

URZĄD KOMISJI NADZORU FINANSOWEGO

Raport
z prac Grupy ds. emisji listów zastawnych przez
banki

2013 r.

Spis treści

WSTĘP	3
BAZYLEA III I NORMY PŁYNNOŚCI	3
DZIAŁANIA UKNF	4
LIST ZASTAWNY JAKO INSTRUMENT	6
POSTRZEGANIE LISTÓW ZASTAWNYCH PRZEZ RYNKI	7
RYNEK LISTÓW ZASTAWNYCH W INNYCH KRAJACH	8
WPŁYW KRYZYSU NA RYNEK LISTÓW ZASTAWNYCH	13
RYNEK POLSKI	16
ANALIZA	17
I. Zmiany w przepisach dotyczących bezpośrednio emisji listów zastawnych	19
II. Zmiany w przepisach dotyczących transferu nieruchomości z banku uniwersalnego do hipotecznego	27
WNIOSKI	32
I. Zmiany w przepisach dotyczących bezpośrednio emisji listów zastawnych	32
II. Zmiany w przepisach dotyczących transferu nieruchomości z banku uniwersalnego do hipotecznego	33

WSTĘP

Trwający od kilku lat kryzys sektora bankowego przyczynił się do znacznego spadku zaufania wśród uczestników rynków finansowych. Ten trend jest szczególnie widoczny na rynku międzybankowym, gdzie w zasadzie już od kilku lat transakcje pomiędzy bankami przeprowadzane są w bardzo małej skali i niemal wyłącznie na krótkie terminy. Finansowanie, jakie banki w okresie przedkryzysowym były w stanie łatwo pozyskać od innych uczestników rynków finansowych, stało się praktycznie niedostępne, ujawniając w ten sposób problemy finansowe, jakie występują w europejskim sektorze bankowym.

W Polsce sytuacja ta zbiegła się z trwającym już od kilku lat strukturalnym niedopasowaniem terminów finansowania: polskie banki finansują długoterminową akcję kredytową krótkoterminowymi depozytami. Uwydatniło to tym bardziej potrzebę przeglądu polskich regulacji pod kątem zwiększenia dostępu banków do instrumentów finansowania długoterminowego. Potrzebę tym większą, że uwzględniającą wprowadzone w Bazylei III normy płynności zarówno krótkoterminowej (LCR – *Liquidity Coverage Ratio*) jak i długoterminowej (NSFR – *Net Stable Funding Ratio*), które będą wymagały od banków dokonania strukturalnych zmian w ich profilach płynnościowych.

BAZYLEA III I NORMY PŁYNNOŚCI

Miara płynności krótkoterminowej LCR stanowi, iż bank powinien dysponować wystarczającą ilością nieobciążonych aktywów płynnych wysokiej jakości, które mogą być bez przeszkód i natychmiastowo zamienione na gotówkę na rynku w drodze transakcji bilateralnej, tak aby w scenariuszu warunków skrajnych dla płynności można było zaspokoić potrzeby płynnościowe banku przez kolejne 30 dni kalendarzowych. Po pełnym zaimplementowaniu LCR, jego górna granica w wysokości 100% będzie stanowiła wymóg minimalny. Zgodnie z harmonogramem opublikowanym przez Komitet Bazylejski, miara LCR wejdzie w życie 1 stycznia 2015 r., rozpoczynając się wymogiem minimalnym na poziomie 60% normy, powiększanym każdego roku o 10 punktów procentowych, aż do osiągnięcia 1 stycznia 2019 roku docelowego poziomu 100%. W tym samym terminie powinna ona wejść w życie w krajach członkowskich, ponieważ Komisja Europejska, publikując projekt dyrektywy CRD IV zadeklarowała, że nowe wymogi płynnościowe wejdą w życie w terminach wskazanych przez Komitet Bazylejski.

Miara płynności długoterminowej NSFR ma za zadanie promować średnio- i długoterminowe finansowanie aktywów i działalności banku. NSFR ustanawia minimalny akceptowalny poziom stabilnego finansowania, bazując na charakterystyce płynnościowej aktywów i działalności banku w horyzoncie 1 roku. Jest miarą komplementarną dla LCR. NSFR wymusi strukturalne zmiany w profilach płynnościowych instytucji poprzez odejście od niedopasowania finansowania w krótkim terminie, w kierunku bardziej stabilnego, długoterminowego finansowania aktywów i działalności banku.

Banki w Polsce nie mają obecnie problemów z wypełnieniem krótkoterminowej normy płynności. Natomiast szczególnie istotnej wagi nabiera potrzeba dostosowania się do długoterminowej normy płynnościowej, ponieważ, jak wynika z opinii wyrażonej w stanowisku Narodowego Banku Polskiego do dokumentu konsultacyjnego Komisji

Europejskiej „Possible further changes to Capital Requirement Directive”¹ z dnia 7 kwietnia 2010 r. w skali całego sektora banków komercyjnych stabilne źródła finansowania stanowią tylko od około 76% do 85% aktywów wymagających finansowania. Z badań ilościowych prowadzonych na szczeblu unijnym wynika, że średnie wypełnienie tej normy w Polsce nie odbiega od średniej w Unii Europejskiej.

Jest to istotne tym bardziej, iż jak wskazano w tym samym dokumencie, „można przypuszczać, że szczególnie w przypadku instytucji mającej problemy ze spełnieniem minimalnego wskaźnika Net Stable Funding Requirement, może dojść do ograniczenia udzielania długoterminowych kredytów kosztem kredytów krótkoterminowych bądź papierów wartościowych. Może mieć to niekorzystny wpływ na strefę realną gospodarki poprzez ograniczenie możliwości finansowania prywatnych inwestycji, między innymi poprzez wypychanie ich przez finansowanie długu publicznego. Ponadto można zakładać, że w celu wypełnienia normy NSFR banki dążyłyby do konwersji kredytów długoterminowych na krótkoterminowe, co zmniejszyłoby stabilność finansowania podmiotów sfery realnej, z możliwymi negatywnymi skutkami dla wzrostu gospodarczego. [podkr. UKNF]

Generalne wątpliwości wzbudza koncepcja podziału portfela kredytowego dla podmiotów niefinansowych w ramach normy NSFR według pierwotnych terminów zapadalności i przyporządkowania im różnych parametrów wymaganego pokrycia stabilnymi źródłami finansowania. Wydaje się, że niedopasowanie terminowe aktywów i zobowiązań banków powinno być zredukowane przede wszystkim po „pasywnej” stronie bilansu. Proponowane normy mogłyby natomiast skłonić banki do ograniczenia portfela długoterminowych należności. Należy przy tym pamiętać, że transformacja terminów jest istotą działalności banków, która wspiera rozwój gospodarczy. Proponowane regulacje powinny zatem wpływać przede wszystkim na utrzymywanie jak najbardziej stabilnych źródeł finansowania, nie ograniczając nadmiernie podaży kredytu.”

Konieczne jest zatem rozwijanie w Polsce długoterminowych instrumentów dłużnych. Jest to w pierwszej instancji podyktowane niedostatecznym poziomem płynności długoterminowej w Polsce, po drugie zaś, przy brakach w całej UE, banki paneuropejskie szukając dodatkowej płynności będą konkurować na rynkach lokalnych z miejscowymi bankami.

DZIAŁANIA UKNF

Aby temu zapobiec, UKNF podjął prace nad rozwijaniem długoterminowych instrumentów dłużnych. Prace te objęły trzy filary finansowania długoterminowego: obligacje bankowe, sekurytyzację i listy zastawne. Dwa pierwsze filary zostały przedstawione w oddzielnych opracowaniach. Niniejsze sprawozdanie przedstawia temat listów zastawnych.

Rynek listów zastawnych w Polsce prawie nie funkcjonuje, a stan taki jest niekorzystny z ostrożnościowego punktu widzenia. Za kilka lat, gdy zaczną obowiązywać bazylejskie normy płynności długoterminowej, które wymagać będą od banków znacznie większego finansowania długoterminowego, listy zastawne mogłyby być doskonałym źródłem finansowania. Musiałyby się jednak w Polsce rozwinąć ich rynek.

¹ http://www.nbp.pl/systemfinansowy/crd_nbp.pdf

Wiadomo, że przeszkodą dla jego rozwoju są obowiązujące rozwiązania prawno-regulacyjne, co oznacza, że bez odpowiednich zmian rynek ten będzie nadal pozostawał w stanie uśpiania. Aby zmiany przyniosły oczekiwany skutek, muszą mieć one kompleksowy charakter. KNF podjął prace mające na celu zidentyfikowanie przyczyn złego funkcjonowania rynku długoterminowych instrumentów dłużnych, co pozwoli na zaplanowanie pożądanych zmian.

Na mocy Zarządzenia nr 53/2012 Przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 20 kwietnia 2012 r. został powołany Zespół roboczy ds. rozwoju rynku publicznego długoterminowych bankowych instrumentów dłużnych.

Celem Zespołu było wypracowanie rozwiązań prawnych, podatkowych i regulacyjnych, przyczyniających się do rozwoju publicznego rynku długoterminowych bankowych instrumentów dłużnych oraz sprzyjających zmianie niekorzystnej struktury bilansów polskich banków, w których przeważają długoterminowe kredyty hipoteczne, finansowane w większości przez krótkoterminowe depozyty lub linie kredytowe z międzynarodowego rynku bankowego. Stan ten rodzi istotne ryzyko w zakresie płynności systemu bankowego i poszczególnych banków i wymaga zmiany, w szczególności w świetle wymagań określonych w „Międzynarodowych zasadach pomiaru i monitorowania ryzyka płynności” Komitetu Bazylejskiego (tzw. Bazylea III).

W ramach struktury Zespołu powołano trzy grupy robocze z udziałem reprezentantów odpowiednich departamentów UKNF i instytucji zewnętrznych oraz przedstawicieli innych zainteresowanych organizacji, z głosem doradczym, w tym Grupę ds. rozwoju rynku listów zastawnych, której podsumowanie prac stanowi niniejszy Raport.

W skład grupy zajmującej się rynkiem listów zastawnych weszli przedstawiciele:

- BondSpot,
- BRE Banku Hipotecznego,
- Fundacji na rzecz Kredytu Hipotecznego,
- Giełdy Papierów Wartościowych,
- Izby Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych,
- Ministerstwa Finansów,
- Banku Millennium,
- Ministerstwa Sprawiedliwości,
- Narodowego Banku Polskiego,
- Pekao Banku Hipotecznego,
- Polskiej Izba Ubezpieczeń,
- PZU,
- Związku Banków Polskich,

oraz Departamentów UKNF:

- Bankowości Komercyjnej i Specjalistycznej oraz Instytucji Płatniczych,
- Inspekcji Bankowych, Instytucji Płatniczych i Spółdzielczych Kas Oszczędnościowo-Kredytowych,
- Nadzoru Inwestycji Emerytalnych,

- Nadzoru Ubezpieczeniowego,
- Prawnego,
- Regulacji Bankowych, Instytucji Płatniczych i Spółdzielczych Kas Oszczędnościowo-Kredytowych,
- Firm Inwestycyjnych i Infrastruktury Rynku Kapitałowego.

W 2012 r. przeprowadzono 6 formalnych posiedzeń Grupy, ponadto odbyły się również 2 spotkania z przedstawicielami banków hipotecznych w Polsce – odpowiednio BRE Banku Hipotecznego oraz Pekao Banku Hipotecznego.

LIST ZASTAWNY JAKO INSTRUMENT

Listy zastawne to instrumenty, które spełniają kryteria obligacji zabezpieczonych (ang. *covered bonds*). Są to zabezpieczone instrumenty dłużne emitowane przez banki hipoteczne, których podstawę emisji i zabezpieczenie stanowią wierzytelności banku z tytułu udzielonych przez niego kredytów, wpisane do rejestru zabezpieczenia listów zastawnych. Listy zastawne służą refinansowaniu portfeli kredytowych w długim terminie. W Polsce ich udział w refinansowaniu banków sięga zaledwie 0,14 proc. (wobec ok. 20% w całej Unii Europejskiej), a w odniesieniu do aktywów hipotecznych tylko 0,8 proc.

