenta, a polskie rozwiązania w tym zakresie wprowadzają obowiązek utrzymywania przez banki hipoteczne nadwyżki środków w wysokości nie niższej niż łączna kwota nominalnych wartości odsetek od znajdujących się w obrocie listów zastawnych przypadających do wypłaty w ciągu kolejnych 6 miesięcy. Wielkość buforów płynności powinna odpowiednio odzwierciedlać strukturę i działalność banku (grupy banków) w celu zminimalizowania skutków ewentualnych prawnych, regulacyjnych czy operacyjnych przeszkód w wykorzystaniu aktywów uwzględnianych w buforze.

2.24. Czy bufor płynności powinien być wyznaczony na poziomie pokrywającym skumulowane wypływy netto programu listów zastawnych w określonym przedziale czasu, a jeśli tak, to w jakim?

Bufor płynności powinien być wyznaczony na poziomie pokrywającym skumulowane wypływy netto programu listów zastawnych w określonym przedziale czasu. Powinno to być uzależnione od charakterystyki danej emisji, tj. dłuższe okre-

sy odsetkowe (większe płatności) powinny skutkować dłuższym okresem bufora płynności. Wydaje się zasadne, aby bufor płynności wyznaczany był na poziomie odpowiadającym co najmniej równowartości kwoty nominalnych wartości odsetek znajdujących się w obrocie listów zastawnych przypadających do wypłaty w ciągu kolejnych 6 miesięcy (tak jak to jest uregulowane w Polsce).

2.25. Jakie kryteria powinny spełniać aktywa płynne/substytucyjne, aby zakwalifikować je do bufora płynności?

Aktywa płynne/substytucyjne, aby zakwalifikować je do bufora płynności, powinny spełniać następujące kryteria:

- ❖ stanowić aktywa absolutnie pierwszorzędne o niskim ryzyku i maksymalnie płynne, aby trudności emitenta, o których rynek może się dowiedzieć, nie stanowiły przeszkody w zbyciu tych aktywów;
- ❖ stanowić ekwiwalent gotówki/krótkoterminowych instrumentów dłużnych i obejmować: środki gotówkowe, środki ulokowane w krajowym banku centralnym lub środki ulokowane w papierach wartościowych emitowanych lub gwarantowanych przez: Europejski Bank Centralny, Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, rządy lub banki centralne państw członkowskich UE (z wyłączeniem państw, które się restrukturyzują lub zrestrukturyzowały swoje zadłużenie zagraniczne w określonym, ostatnim przedziale czasu);
- ❖ obejmować gotówkę i aktywa, które są uznane przez bank centralny jako zabezpieczenie i są wysoce płynne na rynkach prywatnych (szerszy zestaw aktywów płynnych uwzględnionych w buforze jest dopuszczalny pod warunkiem, że bank wykaże zdolność do generowania z nich płynności w określonym czasie w skrajnych warunkach);
- ❖ mieć wysoki rating i przejrzysty rynek wtórny;
- ❖ być zgodne z definicją aktywów płynnych według *CRD IV* oraz z definicjami wykorzystywanym w wyznaczaniu *LCR* i *NSFR*.

2.26. Z jaką częstotliwością emitenci listów zastawnych powinni przekazywać informacje inwestorom?

Emitenci listów zastawnych powinni przekazywać informacje inwestorom kwartalnie.

2.27. Czy dotychczasowy zakres raportowania¹² jest wystarczająco szczegółowy, umożliwiający inwestorom przeprowadzenie pełnej analizy ryzyka, zgodnie z rekomendacją EBA?

Określony wyżej zakres raportowania jest wystarczająco szczegółowy. Informacje wymienione powyżej znajdują się w *Cover Pool Report*, który jest uznawany za standardowy zestaw danych. Podczas spotkań z inwestorami (*roadshow*) jest zawsze możliwość odpowiedzi na więcej pytań i taka formuła sprawdza się wystarczająco. Ponadto emitent powinien podlegać reżimowi informacyjnemu, jak spółki giełdowe, w tym w zakresie publikacji sprawozdań finansowych.

Streszczenie

Na przełomie lat 2015/16 Komisja Europejska przeprowadziła konsultacje w sprawie ogólnoeuropejskich regulacji dotyczących listów zastawnych. W konsultacjach tych Komisja zwróciła uwagę na różnice w ramach prawnych poszczególnych krajów członkowskich, które mogą być przyczyną niekorzystnej fragmentacji rynku, oraz przedstawiła propozycje służące zwiększeniu integracji rynku. Polskie listy zastawne mogą istotnie skorzystać na rekomendowanych przez Komisję Europejską propozycjach, które mają na celu m.in. zniesienie podziału na kraje główne i peryferyjne oraz ułatwienie inwestycji w listy zastawne między państwami Unii Europejskiej i ze strony państw trzecich, a w efekcie mają prowadzić do konwergencji *spread*'ów. Propozycje te powinny przyczynić się do zwiększenia popytu oraz