Listy zastawne są papierami wartościowymi charakteryzującymi się wysokim poziomem bezpieczeństwa oraz niskim ryzykiem inwestycyjnym. Wysoki poziom bezpieczeństwa listów zastawnych wynika przede wszystkim z faktu, że kredyty będące podstawą listów zastawnych są silnie zabezpieczone - maksymalna dopuszczalna wartość wskaźnika LtV tych kredytów jest ściśle regulowana ustawą o listach zastawnych i bankach hipotecznych². Banki hipoteczne stosują ponadto bardziej konserwatywną wycenę nieruchomości niż banki uniwersalne. Istotnym aspektem bezpieczeństwa listów zastawnych jest też specjalizacja (a tym samym ograniczenie) przedmiotu działalności banków hipotecznych, przez co ograniczone jest ryzyko niewypłacalności emitenta. Dodatkowo listy zastawne postrzegane są jako bezpieczne, ponieważ aktywa pozostają w bilansie banku emitenta.

Rentowność listów zastawnych zależy od banku emitenta oraz kraju, w którym są emitowane, jednak zwykle jest wyższa niż rentowność długu państwa.

² Art.13.

1. Ogólna kwota wierzytelności z tytułu czynności, o których mowa w art. 12 pkt 1 i 3, w części przekraczającej 60% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości nie może przekroczyć 30% ogólnej kwoty wierzytelności banku hipotecznego zabezpieczonych hipoteką.

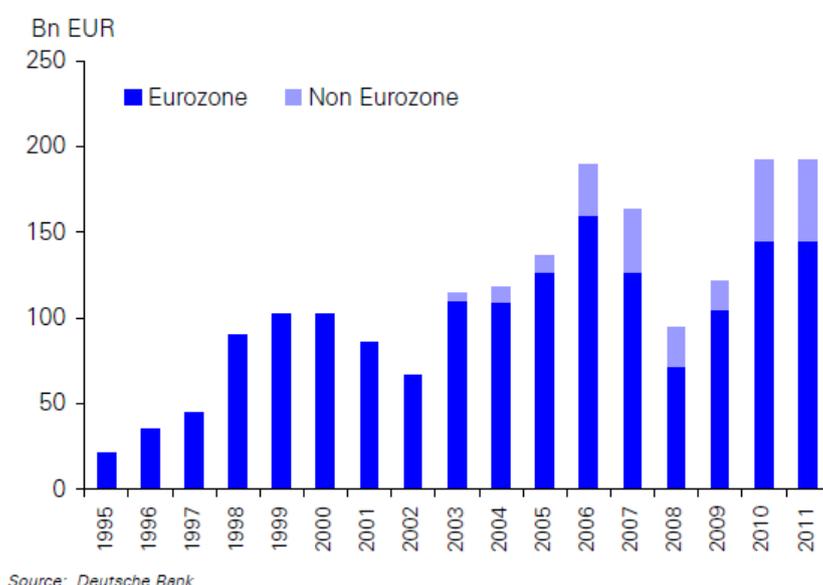
2. Wysokość pojedynczego kredytu zabezpieczonego hipoteką nie może przekroczyć bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości.

POSTRZEGANIE LISTÓW ZASTAWNYCH PRZEZ RYNKI

Listy zastawne są instrumentem popularnym niemal wyłącznie wśród banków europejskich.³ W większości europejskich jurysdykcji są one regulowane aktami prawnymi o charakterze ustawowym, które narzucają szereg wymogów do spełnienia dotyczących m.in. sposobu określania wartości zabezpieczeń i limitów ostrożnościowych z tym związanych.

Ostatnich dziesięć lat przyniosło dynamiczny rozwój rynku obligacji zabezpieczonych. Rósł on średnio 8 proc. rocznie i takie tempo utrzymało się nawet podczas kryzysu. Oprócz tradycyjnych emitentów z Niemiec, Francji, Danii i Hiszpanii pojawili się na rynku nowi: z Portugalii i pozostałych krajów skandynawskich, tuż przed kryzysem również z Grecji i Włoch, a ostatnio z Kanady, Australii i Nowej Zelandii. Zmiany na rynku w okresie 1995-2011 pod względem wolumenu emisji, pokazuje Wykres 1.

Wykres 1. Emisje obligacji zabezpieczonych w mld EUR.



Kryzys finansowy sprawił, że rola tego rodzaju obligacji zabezpieczonych jako źródła refinansowania banków jeszcze bardziej wzrosła. W krajach Unii Europejskiej obligacje zabezpieczone refinansują średnio około 20 proc. aktywów bankowych. Wprawdzie na skutek kryzysu w wielu aspektach postrzeganie listów zastawnych przez uczestników rynku – pomimo standaryzacji tego instrumentu – uległo zmianom i silnemu zróżnicowaniu, to odbyło się to jednak w znacznie mniejszym stopniu, niż w przypadku papierów dłużnych powstających w procesie sekurytyzacji, ponieważ te ostatnie znacznie bardziej odczuły skutki kryzysu.

³ W Stanach Zjednoczonych inwestorzy indywidualni mają możliwość inwestowania w nowoutworzony fundusz ETF (ang. *exchange-traded fund*) dla obligacji zabezpieczonych o nazwie ProShares USD Covered Bond, jednak nie cieszy się on dużym zainteresowaniem. Inwestorzy profesjonalni w USA nie mają tendencji świadomego inwestowania w europejskie instrumenty *covered bonds*, ich ewentualna ekspozycja na te papiery wynika z ekspozycji na fundusze inwestujące m.in. w Europie.

RYNEK LISTÓW ZASTAWNYCH W INNYCH KRAJACH

Najwcześniejsze uregulowanie prawne listów zastawnych w Europie miało miejsce w Danii w 1851 r. Tabela 1. poniżej przedstawia zarys historyczny wprowadzenia prawnego porządku regulującego listy zastawne w krajach Europy.

Tabela 1. Daty wprowadzenia uregulowań prawnych listów zastawnych w krajach Europy.

L.p.	Kraj	Data wejścia w życie/ istotnej ostatniej zmiany
Kraje UE/ EOG/ Szwajcaria		
1	Dania	1851/2007
2	Niemcy	1900/2005
3	Szwajcaria	1931
4	Hiszpania	1981/2007
5	Czechy	1995
6	Słowacja	1996
7	Luksemburg	1997
8	Węgry	1997
9	Łotwa	1998
10	Polska	1998
11	Francja	1999/2010
12	Bułgaria	2000
13	Finlandia	2000/2010
14	Irlandia	2002/2007
15	Litwa	2003
16	Szwecja	2004
17	Austria	2005
18	Włochy	2005
19	Norwegia	2006
20	Portugalia	2006
21	Rumunia	2006
22	Słowenia	2006
23	Grecja	2007
24	Holandia	2008
25	Islandia	2008
26	Wielka Brytania	2008
27	Cypr	2010
28	Belgia	2012

Inne kraje		
29	Rosja	2003
30	Ukraina	2006
31	Turcja	2007
32	Armenia	2008
33	Azerbejdżan	2010

Obecnie, w Europie można wyróżnić cztery różne podejścia do emisji listów zastawnych. W zależności od przyjętego modelu emitentem może być:

1. wyspecjalizowana instytucja finansująca: Francja, Irlandia, Norwegia;
2. wyspecjalizowany bank: Dania, Węgry, Luksemburg, Polska;
3. bank uniwersalny:
 - z warunkową licencją na listy zastawne – Austria, Cypr, Finlandia, Niemcy, Grecja, Islandia, Łotwa, Rosja, Słowenia, Szwecja;
 - bez warunkowej licencji – Bułgaria, Czechy, Litwa, Portugalia, Rumunia, Hiszpania, Słowacja;
4. spółka celowa (w celu uzyskania odrębności masy upadłościowej) – Włochy, Holandia, Wlk. Brytania.

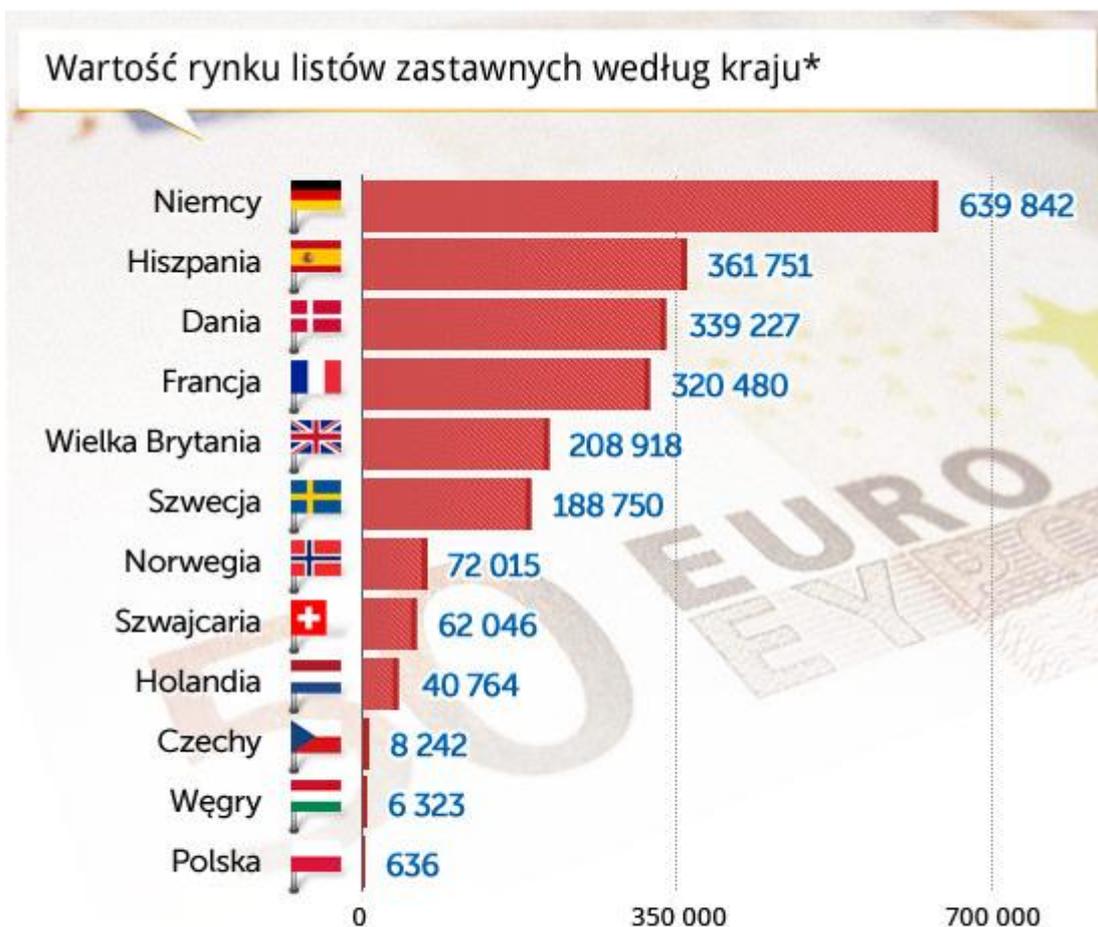
Różnice pomiędzy modelami dotyczą kwestii prawnych, jak też uwarunkowań historycznych. Największy udział listów zastawnych w finansowaniu sektora bankowego jest w Danii, Niemczech oraz w Skandynawii. Tamtejsze instrumenty pozostają płynne i względnie tanie dla emitenta. Wynika to z faktu, że działają tam sprawdzone od ponad 100 lat i bardzo bezpieczne dla inwestorów rozwiązania prawne. W Danii jeszcze kilka lat temu wszystkie hipoteki były refinansowane listami zastawnymi. Nie jest to tak tanie refinansowanie jak depozytem, ale w przypadku listów niemieckich i duńskich niewiele droższe niż cena długu państwowego. Co jednak najważniejsze – daje bankom pasywa długoterminowe, a przez to możliwość długoterminowego kredytowania.

Odmiennie przedstawia się rynek listów zastawnych w Hiszpanii i Portugalii, który wprawdzie działa, ale cena i oprocentowanie listów zastawnych są bardzo niekorzystne. Tamtejsze rozwiązania są znacznie mniej zachęcające dla inwestorów słabsze, a dodatkowo na cenę listów wpłynął gwałtowny spadek cen nieruchomości będący skutkiem kryzysu na rynku hiszpańskim.

Od połowy pierwszej dekady obecnego stulecia międzynarodowy rynek listów zastawnych podlega różnorodnym, ale znaczącym zmianom. W Niemczech, Danii i Francji nastąpiło odejście od zasady specjalizacji i banki uniwersalne również uzyskały prawo emitowania listów zastawnych (choć trzeba podkreślić, że w Niemczech czynione są starania by przywrócić wyłączność banków hipotecznych). Z kolei w kilku krajach m.in. Portugalii, Irlandii czy we Włoszech zostały uchwalone przepisy prawa regulujące emisję listów zastawnych przez sektor bankowy. Te tendencje mają swoje źródło w rosnących wolumenach kredytów hipotecznych i konieczności ich refinansowania.

Wykresy 2., 3. i 4. poniżej ilustrują rynek listów zastawnych (hipotecznych i publicznych) w krajach Europy. Widać wyraźnie jak mała jest skala rynku polskiego. Tak mała skala oznacza jednak duży potencjał wzrostu tego rynku.

Wykres 2. Wartość rynku listów zastawnych wg kraju (EUR mln), 2010 r.



* mln euro – dane za 2010 r.
Źródło: ECBC

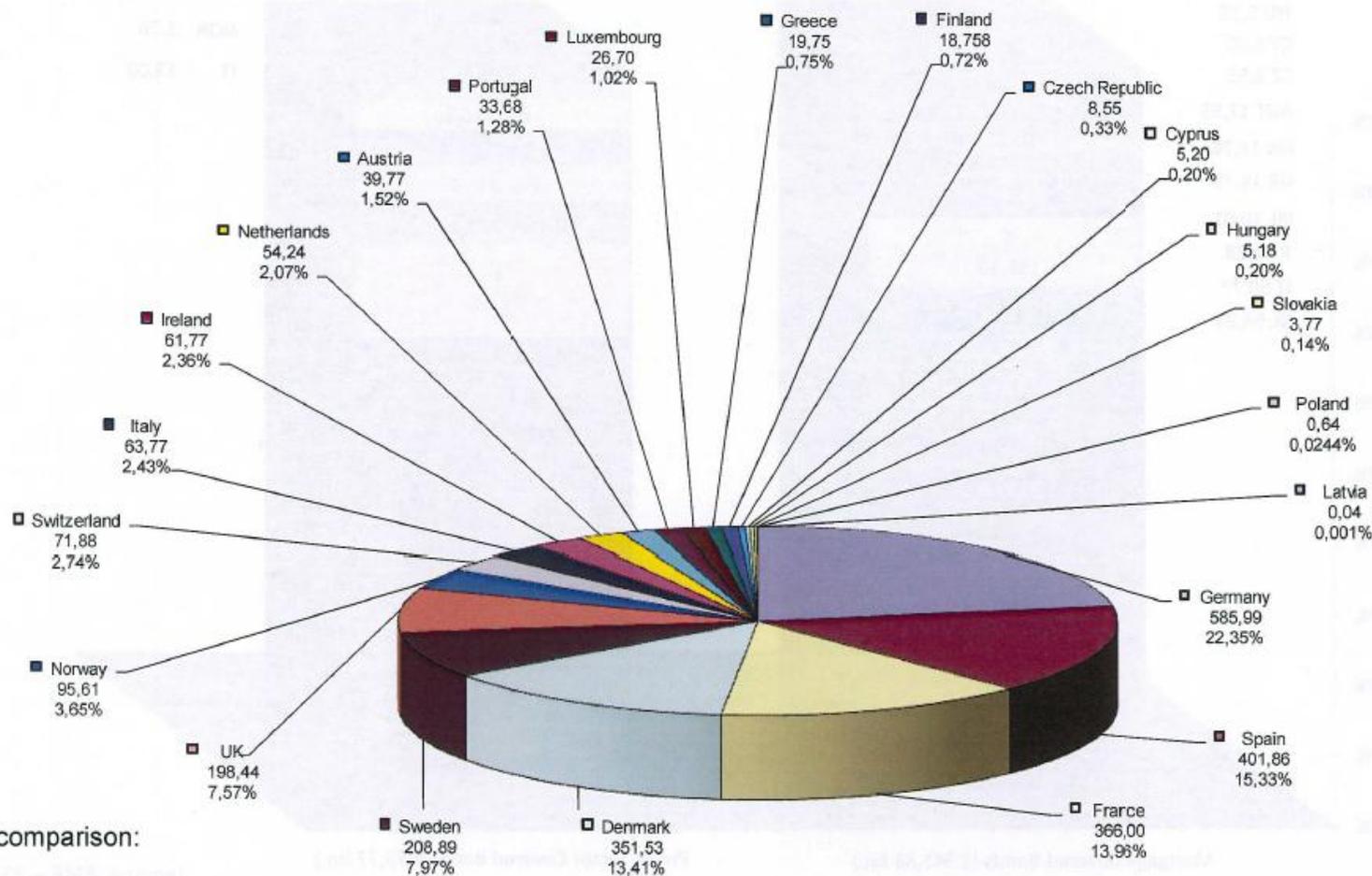
Źródło: ECBC (European Covered Bond Council)

Wykres 3. Udział poszczególnych krajów europejskich w europejskim rynku listów zastawnych (stan na 31.12.2011: EUR 2.622 mld).

**Market Share of the European Covered Bond Countries
in the European Covered Bond Market (end of 2011: 2.622 bn €)**



**VERBAND DEUTSCHER
PFANDBRIEFBANKEN**
Association of German Pfandbrief Banks



For comparison:

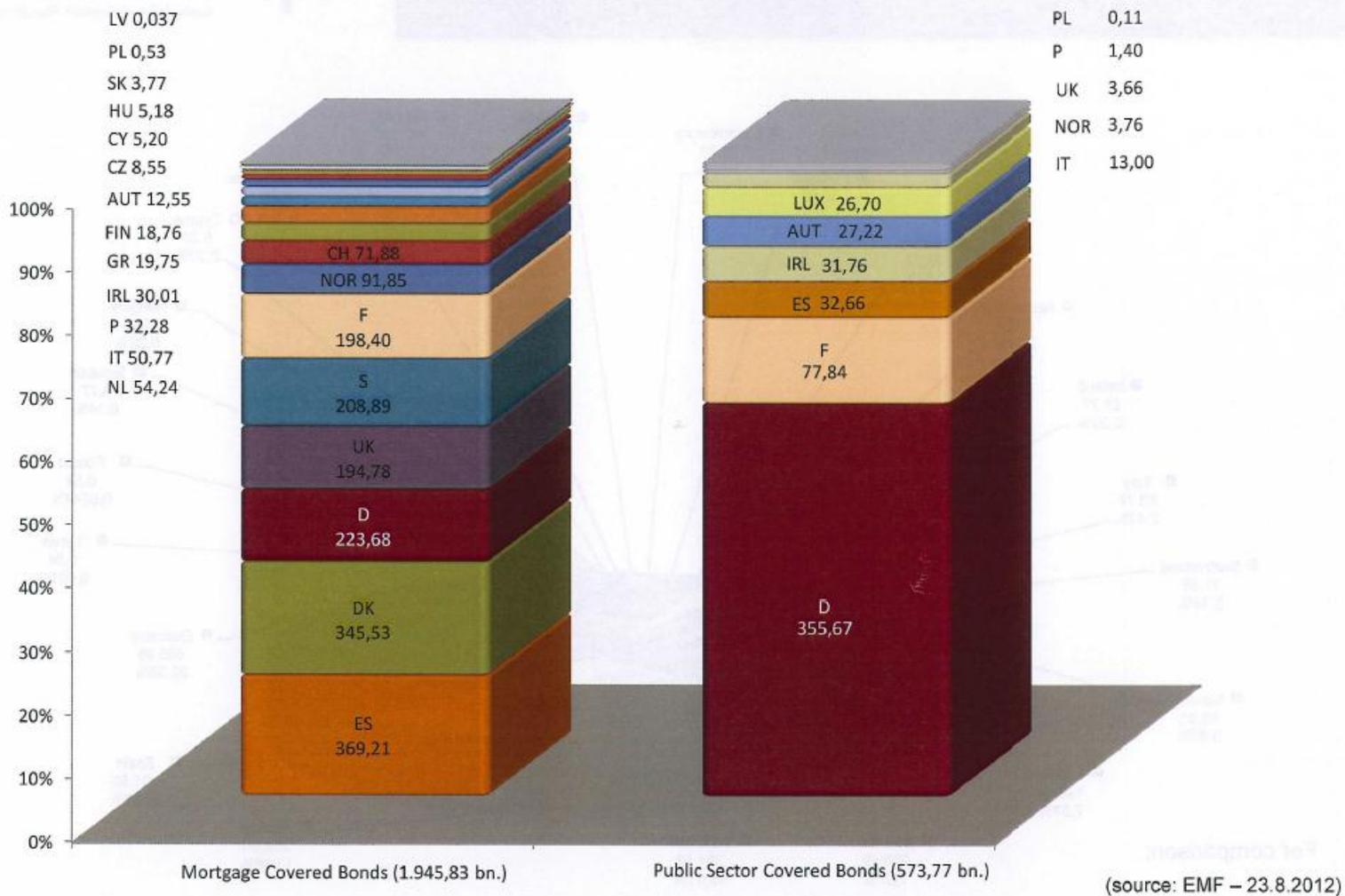
Canada: 38,61 bn.

USA: 9,54 bn.

(source: ECBC – 23.8.2012)

Wykres 4. Porównanie listów zastawnych publicznych z listami zastawnymi hipotecznymi w UE (stan na 31.12.2011, EUR mld).

Public Covered Bonds in the EU compared with Mortgage Covered Bonds (as at end of 2011, in bn. EUR)

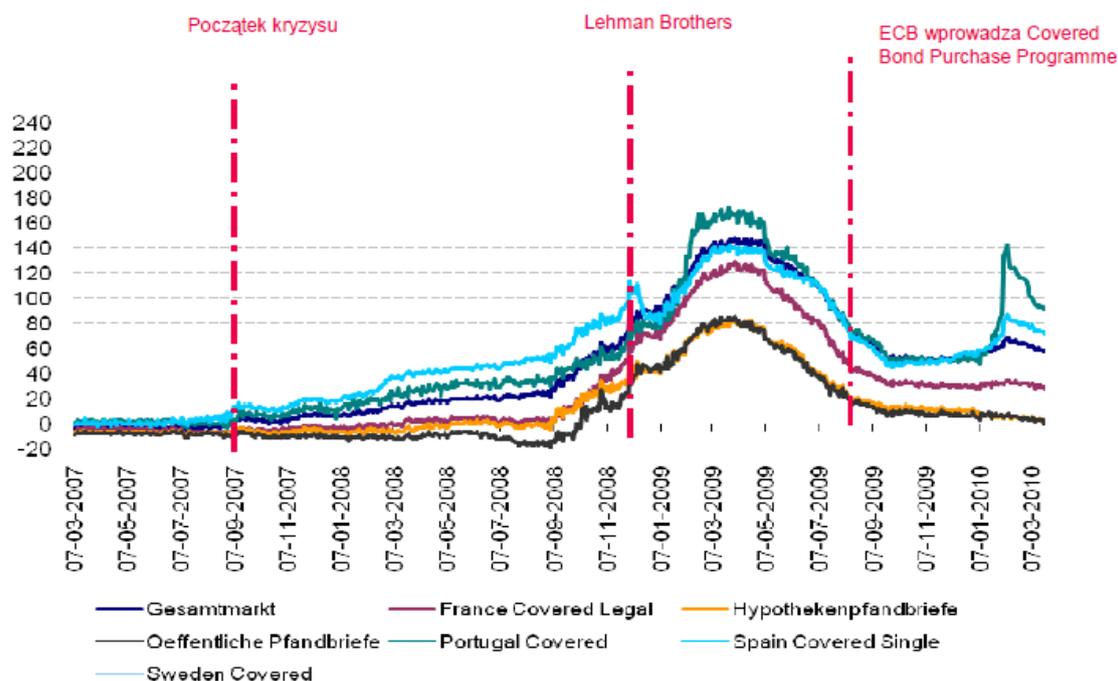


WPLYW KRYZYSU NA RYNEK LISTÓW ZASTAWNYCH

Kryzys finansowy był i jest zjawiskiem bardzo niekorzystnym, ale jednocześnie okazał się doskonałym testem jakości różnych instrumentów finansowych.