¹² Obecne i proponowane zakresy raportowania dla inwestorów przygotowane przez instytucje branżowe (*International Capital Markets Association's Reporting Template, ECBC's National Transparency Templates* oraz *ECBC's Common Harmonised Template*) obejmują:

- ❖ informacje na temat emitenta,
- ❖ informacje na temat emitowanych instrumentów dłużnych,
- ❖ wymogi wynikające z regulacji dotyczącej prospektu emisyjnego (*Prospectus Directive and Regulation*) dla emisji publicznych (aczkolwiek duża część listów zastawnych jest plasowana prywatnie),
- ❖ wymogi *CRR* określające preferencyjne wagi ryzyka dla inwestycji w listy zastawne (wartość puli zabezpieczeń i wyemitowanych listów zastawnych, rozkład geograficzny i rodzaj aktywów zabezpieczających, wielkość finansowania, stopa procentowa i ryzyko kursowe, struktura terminów zapadalności aktywów zabezpieczających i listów zastawnych, udział kredytów przeterminowanych powyżej 90 dni),
- ❖ rekomendację EBA wskazującą, że emitenci winni przedstawiać inwestorom informacje obejmujące ryzyko kredytowe, rynkowe i ryzyko płynności minimum na bazie kwartalnej.

Por. także *Harmonised Transparency Template*, The Covered Bond Label Foundation, Brussels, 2015, <https://www.coveredbondlabel.com/issuers/harmonised-transparency-template/> (dostęp: 11.01.2016 r.).

dalszego obniżenia kosztu finansowania dla polskich emitentów i w konsekwencji bardziej dynamicznego rozwoju polskiego rynku listów zastawnych.

Materiał konsultacyjny Komisji Europejskiej został zaopiniowany przez przedstawicieli różnych grup interesariuszy polskiego rynku listów zastawnych, w tym w szczególności emitentów, inwestorów, regulatorów oraz niezależnych ekspertów. W artykule przedstawiono wspólne stanowisko polskich ekspertów w zakresie proponowanych przez Komisję Europejską regulacji dotyczących jednolitego europejskiego rynku listów zastawnych.

Słowa kluczowe: listy zastawne, banki hipoteczne, ramy prawne listów zastawnych, fragmentacja rynku listów zastawnych, płynność rynku listów zastawnych, rozwój rynku listów zastawnych

Abstract

At the turn of the year 2015/16 the European Commission carried out consultations on EU regulations regarding covered bonds. The Commission pointed out differences among legal frameworks in Member States which might lead to negative market fragmentation, and in consequence introduced propositions on market integration. Polish covered bonds may materially benefit from the EC propositions, whose aims include convergence of core and peripheral markets and simplification of the investment in covered bonds among Member States and from third party countries, which should lead to spread convergence. The propositions will result in increased demand and further decrease in the cost of funding for Polish issuers, and as a consequence will facilitate a more dynamic growth of the Polish covered bond market.

The EC consultation paper propositions were appraised by representatives of different groups of stakeholders of the Polish covered bond market, including in particular: issuers, investors, regulators and independent experts. This article presents the common position of Polish experts as regards to the EC proposed regulations on a new integrated EU covered bond market.

Key words: covered bonds, mortgage banks, covered bonds' legal framework, covered bonds' market fragmentation, covered bonds' market liquidity, covered bonds' market development

Bibliografia

- 2014 ECBC European Covered Bond Fact Book, European Covered Bond Council, Brussels 2014, <http://www.ehipoteka.pl/ehipoteka/pol/content/download/99184/494924/file/ECBC%20Fact%20Book%202014.pdf>
- Appendix. Economic Analysis Accompanying the Consultation Paper on Covered Bonds in the European Union, European Commission, Brussels 2015, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/docs/consultation-document-annex_en.pdf
- Communication from the Commission to the European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Action Plan on Building a Capital Markets Union, Brussels 2015, http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf
- Consultation Document. Covered Bonds in the European Union, European Commission, Brussels 2015, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/docs/consultation-document_en.pdf
- Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC Text with EEA relevance, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32013L0036>
- EBA Report on EU Covered Bond Frameworks and Capital Treatment. Response to the Commission's call for advice of December 2013 related to Article 503 of the Regulation (EU) No. 575/2013 and to the ESRB Recommendation E on the funding of credit institutions of December 2012 (ESRB/12/2), London 2014, <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/534414/EBA+Report+on+EU+Covered+Bond+Frameworks+and+Capital+Treatment.pdf>
- European Financial Stability and Integration, European Commission, Brussels 2014, http://ec.europa.eu/internal_market/economic_analysis/docs/efsr/140428-efsr-2013_en.pdf
- Global Financial Stability Report. Transition Challenges to Stability, International Monetary Fund, Washington DC 2013, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2013/02/>
- Harmonised Transparency Template, The Covered Bond Label Foundation, Brussels 2015, <https://www.coveredbondlabel.com/issuers/harmonised-transparency-template/>
- Regulation (EU) No. 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No. 648/2012 Text with EEA relevance, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32013R0575>