Przed pierwszą fazą kryzysu (lipiec 2007) różnice w europejskich porządkach prawnych dla listów zastawnych nie miały swego odbicia w cenie instrumentu, co pokazuje Wykres 5. poniżej.

Wykres 5. Spready dla listów zastawnych/ Covered Bond swap spreads (w punktach bazowych).



Źródło: LBBW (Landesbank Baden-Württemberg)

Po rozpoczęciu się kryzysu zauważalne stało się, że inwestorzy zaczęli różnie traktować różne typy listów zastawnych. W dodatku, po bankructwie banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. rynek obligacji zabezpieczonych praktycznie przestał prowadzić obroty z uwagi na dużą awersję do ryzyka. Wszystkie spready wzrosły, ale w porównaniu do innych instrumentów – takich jak niezabezpieczone obligacje bankowe – wzrost ten był mniej dramatyczny (najmniejszy – w przypadku niemieckich listów zastawnych). Należy podkreślić, że żadna z obligacji zabezpieczonych nie uległa wówczas przecenie. Nie zanotowano też żadnego przypadku „defaultu” – niespłacenia na czas zobowiązania wynikającego z obligacji. Nie znaczy to jednak, że banki hipoteczne nie korzystały ze wsparcia.

Na skutek kryzysu, w pierwszej kolejności ucierpiały największe niemieckie banki hipoteczne, zarazem najwięksi emitenci obligacji zabezpieczonych, którzy poza tymi instrumentami finansowali się głównie na rynku międzybankowym. Z uwagi na kłopoty z płynnością rząd niemiecki został zmuszony wesprzeć Hypo Real Estate i irlandzką Depfę będącą jego częścią, a następnie pośrednio Eurohypo poprzez pożyczkę dla Commerzbanku. Została w tym celu uchwalona specjalna ustawa i jednocześnie w sposób

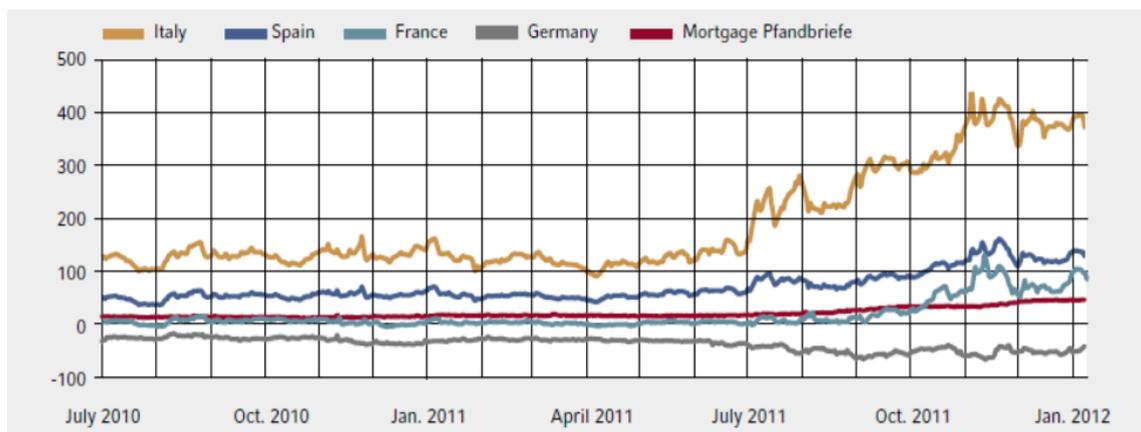
dosyć zawołowany Pfandbriefe uzyskały coś w rodzaju domniemanego wsparcia rządu niemieckiego na wypadek, gdyby w związku z ich wykupem i nowymi emisjami wystąpiły jakieś kłopoty.

Obniżenie spreadów (podwyższenie wiarygodności) obligacji zabezpieczonych w 2009 r. było po części zasługą uruchomienia przez EBC programu zakupu obligacji zabezpieczonych (Covered Bond Purchase Programme, CBPP), ogłoszonego 7 maja 2009 r. Program CBPP został wprowadzony w celu stymulacji aktywności na rynku obligacji zabezpieczonych w strefie Euro. W ramach CBPP zakupione zostały przez Eurosystem w okresie 12 miesięcy obligacje zabezpieczone o nominalnej wartości 60 mld euro – od 6 lipca 2009 r. do końca czerwca 2010 r. W tym okresie nabytych zostało 422 różnych typów obligacji zabezpieczonych, z czego 27% na rynku pierwotnym, a 73% na rynku wtórnym, o średniej zmodyfikowanej duracji 4,12 (wg stanu na 30 czerwca 2010).

Na początku 2010 r. spready listów zastawnych w większości wróciły do normalnego poziomu, zbliżonego do tego sprzed kryzysu – w szczególności było to obserwowane na bardziej konserwatywnych rynkach listów zastawnych, ze względu na fakt, że inwestorzy przykładają znacznie więcej uwagi do bezpieczeństwa wynikającego z różnych systemów prawnych. Widać to na przykładzie wzrostu spreadów portugalskich listów zastawnych, będącego rezultatem ostatnich problemów portugalskiej gospodarki. Widoczna stała się wówczas kluczowa potrzeba zapewnienia bezpieczeństwa systemu prawnego w sytuacji, gdy podejmuje się stworzenia instrumentu refinansowania odpornego na kryzys.

O ile pierwsza faza kryzysu finansowego (2007-2009) miała podłoże płynnościowe, o tyle druga jego faza (od 2010 r.) była już efektem kryzysu zadłużenia, któremu towarzyszył wzrost oprocentowania większości papierów rządowych. Poza krajami szczególnie dotkniętymi kryzysem zadłużenia (Hiszpania, Włochy), w większości krajów nie doszło jednak do większego poszerzenia widełek spreadowych dla listów zastawnych.

Wykres 6. Zmienność spreadów obligacji zabezpieczonych hipotecznie (hipotecznych listów zastawnych) w stosunku do papierów skarbowych w wybranych krajach.



Źródło: "Jahresbericht 2011", 2012, Verband deutscher Pfandbriefbanken (VdP), s. 19.

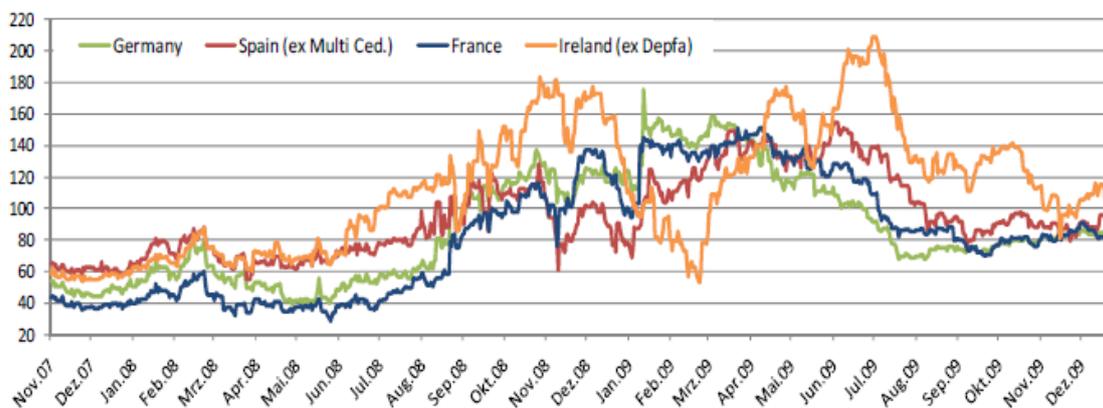
Od listopada 2011 r. EBC po raz drugi zaczął wspierać rynek europejskich obligacji zabezpieczonych, uruchamiając drugi program zakupu obligacji zabezpieczonych (Covered Bond Purchase Programme 2, CBPP2). Te działania systemowe jak i sama jakość instrumentu sprawiły, że – jak wspomniano wyżej – już w drugiej połowie

2009 r. rynek obligacji zabezpieczonych zaczął wracać do równowagi i spready zaczęły stopniowo maleć.

List zastawny okazał się w zasadzie zwycięzcą kryzysu, bowiem nie można było dotąd tak dobrze przedstawić jego zalet (np. w porównaniu do refinansowania się długiem niezabezpieczonym), **jak właśnie w trudnych warunkach, podczas kryzysu.** Trzeba jednak mieć na uwadze, że zarówno niemieckie, jak i francuskie listy zastawne mają bardzo silną bazę inwestorów krajowych, co także pozwoliło na ustabilizowanie tych instrumentów podczas kryzysu. Bazy takiej nie mają natomiast listy portugalskie czy irlandzkie, przez co są one bardziej podatne na wstrząsy i to (abstrahując od ryzyka kraju) także tłumaczy wzrosty spreadów instrumentów. Porównując spready niemieckich Pfandbriefów, listów zastawnych całej strefy euro oraz niezabezpieczonych obligacji bankowych strefy euro, można także zauważyć jakość konserwatywnych Pfandbriefów – po kryzysie ich spready osiągnęły niemal normalną, przedkryzysową wartość, podczas gdy obligacje bankowe w strefie euro nadal są dalekie od takiego stanu.

Na bardziej rozwiniętych rynkach, listy zastawne stanowią swego rodzaju substytut dla papierów rządowych ze względu na swoją stabilność – i ta cecha utrzymała się także podczas kryzysu. Należy tu też dodać, że co do zasady w poszczególnych krajach europejskich występuje bezpośrednia i proporcjonalna zależność pomiędzy zmianami oprocentowania papierów skarbowych i obligacji zabezpieczonych. Oznacza to, że w okresie kryzysu wraz ze spadkiem ratingów poszczególnych krajów spadają również ratingi obligacji zabezpieczonych.

Wykres 7. Listy zastawne vs. papiery skarbowe (różnica w oprocentowaniu w punktach bazowych).



Źródło: vdp

Odwołując się ponownie do przykładu konserwatywnego rynku niemieckiego można stwierdzić, że aby przyciągnąć zainteresowanie inwestorów, listy zastawne musiały być oprocentowane o 40-60 punktów ponad papiery skarbowe przed kryzysem i nawet o 160 punktów podczas kryzysu. Niemniej jednak, w trakcie kryzysu list zastawny stał się w Europie Zachodniej podstawowym źródłem refinansowania banków w momencie, gdy przestał funkcjonować rynek międzybankowy, i okazało się, że sekurytyzacja jest źródłem licznych problemów. Tymczasem, na rynku polskim, do czasów kryzysu, list zastawny nie był w zasadzie postrzegany jako instrument finansowania.

RYNEK POLSKI

Pierwsze instytucje kredytu hipotecznego wydające listy zastawne powstały w Europie w II połowie XVIII wieku⁴. W Polsce ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych została wdrożona w 1997 roku⁵, natomiast list zastawny jako instrument jest obecny na odnowionym polskim rynku kapitałowym od 2000 roku.

Ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych została przygotowana w oparciu o polskie przedwojenne przepisy dotyczące banków hipotecznych oraz ustawodawstwo krajów zachodnioeuropejskich, w tym w szczególności Niemiec, wykorzystując ich długoletnie doświadczenia. Ustawa ta określa przede wszystkim zasady emisji, zbywania, nabywania, wykupu i zabezpieczenia listów zastawnych oraz zasady tworzenia, organizacji, działalności i szczególnego nadzoru nad bankami hipotecznymi.

W momencie wdrożenia ustawa ta stanowiła rozwiązanie prawne, które różniło się z ówczesnymi potrzebami rynkowymi. Nastąpił wtedy gwałtowny rozwój bankowości detalicznej napędzany właśnie kredytami hipotecznymi, było też dostępne tanie refinansowanie pochodzące w dużej mierze od zagranicznych banków-matek. Banki hipoteczne, nie mogąc przyjmować depozytów, stały na z góry przegranej pozycji. Dodatkowym problemem był wówczas także brak sieci placówek i odpowiednich narzędzi informatycznych. Model kredytowania oferowany przez banki hipoteczne był od samego początku niekonkurencyjny. Jedną z przyczyn było to, że owe specjalistyczne instytucje mogły udzielać pożyczek do około 70 % wartości nieruchomości, podczas gdy oferta banków uniwersalnych przewidywała kredytowanie nawet do 120 % wartości.

Pierwsze polskie banki hipoteczne: BRE Bank Hipoteczny (początkowo funkcjonujący pod nazwą RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny) i HypoVereinsbank zaczęły działalność pod koniec 1999 r. Dwa lata później dołączył do nich Śląski Bank Hipoteczny. HypoVereinsbank Bank Hipoteczny był własnością banku BPH PBK, który w procesie połączenia struktur z Bankiem Pekao SA zmienił nazwę i od 31 lipca 2008 r. bank funkcjonuje jako Pekao Bank Hipoteczny S.A. Właścicielem Śląskiego Banku Hipotecznego (później: ING Banku Hipotecznego S.A.) był ING BSK (później: ING Bank Śląski S.A.). ING Bank Hipoteczny S.A. został wchłonięty przez ING Bank Śląski S.A. w dniu 31 października 2011 r. Obecnie w Polsce działają już tylko dwa banki hipoteczne. Łączna suma bilansowa obu banków to około 5,8 mld zł. Relatywnie niewielką skalę emisji tych instrumentów w Polsce w porównaniu do największych rynków listów zastawnych w Europie ilustrują Wykresy 3. i 4. powyżej.

Od 1997 roku ustawa, poza niewielkimi korektami, w zasadzie nie była zmieniana. Obecnie na rynku kredytów hipotecznych dla klientów indywidualnych obserwuje się spowolnienie. W lepszej sytuacji jest rynek nieruchomości komercyjnych, ale specyfika tego segmentu to zdecydowana przewaga waluty euro, co stanowi przesłankę do potencjalnych zmian w przyszłości zwłaszcza w przypadku większych projektów, ponieważ kurczy się liczba banków, które mają takie kredyty w ofercie. W dłuższym okresie może to mieć reperkusje w skali makroekonomii, zatem rośnie konieczność długoterminowego refinansowania tego typu przedsięwzięć.

⁴ NBP – Portal Edukacji Ekonomicznej.

⁵ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych.

W praktyce działalność banku hipotecznego polega na udzielaniu kredytów na warunkach określonych w ustawie o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz emitowaniu listów zastawnych. Środki pozyskane w ten sposób bank przeznacza na finansowanie kolejnych kredytów. Oferta inwestycji w listy zastawne kierowana jest do podmiotów instytucjonalnych, a ich głównymi nabywcami są m.in. fundusze inwestycyjne, OFE, towarzystwa ubezpieczeniowe, banki i spółki bankowe. Bardzo istotne dla potencjalnych inwestorów jest to, że jest to instrument finansowy o niskim ryzyku inwestycyjnym, wynikającym z ustawowych wymogów zabezpieczenia ich emisji (gwarancja lub poręczenie NBP, gwarancja lub poręczenie banku, ubezpieczenie kredytu) i obrotu przez emitenta.

Bezpieczeństwu listów zastawnych emitowanych przez banki hipoteczne sprzyja także konserwatywna polityka wyceny nieruchomości stanowiących ich zabezpieczenie (reguły sporządzania wyceny określone są szczegółowo w Rekomendacji F). Jest to zarazem jeden z czynników, dla których bankom hipotecznym trudno rywalizować z uniwersalnymi. Wycena stosowana przez banki hipoteczne powinna być rzetelna i nie powinna ulegać wahaniom w trakcie cyklu koniunkturalnego na rynku nieruchomości, co oznacza, że nieruchomości będą wyceniane zazwyczaj poniżej wartości rynkowej. Kwestia wyceny nieruchomości stosowanej przez banki hipoteczne została omówiona poniżej wraz z wynikami analizy.

List zastawny powinien być dla banków idealnym instrumentem finansowania długoterminowego. Pomimo to w Polsce rynek listów zastawnych nie rozwinął się.

ANALIZA

Niedomogi finansowania polskiego rynku ekspozycji hipotecznych skutkują finansowaniem długoterminowych ekspozycji bardzo krótkimi pasywami. Polskie prawo daje bankom możliwość emitowania długoterminowych instrumentów dłużnych, pomimo to rynek tych instrumentów w Polsce prawie nie funkcjonuje. Banki nie sięgają do długoterminowych pasywów, co jest niebezpieczne zarówno ze względów ostrożnościowych (niedopasowanie terminów zapadalności), jak i regulacyjnych (bazylejskie normy płynności wymagać będą od banków znacznego zwiększenia finansowania długoterminowego).

Rynek listów zastawnych nie rozwinął się w Polsce z kilku powodów. W niniejszym opracowaniu omówiono już kwestię konkurencyjności modelu biznesowego banków hipotecznych na rynku kredytów hipotecznych. Dodatkowym powodem, dla którego rynek listów zastawnych pozostawał w uśpieniu, był fakt, iż do niedawna rynek międzybankowy funkcjonował sprawnie i był wręcz nadpłynny. Banki nie miały też problemów z dostępem do finansowania od spółek-matek. Finansowanie było tanie i instrumenty długoterminowe były mniej opłacalne. Sytuacja ta zmieniła się diametralnie w czasie kryzysu.

Doświadczenie innych krajów europejskich pokazuje jednak, że nawet przy łatwym dostępie do instrumentów długoterminowych listy zastawne, uważane za dobry, bezpieczny i stabilny instrument, są bardzo rozpowszechnione. Brak rozwoju rynku tych instrumentów w Polsce wskazuje, iż poza brakiem problemów z finansowaniem muszą być też inne czynniki, które utrudniają lub wręcz uniemożliwiają rozwój tego rynku.

Analiza przedstawiona poniżej identyfikuje te czynniki i wskazuje na najbardziej istotne problemy.

Na podstawie odbytych spotkań, dyskusji i opinii wyrażanych przez praktyków (zwłaszcza przedstawicieli banków hipotecznych), przedstawicieli ustawodawcy, oraz ekspertów, przeprowadzono analizę stanu obecnego i podjęto próbę identyfikacji powodów, dla których rynek listów zastawnych w Polsce nie rozwinął się i w praktyce pozostaje w stanie uśpienia.

Sprawą kluczową wydaje się stworzenie takich warunków, aby emitowane listy zastawne były atrakcyjne dla inwestorów. Aby tak się stało, muszą być spełnione dwa kryteria. Listy zastawne muszą:

- **oferować odpowiednie korzyści ekonomiczne, zapewniając tym samym opłacalność transakcji; oraz**
- **zapewniać inwestorom gwarancję bezpieczeństwa inwestowanych środków, tym samym generując popyt na emisję.**

Korzyści ekonomiczne silnie zależą od rozwiązań podatkowych. Rozwiązania prawne wpływają na bezpieczeństwo, a ostatecznym arbitrem w tej sprawie są agencje ratingowe oceniające emisję.

Słaby rozwój rynku listów zastawnych wiąże się z jeszcze jednym problemem. Niemal wszystkie kredyty hipoteczne udzielane są przez banki uniwersalne, które nie mogą emitować listów zastawnych. Banki hipoteczne powinny zatem mieć możliwość przejmowania udzielonych przez banki uniwersalne portfeli kredytów hipotecznych, które stanowić będą zabezpieczenie kolejnych emisji. Również ten proces napotyka na trudności.

Te dwie grupy problemów: emisja listów zastawnych i przenoszenie wierzytelności hipotecznych, nie są powiązane i dlatego w analizie zostały potraktowane oddzielnie.

Analiza miała na celu nie tylko wskazanie wszystkich zidentyfikowanych dotąd problemów, ale i dokonanie pewnej, uproszczonej, ich kwantyfikacji. Oceniano wpływ danego problemu na proces emisji listów zastawnych, oraz szanse na jego rozwiązanie, ustalając kolejność, w jakiej powinny być prowadzone dalsze prace.

Wyniki analizy zostały zebrane w zamieszczonych poniżej tabelach.

I. Zmiany w przepisach dotyczących bezpośrednio emisji listów zastawnych

Tabela 2. Kwestie prawne (prawo upadłościowe) i kwestie finansowe (podatki).

Problem				
L.p.	Opis	Charakter (prawny – ustawa, prawny – przepisy wykonawcze, regulacyjny, praktyka)	Źródło (rozwiązania międzynarodowe, rozwiązania krajowe, praktyka, niezidentyfikowane)	Istotność [krytyczny (blokuje proces), poważny (stanowi znaczne utrudnienie, ale nie blokuje), mało istotny (niewielkie utrudnienia)]
Kwestie prawne – prawo upadłościowe				
1.	<ul style="list-style-type: none"> Brak uregulowań prawnych dotyczących szczególnych procedur naprawczych i wprowadzenia zarządu komisarycznego po ogłoszeniu upadłości banku hipotecznego. Brak uregulowań prawnych dotyczących zachowania płynności rejestru listów zastawnych po jego wydzieleniu z masy upadłościowej, tj. <ol style="list-style-type: none"> brak określenia wymaganych kwalifikacji, jakie powinien spełniać kurator i syndyk (doświadczenie i wiedza o instytucjach finansowych), brak umocowania kuratora do zaciągania zobowiązań mających na celu zaspokojenie roszczeń posiadaczy listów, ograniczenia w sprzedaży składników mienia wpisanych do rejestru zabezpieczenia hipotecznych listów zastawnych wyłącznie innemu bankowi mającemu prawo emisji listów zastawnych. <p><i>Uwagi:</i> W związku z ograniczeniem zawartym w art. 447 ust 3 Prawa upadłościowego (postępowanie wobec banków hipotecznych) – sprzedaż składników mienia wpisanych do rejestru zabezpieczenia listów zastawnych jest ograniczona do sprzedaży innemu bankowi hipotecznemu z przejęciem przez niego zobowiązań wobec nabywców listów, co może być nierealna z powodu braku tych banków.</p> <p>Rozważyć należy konstrukcję wsparcia systemowego poprzez BGK – przejęcie portfela wraz ze zobowiązaniami z listów zastawnych przez BGK w razie, gdy nie będzie innego chętnego banku hipotecznego</p>	Ustawa	<p>Wskazania agencji ratingowych na potrzebę ustawowego uregulowania procedur segregacji i postępowania z rejestrem zabezpieczenia w przypadku utracenia płynności emitenta lub ogłoszenia jego upadłości.</p>	<p>Krytyczny Pomimo rzadkich przypadków upadłości banków konieczna jest jasność w zakresie postępowania portfelem wpisanym do rejestru zabezpieczenia listów i praw inwestorów nabywających listy; jasne regulacje wpływają na wyższy rating, a zatem na niższe koszty pozyskania kapitału, co ma wyjątkowo istotne znaczenie przy niskich marżach na kredytach hipotecznych.</p>

	<p><i>Alternatywnie</i></p> <p>Rozważyć należy:</p> <ul style="list-style-type: none"> • uproszczenie procedur upadłościowych aby losy wierzytelności i listów ukształtować w sposób przejrzysty i jasny; • ograniczenie podmiotów zarządzających masą upadłościową do syndyka. • nadanie syndykowi uprawnień do sprzedaży portfela kredytów wpisanych do rejestru zabezpieczenia listów zastawnych jakiegokolwiek nabywcy z jednoczesną akceleracją zobowiązań wynikających z listów zastawnych – spłata inwestorów przed terminem wykupu listu ze środków uzyskanych ze sprzedaży portfela. <p>Zwiększa to szanse zaspokojenia wierzycieli z listów zastawnych powodując podniesienie ratingu.</p>			
Kwestie finansowe - podatki				
2.	<p>Limit cienkiej kapitalizacji</p> <p>Brak wyłączenia emitentów listów zastawnych z rygorów tzw. cienkiej kapitalizacji:</p> <ul style="list-style-type: none"> • uniemożliwienie podmiotom dominującym w grupach bankowych obejmowania części emisji listów zastawnych, która nie znalazłaby inwestorów. Wyłączenie ograniczałoby ryzyko emitenta biorąc pod uwagę zmienność warunków rynkowych oraz związane z tym zmienne możliwości uplasowania emisji listów zastawnych na rynku, przez co można by uzyskać wzmocnienie możliwości refinansowania portfeli wierzytelności hipotecznych. • brak wyłączenia emisji listów zastawnych z definicji „pożyczki” ujętej w art. 16 ust. 7b ustawy CIT oraz „założenia” w rozumieniu przepisów o tzw. niedostatecznej kapitalizacji (art. 16 ust. 1 pkt 60-61 ustawy CIT), przez co odsetki od listów zastawnych płacone przez emitentów podlegają ograniczeniom wynikającym z tych przepisów w zakresie zaliczania do kosztów podatkowych - obowiązujące obecnie przepisy o tzw. niedostatecznej kapitalizacji zawężają w praktyce plasowanie emisji listów zastawnych tylko do podmiotów niepowiązanych 	Ustawy podatkowe		Krytyczny
3.	<p>Pobieranie podatku u źródła</p> <p>Brak jest jednego z rozwiązań:</p> <ul style="list-style-type: none"> • ustawowe zwolnienie odsetek od listów zastawnych z opodatkowania, lub • czasowe zaniechanie poboru podatku dochodowego od odsetek, lub • opodatkowanie odsetek netto (po uwzględnieniu kosztu pozyskania finansowania na nabycie listów zastawnych). 	Ustawy podatkowe	Zalecenie Komisji z dnia 19 października 2009 r. w sprawie procedur w zakresie ulg w podatku u źródła, 2009/784/WE	Krytyczny

	<p>Konsekwencją jest nierówne traktowanie:</p> <ul style="list-style-type: none">• inwestowania przez inwestorów zagranicznych (osoby prawne z siedzibą poza terytorium Polski) w listy zastawne w porównaniu z nabywaniem obligacji skarbowych przez inwestorów krajowych.• inwestorów zagranicznych z krajów, które zawarły z Polską umowy o unikaniu podwójnego opodatkowania przewidujące zwolnienie z odsetek „pożyczek wszelkiego rodzaju udzielonych przez banki” (dotyczy to m.in. Niemiec, Holandii, Austrii, Norwegii, Irlandii, Wielkiej Brytanii) - zwolnienie to obejmuje jedynie papiery wartościowe nabywane przez banki z tych krajów, a zatem już nie przez innych inwestorów.			
--	--	--	--	--

Tabela 3. Kwestie regulacyjne.

Problem				
L.p.	Opis	Charakter (prawny – ustawa, prawny – przepisy wykonawcze, regulacyjny, praktyka)	Źródło (rozwiązania międzynarodowe, rozwiązania krajowe, praktyka, niezidentyfikowane)	Istotność [krytyczny (blokuje proces), poważny (stanowi znaczne utrudnienie, ale nie blokuje), mało istotny (niewielkie utrudnienia)]
Kwestie regulacyjne				
1.	Zmiana poziomu LTV na skutek wahań kursów walut Brak określenia zasad dostosowania poziomu LTV wierzytelności hipotecznych w rejestrze, w przypadku zmiany warunków rynkowych wpływających na wyliczenie poziomu LTV.	Rekomendacja K		Krytyczny
2.	Monitorowanie zabezpieczenia emisji Zmiana sposobu wyliczania wartości zabezpieczenia polegająca na przyjęciu zdyskontowanych przepływów pieniężnych aktywów w rejestrze zabezpieczenia listów zastawnych i listów zastawnych będących w obrocie zamiast wartości nominalnych – art. 18 ust 1 i 2 Ułzbh.	Rekomendacja K / Ustawa	Dostosowanie zasad do modelu niemieckiego Pfandbrief	Krytyczny
3.	Wycena nieruchomości stanowiącej zabezpieczenie kredytu Brak uproszczonych zasad wycen dla nieruchomości mieszkalnych, opartych o metody bazujące na wykorzystaniu wartości rynkowej nieruchomości, jako wartości bazowej korygowanej o określony współczynnik, bazujący na doświadczeniach banków hipotecznych i uzgodniony z KNF (współczynnik uwzględniałby sytuację makroekonomiczną, LtV, płynność rynku itp.). Metody te są kluczowe dla transakcji nabywania portfeli wierzytelności hipotecznych od innych banków.	Rekomendacja F		Poważny
4.	Rejestr zabezpieczeń listów zastawnych Brak precyzyjnych zasad o charakterze operacyjnym dotyczących sposobu prowadzenia rejestru zabezpieczenia listów zastawnych a także precyzujących zakres nadzoru powierników nad wierzytelnościami stanowiącymi podstawę emisji (wpisanymi do rejestru) i ich zabezpieczeniem poprzez wskazanie w sposób zamknięty, enumeratywny, jakie konkretnie okoliczności bada powiernik i na podstawie jakich dokumentów.	Uchwała KNF / Ustawa		Poważny – w razie przejęcia portfela zablokuje emisję

	<p>Brak precyzyjnych zasad sprawowania nadzoru powiernika w przypadku masowej ilości wpisów do rejestru dokonywanych w związku z przeniesieniem portfela. Przepisy nie regulują kwestii, na czym kontrola (nadzór) powiernika polega i czego dotyczy w przypadku takich transakcji.</p> <p>Art. 24 nie zawiera wymogu zgody powiernika na sam wpis – bank prowadzi i przechowuje rejestr do którego wpisywane są wierzytelności (przez bank), zgoda powiernika pojawia się wyłącznie w ust 3 tego artykułu gdy mowa o czynności rozporządzającej dotyczącej wierzytelności a więc np. sprzedaży. Tymczasem format rejestru zawiera rubrykę data wpisu i podpis powiernika. Taka procedura czyni z banku hipotecznego „manufakturę” , bo powiernik i z-ca to dwie osoby fizyczne. Wpisy powinny pozostawać w gestii i odpowiedzialności banku hipotecznego i podlegać kontroli przez powiernika w sposób uregulowany, ale nie powinny być uzależnione od każdorazowej zgody powiernika.</p>			
5.	<p>Płynność</p> <p>Brak uwzględnienia specyfiki banku hipotecznego w regulacjach płynnościowych w szczególności związanych z CRD IV – LCR i NSFR, na przykład:</p> <ul style="list-style-type: none"> - nieuwzględnianie specyfiki banku hipotecznego licząc LCR w przypadku 100 procentowego odpływu środków w okresie 30 dni - niezaliczanie listów zastawnych do aktywów płynnych - niezaliczenie listów zastawnych do preferencyjnego traktowania (jako fundusze stabilne) w wyliczaniu NSFR, jak to ma być czynione wobec lokat terminowych - nieuwzględnianie poziomu wymaganego ustawą zabezpieczenia wierzytelności hipotecznych listów zastawnych w rejestrze zabezpieczenia do wyliczania NSFR (ma być stosowana pełna wartość wierzytelności). 	CRD IV - CRR	Brak wypracowanych standardów w ramach Bazylei III i CRD IV	Poważny Wymaga obserwacji prac nad LCR i NSFR oraz nad projektem CRD IV i CRR
6.	<p>Wagi ryzyka dla listów zastawnych</p> <p>Brak preferencyjnej wagi ryzyka dla listów zastawnych, jako instrumentów zabezpieczonych aktywami.</p> <p>Uchwała nr 380/2008 nie wprowadza preferencyjnej wagi ryzyka na poziomie 10% dla listów zastawnych wyemitowanych po 31 grudnia 2007 r., ponieważ nie bierze pod uwagę zapisów dyrektywy 2006/48/EWG dotyczących warunków zabezpieczenia listów zastawnych na poziomie 80% wartości nieruchomości mieszkaniowej.</p>	Uchwała nr 380/2008 KNF, zał. 4 par. 76-77	Dostosowanie do wymogów dyrektywy 2006/48/WE w p. 68 d-e	Poważny – z punktu widzenia strony popytowej na list zastawny

7.	<p>List zastawny jako zabezpieczenie transakcji</p> <p>Brak jednoznacznych i transparentnych zasad przyjmowania listów zastawnych, jako zabezpieczenie dla transakcji repo i kredytu lombardowego i wysoki poziom haircut'ów (uznawania wysokości wartości listu zastawnego, jako zabezpieczenia dla tych transakcji) dla tego instrumentu.</p>	Regulacje NBP		Mało istotny
8.	<p>Rezerwa płynnościowa</p> <p>Postulat, aby obowiązkowa rezerwa płynnościowa w przypadku banków hipotecznych mogła być wpisywana do rejestru zabezpieczenia hipotecznych listów zastawnych. W przypadku upadłości Banku Hipotecznego rezerwa ta mogłaby być użyta w pierwszej kolejności do zaspokojenia posiadaczy listów zastawnych. Taka konstrukcja zostałaby dobrze oceniona przez agencje ratingowe, ponieważ lepiej zabezpieczałaby interes posiadaczy listów zastawnych w przypadku upadłości emitenta</p>			

Tabela 4. Kwestie prawne (ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych).

Problem				
L.p.	Opis	Charakter (prawny – ustawa, prawny – przepisy wykonawcze, regulacyjny, praktyka)	Źródło (rozwiązania międzynarodowe, rozwiązania krajowe, praktyka, niezidentyfikowane)	Istotność [krytyczny (blokuje proces), poważny (stanowi znaczne utrudnienie, ale nie blokuje), mało istotny (niewielkie utrudnienia)]
Kwestie prawne – ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych				
1.	<p>Limity ograniczające możliwości emisyjne</p> <p>Zbyt restrykcyjne ograniczenia regulacyjne dotyczące możliwości emisyjnych:</p> <p>1) limit finansowania listami zastawnymi kredytów mieszkaniowych – podniesienie limitu refinansowania do 80% bhwn (zgodność z dyrektywami)</p> <p>2) limit zabezpieczenia dodatkowego – podniesienie z 10% do 20%</p> <p>3) wprowadzenie limitu zabezpieczenia zastępczego dla publicznych listów zastawnych public bond – do 5%</p>	Ustawa	Rozwiązania międzynarodowe – dyrektywa 2006/48/WE Parlamentu Europejskiego i Rady Europy z dnia 14 lipca 2006 r.	Poważny – nie blokuje emisji, ale zmniejsza jej wolumen
2.	<p>Podstawa emisji hipotecznych listów zastawnych</p> <p>Brak uregulowania w Art. 14 Ustawy o bankach hipotecznych i listach zastawnych, że podstawą emisji hipotecznych listów zastawnych mogą być środki określone w Art. 18, ust. 3 (ulożone w papierach wartościowych, ulokowane w NBP lub gotówka), a więc, że emisje hipotecznych listów zastawnych mogą być w części wykorzystane do refinansowania tych środków.</p>	Ustawa		Poważny
3.	<p>Wymagany poziom nadzabezpieczenia</p> <p>Brak ustawowych przepisów określających wymagany poziom nadzabezpieczenia w rejestrze zabezpieczenia listów zastawnych. Sugerowany poziom, to 10%.</p>	Ustawa	Dostosowanie zasad do modelu niemieckiego Pfandbrief	Poważny
4.	<p>Zakup wierzytelności jednostek samorządu terytorialnego</p> <p>Brak możliwości zakupu wierzytelności wobec jednostek samorządu terytorialnego pod emisje publicznych listów zastawnych bezpośrednio na rynku, a nie tylko od banków (Art. 12, pkt 5 Ustawy)</p>	Ustawa		Mało istotny

5.	<p>Limit finansowania listami zastawnymi</p> <p>Brak doprecyzowania, że ograniczenie w art. 14 Ustawy o bankach hipotecznych i listach zastawnych (poziom refinansowania nie może przekroczyć kwoty odpowiadającej 60% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości), dotyczy każdego pojedynczego kredytu, a nie łącznej wartości bankowo-hipotecznych wartości nieruchomości odpowiadających kredytom wpisanym do rejestru zabezpieczenia hipotecznych listów zastawnych.</p>	Ustawa		Mało istotny
6.	<p>Niedostosowanie Ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych do nowelizacji Ustawy o księgach wieczystych i hipotece:</p> <ul style="list-style-type: none"> • W związku z wprowadzeniem instytucji administratora hipoteki konieczne jest przesądzenie, że w definicji mieści się także wierzytelność banku hipotecznego zabezpieczona hipoteką na imię administratora niezależnie od tego czy to bank hipoteczny czy inny bank jest administratorem; • Zgodnie z nowym przepisem art. 68 ust 3 Ukwh wierzytelność może być wyrażona w innej walucie niż hipoteka, co czyni umowę kredytu bardziej elastyczną (brak konieczności przewalutowania w księdze wieczystej), co pogarsza pozycję konkurencyjną banku hipotecznego jest zatem gorsza. Zgonie z brzmieniem art. 20 ust 2, jeżeli wierzytelność banku hipotecznego została wyrażona w walucie obcej, wpisu hipoteki zabezpieczającej tę wierzytelność dokonuje się w księdze wieczystej w tej samej walucie. Rozwiązanie takie nie generuje ryzyka, ponieważ nowa kwota hipoteki odnosi się do górnej wysokości sumy hipoteki i suma ta może zawierać wkalkulowane ryzyko walutowe (ingerencja ustawodawcza poprzez wykreślenie art. 20 ust 2 wydaje się konieczna) <p>Zgodnie z nową regulacją art. 68 (1) Ukwh jedna hipoteka może zabezpieczać kilka wierzytelności z różnych stosunków prawnych przysługujących temu samemu wierzycielowi, może więc to być kilka kredytów. Należałoby rozstrzygnąć czy konieczna byłaby korekta art. 13 ust 2 Ulzbn, zgodnie z którym wysokość wierzytelności z tytułu kredytów zabezpieczonych hipoteką nie może przekroczyć 100% bhwn.</p>	Ustawa	krajowe	<p>Poważny</p> <p>przy kredytowaniu konsorcjalnym</p>

II. Zmiany w przepisach dotyczących transferu nieruchomości z banku uniwersalnego do hipotecznego

Tabela 5. Kwestie finansowe (podatki).

Problem				
L.p.	Opis	Charakter (prawny – ustawa, prawny – przepisy wykonawcze, regulacyjny, praktyka)	Źródło (rozwiązania międzynarodowe, rozwiązania krajowe, praktyka, niezidentyfikowane)	Istotność [krytyczny (blokuje proces), poważny (stanowi znaczne utrudnienie, ale nie blokuje), mało istotny (niewielkie utrudnienia)]
Kwestie finansowe: podatki				
1.	<p>Wymogi podatkowe</p> <p>Brak neutralności podatkowej podczas przenoszenia aktywów w celu zrefinansowania ich listami zastawnymi, w tym odmienne uregulowania dla skupu wierzytelności i udzielenia kredytu.</p> <p>Brak przepisów określających koszty uzyskania przychodu z tytułu nabycia portfela wierzytelności regularnych przez bank hipoteczny w celu refinansowania portfela wierzytelności hipotecznych innego banku.</p> <p>Brak przepisów określających koszt uzyskania przychodu z tytułu sprzedaży portfela wierzytelności normalnych z dyskontem, które może wynikać z wyceny portfela poniżej wartości np. ze względu na stopy procentowe (niższe marże z kredytów niż aktualne możliwości pozyskania finansowania poprzez obligacje zabezpieczone, listy zastawne), co ma na celu umożliwienie transakcji na portfelach o niższych marżach, jako kosztu uzyskania przychodu,.</p> <p>Brak jest zwolnienia obrotu wtórnego listami zastawnymi z opodatkowania 1% PCC w przypadku podmiotów niebędących podatnikami VAT/podatku od wartości dodanej bądź nietraktujących takich czynności, jako opodatkowanych lub zwolnionych z VAT/podatku od wartości dodanej i niekorzystających ze zwolnienia z opodatkowania PCC na podstawie art. 9 pkt 9 ustawy o PCC.</p> <p>W ustawie o podatku od czynności cywilnoprawnych nie wprowadzono zwolnienia przedmiotowego sprzedaży listów zastawnych, tak jak ma to miejsce w przypadku bonów i obligacji skarbowych bądź bonów pieniężnych NBP, bez ograniczeń wynikających z art. 9 pkt 9 i art. 2 pkt 4 ustawy o PCC.</p> <p>Brak zachęt do nabywania instrumentów długoterminowych (rozwój popytu na list zastawny) – zachęty w postaci np. zwolnienia od podatku od dochodów kapitałowych</p>	<p>Ustawy podatkowe</p>	<p>Krytyczny</p> <p>– zwłaszcza w zakresie obecnych rozbieżności interpretacyjnych (VAT/PCC/brak)</p>	

Tabela 6. Kwestie regulacyjne.

Problem				
L.p.	Opis	Charakter (prawny – ustawa, prawny – przepisy wykonawcze, regulacyjny, praktyka)	Źródło (rozwiązania międzynarodowe, rozwiązania krajowe, praktyka, niezidentyfikowane)	Istotność [krytyczny (blokuje proces), poważny (stanowi znaczne utrudnienie, ale nie blokuje), mało istotny (niewielkie utrudnienia)]
Kwestie regulacyjne				
1.	Brak określenia warunków oceny ryzyka - na ile serwisowanie przez bank zbywcę zbytych wierzytelności umożliwia pozbycie się ich z bilansu zbywcy.			Poważny – może decydować o opłacalności

Tabela 7. Kwestie prawne (ustawa Prawo bankowe i ustawa o księgach wieczystych i hipotece).

Problem				
L.p.	Opis	Charakter (prawny – ustawa, prawny – przepisy wykonawcze, regulacyjny, praktyka)	Źródło (rozwiązania międzynarodowe, rozwiązania krajowe, praktyka, niezidentyfikowane)	Istotność [krytyczny (blokuje proces), poważny (stanowi znaczne utrudnienie, ale nie blokuje), mało istotny (niewielkie utrudnienia)]
Kwestie prawne – ustawa Prawo bankowe i ustawa o księgach wieczystych i hipotece				
1.	<p>Obsługa portfela kredytowego (przy założeniu przelewu wierzytelności z art. 509 k.c. bez zgody dłużnika)</p> <p>Brak przywilejów regulacyjnych dotyczących współpracy banku dominującego z bankiem hipotecznym w zakresie obsługi portfela, które zapewniłyby efektywny i ekonomicznie opłacalny proces obsługi i serwisowania kredytów, np. poprzez wyłączenie, jako czynność outsourcingową, serwisowanie portfela przez bank transferujący pomimo założenia, że banki hipoteczne córki mogłyby służyć jako wehikuły emisyjne.</p> <p>Brak regulacji przesądzającej, iż całokształt serwisowania zbytych wierzytelności może wykonywać bank zbywca na podstawie umowy outsourcingowej. Jest to potrzebne, ponieważ wiele czynności serwisowania nie mieści się w katalogu czynności, które może wykonywać bank (w świetle art. 5 i 6 Prawa bankowego), nawet gdyby obecnie zawarta została pomiędzy zbywcą a nabywcą umowa outsourcingowa dotycząca serwisowania wierzytelności.</p> <p>Brak uregulowania kwestii, które czynności wykonuje/może wykonywać zbywca/nabywca w tym tak doniosłe prawnie czynności jak zmiana regulaminu kredytowania czy zmiana oprocentowania, tabeli opłat i prowizji oraz zmiany samej umowy typu przewalutowanie lub podwyższenie.</p> <p>Brak szerokiego uregulowania przejścia na bank nabywcę wszelkich ustanowionych dla wierzytelności zabezpieczeń, upoważnień a nie tylko praw związanych takich jak hipoteka, zastaw, poręczenie.</p> <p>Brak uregulowania sposobu wykonywania obowiązków o charakterze publicznym i regulacyjnym przez zbywcę/nabywcę – żądania przedstawienia dokumentów, informacji.</p> <p>Brak zasady oceny ryzyka, monitorowania ryzyka przy czynnych umowach, z których wierzytelności bank będący stroną scedował na inny bank, ale sam nadal nimi administruje (serwisuje je).</p>	Ustawa		Krytyczny

	Rozwiązaniem tych dylematów może być zaprojektowanie mechanizmu sukcesji generalnej banku nabywcy portfela w umowy, z których wynikają wierzytelności wchodzące w skład portfela wraz z wszystkimi umowami powiązаныmi np. zabezpieczeniami.			
2.	<p>Obsługa portfela kredytowego</p> <p>Przepisy dotyczące tajemnicy bankowej uniemożliwiają w szerszym zakresie dostęp do tajemnicy bankowej – w przypadku planowanego nabycia wierzytelności ograniczony jest dostęp do informacji na etapie selekcji aktywów do sprzedaży (selekcjonowanie portfela pod kątem wymogów Ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych), a także po nabyciu. Art. 105 ust 1 pkt 1) Prawa bankowego budzi wątpliwości interpretacyjne zarówno na etapie przed nabyciem jak i po nabyciu wierzytelności</p> <p>Rozwiązaniem byłby przepis, zgodnie z którym obowiązek zachowania tajemnicy bankowej nie dotyczyłby przypadków, w których udzielenie informacji objętych tajemnicą bankową jest niezbędne do zawarcia i wykonania umów sprzedaży wierzytelności dokonywanych pomiędzy bankami.</p>	Ustawa	Krajowe	<p>Poważny</p> <p>– konieczność anonimizowania danych o wierzytelnościach przed transakcją jest dla niej kosztotwórcze</p> <p>Uzyskiwania danych o wierzytelności na wniosek nabywcy „w zakresie niezbędnym” wprowadza ryzyko</p>
3.	<p>Zmiana hipoteki</p> <p>Brak uregulowań dotyczących zmiany wierzyciela w transferowanych z banku dominującego do banku hipotecznego kredytach, które zapewniłyby efektywny i ekonomicznie opłacalny transfer aktywów. Do rozważenia:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) odstąpienie od obowiązku dokonania wpisu na rzecz tylko informacji w polu dodatkowe informacje o wpisaniu do rejestru zabezpieczenia hlz banku hipotecznego, alternatywnie odstąpienie od wpisu przelewu z dodatkowymi regulacjami zabezpieczającymi. 2) uprawnienia banków do składania wniosków do sądu wieczystoksięgowego on-line 3) zniesienia opłaty za zmianę wierzyciela lub ustalenie jej na minimalnym poziomie. 4) wykorzystanie funkcji administratora hipoteki przy refinansowaniu poprzez umożliwienie pozostawienia hipoteki na imię zbywcy wierzytelności hipotecznej jako administratora. <p>Brak szczegółowych rozwiązań traktowania przenoszonego portfela wierzytelności hipotecznych w okresie przejściowym, wynikającym z konstytutywnego charakteru wpisu przelewu wierzytelności do księgi wieczystej.</p> <p>Brak szczegółowych rozstrzygnięć, czy data wciągnięcia do ksiąg nabywcy portfela wierzytelności może wynikać z regulacji umownej, czyli czy może zostać dokonana przed wpisem przelewów do ksiąg wieczystych, czy wynika z daty prawomocnego wpisu przelewu w księgach wieczystych..</p>	Ustaw		<p>Krytyczny</p> <p>– niepewność prawna, koszty,</p>

Oddzielną kwestią, często podnoszoną przez przedstawicieli sektora bankowego, jest odejście od zasady specjalizacji i umożliwienie bankom uniwersalnym emisji listów zastawnych. Należy tutaj zaznaczyć, że na przełomie 2009 r. i 2010 r. UKNF wyrażał swoją **negatywną opinię na temat projektu nowelizacji ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych** przygotowanej przez Związek Banków Polskich. Opinia ta była związana przede wszystkim z faktem, iż przedstawione wówczas przez ZBP propozycje nowelizacji ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych umożliwiające dokonywania emisji listów zastawnych również przez banki uniwersalne **w istotny sposób naruszały funkcjonujący model specjalistycznej bankowości hipotecznej w Polsce**, co mogłoby mieć negatywny wpływ na wypracowany standard bezpieczeństwa a tym samym na jakość inwestycyjną polskiego listu zastawnego.

UKNF wskazywał, że **dokonując nowelizacji ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych należy mieć na uwadze przede wszystkim wysoki poziom bezpieczeństwa polskiego listu zastawnego**, a nie dążyć do jego naruszenia kosztem doraźnych ułatwień dla biznesowej działalności poszczególnych banków. Ówczesne obserwacje rynku wskazywały, że generalnie duże banki uniwersalne nie były zainteresowane pozyskiwaniem długookresowych środków z emisji papierów wartościowych. Świadczyło o tym niewykorzystywanie przez nie zapisów ustawy o obligacjach oraz widoczna niechęć do przekazywania kredytów hipotecznych przez banki uniwersalne do swych spółek córek (specjalistycznych banków hipotecznych) w celu zrefinansowania ich w ramach grupy bankowej poprzez emisję listów zastawnych. Zwracano uwagę, że podejmowane w przeszłości przez niektóre z banków uniwersalnych próby dokonania selekcji portfela kredytowego i przekazania jego części do swych spółek córek (specjalistycznych banków hipotecznych) wykazały, że tylko znikoma część ich portfela kredytowego spełniała standardy ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych.

Narodowy Bank Polski odniósł się do tych problemów w cytowanym powyżej stanowisku do dokumentu konsultacyjnego Komisji Europejskiej „Possible further changes to Capital Requirement Directive”:

„Toczą się dyskusje na temat skali kredytowania nieruchomości przez banki uniwersalne. Uważa się, że kredyty zabezpieczone na nieruchomościach są z punktu widzenia banku bardziej bezpieczne. Z drugiej jednak strony należy pamiętać, że są one udzielane na znacznie dłuższy okres, co z jednej strony powoduje wzrost ryzyka płynności, z drugiej zaś strony sprawia, że podczas tego okresu sytuacja kredytobiorcy może ulec znaczącej, niekorzystnej zmianie, czego nie da się przewidzieć na etapie oceny zdolności kredytowej przy ocenie wniosku kredytowego. Ponadto banki uniwersalne, w przeciwieństwie do banków hipotecznych, nie posługują się bardziej wiarygodną wyceną bankowo-hipoteczną, ale mniej dokładną zwykłą wyceną rzeczoznawcy, opartą na bezpośrednim odwołaniu do aktualnych cen rynkowych. Ponadto, banki uniwersalne mają skłonność do stosowania bardziej liberalnych wartości LtV w okresach dobrej koniunktury rynkowej. W tym kontekście należy wziąć pod uwagę, że banki hipoteczne finansują swoją działalność emitując listy zastawne, podczas gdy w bankach uniwersalnych źródłem finansowania są depozyty klientów i w związku z tym nie należy obarczać ich dodatkowym ryzykiem wynikającym z nadmiernej koncentracji zaangażowania banku w segmencie kredytów hipotecznych. Możliwe są różne sposoby ograniczenia tego ryzyka. Stosunkowo liberalne

polegałoby na wprowadzeniu w banku uniwersalnym dopuszczalnego poziomu współczynnika koncentracji dla kredytów hipotecznych. Rozwiązanie bardziej restrykcyjne, stosowane w niektórych krajach, polegałoby na wprowadzeniu obowiązku stosowania wyceny bankowo-hipotecznej, w powiązaniu z wymogiem finansowania tego portfela listami zastawnymi w całości lub w bardzo wysokim procencie (co najmniej 90%). Skuteczność tego podejścia wymaga jednak konsekwentnego stosowania przyjętego rozwiązania.”

WNIOSKI

Z zamieszczonego powyżej materiału wynika, że listy zastawne zabezpieczone hipotecznie są wyjątkowo dobrym długoterminowym instrumentem finansowym. Obecny kryzys poddał ich jakość i bezpieczeństwo weryfikacji i test ten przeszły one pomyślnie, znacznie lepiej niż inne instrumenty, dowodząc w ten sposób swojej przydatności zarówno dla banków, jak i dla inwestorów.

Polskie przepisy, które liczą sobie ponad 15 lat, oparte były na bardzo dobrym wzorcu, jakim są przepisy niemieckie. Mimo to w Polsce rynek hipotecznych listów zastawnych znajduje się nadal w uśpieniu, podczas gdy w wielu krajach członkowskich, w których warunki do budowy rynku listów zastawnych zostały stworzone później niż w Polsce, instrument ten jest znacznie bardziej rozpowszechniony. To jednak oznacza, że **polski rynek ma duży potencjał wzrostu i należy dołożyć wszelkich starań, by potencjał ten wykorzystać.**

Z przeprowadzonej analizy wynika, że **warunkiem koniecznym do tego by sytuacja uległa zmianie jest dokonanie dogłębnej rewizji szeregu przepisów różnej rangi i zmodyfikowania ich w sposób zharmonizowany,** kierując się celem nadrzędnym: zapewnieniem atrakcyjności polskich listów zastawnych dla inwestorów, dzięki

- korzyściom ekonomicznym, oraz
- gwarancji bezpieczeństwa inwestowanych środków.

Dalsze prace powinny się skupić na przygotowaniu spójnych ze sobą projektów nowelizacji poszczególnych aktów prawnych, obejmujących wymienione poniżej zagadnienia:

I. Zmiany w przepisach dotyczących bezpośrednio emisji listów zastawnych

- **W pierwszym rzędzie doprecyzowania wymagają przepisy dotyczące prawa upadłościowego w kontekście tego, co się dzieje po ogłoszeniu niewypłacalności przez emitenta listów zastawnych.** W teorii bowiem 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.

- **Niemniej istotne** dla rozwoju rynku listów zastawnych, czy wręcz dla całego rynku dłużnego **jest także rozstrzygnięcie kwestii podatkowych. Istniejące obecnie niekorzystne rozwiązania podatkowe sprawiają, że emisja instrumentów dłużnych nie jest dla polskich banków opłacalna.** Problemy dotyczą zwłaszcza kwestii braku wyłączenia emitentów listów zastawnych z rygorów tzw. cienkiej kapitalizacji oraz pobierania podatku u źródła.
- Kwestia czytelnego zapewnienia bezpieczeństwa zainwestowanych środków miałyby znacząco pozytywny wpływ na rating emisji, a tym samym na popyt na te instrumenty. **Potencjalnemu wzmocnieniu ratingu mogłaby także służyć możliwość wpisywania obowiązkowej rezerwy płynnościowej NBP - w przypadku banków hipotecznych - do rejestru zabezpieczenia hipotecznych listów zastawnych.**
- **Zmiany będą konieczne również w obszarze regulacyjnym.** Obecnie obowiązujące rozwiązania regulacyjne powstawały w czasie, gdy list zastawny w Polsce był zupełną nowością. Obecnie wiadomo, że konieczne będą zmiany przepisów dotyczących wyceny nieruchomości przez banki hipoteczne (Rekomendacja F), jak i rejestru zabezpieczeń (Rekomendacja K). Problemem jest również brak możliwości wykorzystania listu zastawnego jako zabezpieczenia transakcji repo.
- **Istotną kwestią jest możliwość zaliczenia listów zastawnych do aktywów (odpowiednio pasywów) płynnych.** Obecnie uchwała KNF nr 386/2008 w sprawie ustalenia wiążących banki norm płynności pozwala na włączenie listów zastawnych do podstawowej rezerwy płynności. Pierwsza wersja Bazylei III nie uwzględniała specyfiki banku hipotecznego, co znalazło swoje odzwierciedlenie w tabeli powyżej. Na szczęście, uaktualniony tekst Bazylei III pt. „*Basel III: The Liquidity Coverage Ratio and liquidity risk monitoring tools*” ze stycznia 2013 r. rozwija opis miary LCR i obligacje zabezpieczone (ang. *covered bonds*) są tam wymienione jako składnik aktywów wysoko płynnych, jako kategoria „*Qualifying covered bonds rated AA- or higher*” w aktywach „*Level 2 assets*”, z wagą 85%. Nie ma jednak gwarancji, że propozycja dotycząca LCR jest ostateczna. Wyemitowane listy zastawne (obligacje zabezpieczone) mogą być także zaliczone do miary NSFR jako dostępne finansowanie stabilne pod warunkiem, że spełniają wymagania definicji miary NSFR. Nie wiadomo też, jakim zmianom ulegnie definicja NSFR, nad którą prace w Komitecie Bazylejskim dopiero się rozpoczynają. Należy jednak zakładać, że kraje o rozwiniętych rynkach listów zastawnych, a zwłaszcza Dania, dla której sprawa finansowania rynku hipotecznego ma krytyczne znaczenie, zadbają w Komitecie Bazylejskim, o należyte podejście regulacyjne do listów zastawnych. Z kolei zmiany dotyczące LCR i NSFR zostaną włączone do CRD IV i listy zastawne będą mogły być zaliczone jako aktywa (odpowiednio pasywa) płynne do odpowiednich miar, po spełnieniu określonych warunków.

II. Zmiany w przepisach dotyczących transferu nieruchomości z banku uniwersalnego do hipotecznego

Dodatkowym kryterium, które powinno być brane pod uwagę przy dyskusji nad zmianami w zakresie listów zastawnych, jest możliwość współpracy między bankiem uniwersalnym

i hipotecznym - tak aby bank hipoteczny emitował listy zastawne pod kredyty udzielane przez bank uniwersalny lub z jego udziałem.

- Wskazane jest, by w **przepisach znalazły się m.in. sformułowania, które umożliwią łatwiejsze przenoszenie portfeli pomiędzy bankami**. Należałoby również rozważyć zmiany innych przepisów, takich jak ustawy Prawo bankowe i ustawy o przetwarzaniu danych osobowych, w celu uregulowania kwestii tajemnicy bankowej w przypadku transferu hipotek między bankami w celu refinansowania listami zastawnymi.
- Podobnie jak w przypadku emisji listów zastawnych **niezmiernie istotne dla rozwoju rynku listów zastawnych, czy wręcz dla całego rynku dłużnego jest także rozstrzygnięcie kwestii podatkowych**. Istotna jest kwestia możliwości rozliczenia obrotu wierzytelnościami z punktu widzenia kosztów i przychodów podatkowych. Ważne jest rozstrzygnięcie m.in. sposobu traktowania rezerw na przejęte wierzytelności (w przypadku, gdy przestają być spłacane) jako kosztów uzyskania przychodów. W myśl obowiązujących przepisów jest to niemożliwe.
- **Brak przepisów dotyczących rezerw na zagrożone kredyty po sprzedaży portfela uniemożliwia 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 modelu szwajcarskim lub francuskim.
- **Problemem organizacyjnym jest też brak zasad współpracy między bankiem hipotecznym a bankiem-matką**. Model biznesowy banków zyskałby na bliższej integracji procedur obu instytucji, oczywiście bez dublowania struktur.

Utrzymywanie stanu obecnego, czyli powstrzymanie się od przeprowadzenia niezbędnych zmian, albo ograniczenie ich do pewnej, wybranej tylko grupy zagadnień, będzie miało bardzo niekorzystny wpływ na funkcjonowanie gospodarki. Jeśli problem listów zastawnych, a nawet szerzej, długoterminowego finansowania banków, nie zostanie rozwiązany, przyszłe normy płynnościowe doprowadzą do silnego i gwałtownego ograniczenia kredytowania długoterminowego w polskich bankach zarówno dla osób fizycznych (kredyty hipoteczne) jak i dla przedsiębiorstw (kredyty inwestycyjne).

Nie można przy tym zapominać, że polski rynek nie ma zbyt dużych zasobów finansowych i **polskie emisje instrumentów dłużnych**, mimo że mogą i powinny być, na przykład, idealnym produktem dla OFE, **będą musiały być adresowane przede wszystkim do inwestorów zagranicznych**. A rynek międzynarodowy stanie się wkrótce areną intensywnej walki o finansowanie długoterminowe.

Punktem wyjścia dla niniejszej analizy były ogłoszone przez Komitet Bazylejski nowe normy płynności, zwłaszcza płynności długoterminowej. Wszystkie przeprowadzone w związku z tym analizy wskazują, że **stopień niewypełnienia normy płynności długoterminowej przez największe banki europejskie jest większy niż w Polsce i na rynkach międzynarodowych polscy emitenci będą musieli konkurować ze znacznie**

silniejszymi od siebie rywalami. W takiej sytuacji, trzeba będzie wykazać się silnymi atutami, aby przyciągnąć inwestorów. Atutem Polski będzie niewątpliwie jakość kredytów zabezpieczających polskie listy zastawne, która uważana jest za dobrą.

Polski rynek listów zastawnych nie rozwinie się bez dobrych rozwiązań prawno-regulacyjnych. A jeśli nawet rozwiązania te będą właściwe, ale ich wprowadzenie potrwa zbyt długo, inni okażą się lepsi i szybsi. A wtedy, nawet właściwe zmiany, ale wprowadzone zbyt późno, mogą się okazać niewystarczające.

Oczywiście, z pozoru, kierunki niektórych zmian mogą się wydawać kontrowersyjne. Podczas kryzysu trudno jest dyskutować o korzystnych rozwiązaniach podatkowych. **Należy jednak pamiętać, że w wypadku procesu prowadzącego do emisji listów zastawnych zmiany podatkowe nie będą niosły ze sobą skutków budżetowych, ponieważ przy obecnym stanie rozwoju rynku listów zastawnych, wpływów podatkowych do budżetu z tego tytułu po prostu nie ma.** W dodatku, bez korzystnych rozwiązań podatkowych, rynek listów zastawnych nie wyjdzie z obecnego stanu uśpienia. Dlatego **szacując skutki finansowe zmian podatkowych należy koniecznie brać pod uwagę również koszt, jaki gospodarka poniesie bez tych zmian.**