

## **ROZDZIAŁ 20**

### **EMISJA LISTÓW ZASTAWNYCH W POLSCE**

#### **1. Wstęp**

Zmiana systemu gospodarczego w Polsce w latach 80-tych i 90-tych, przywracająca gospodarkę rynkową, spowodowała dokonanie reformy systemu bankowego. W wyniku uchwalenia przez Sejm 2 ustaw:

- Narodowym Banku Polskim<sup>1</sup>,
- Prawo Bankowe<sup>2</sup>,

przeszedł istniejący system monobanku socjalistycznego, a zaczął funkcjonować dwu szczeblowy system bankowy oparty o prawa gospodarki rynkowej, składający się z Banku Centralnego i banków komercyjnych.

W Polsce w wyniku owej transformacji polityczno – gospodarczej w życie zaczęły wchodzić ustawy, dzięki którym rozwój sektora bankowego nabrał dużego tempa.

#### **2. Specyfika działalności banku hipotecznego**

Bardzo ważny dla rozwoju bankowości, szczególnie bankowości hipotecznej, był akt prawny regulujący zasady funkcjonowania banków specjalistycznych finansujących przedsięwzięcia na rynku nieruchomości. Jest to ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz. U. Nr 140, poz. 940 z późn. zm.) wraz z Obwieszczeniem Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej z dnia 28 kwietnia 2003 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz. U. Nr 99, poz. 919). Ma ona na celu uzupełnienie istniejących dotychczas w Polsce sposobów finansowania rynku budowlanego. W tej sytuacji musi wystąpić konkurencja pomiędzy bankami uniwersalnymi i bankami hipotecznymi w zakresie kredytu hipotecznego, która korzystnie ma wpłynąć na rozwój tego rodzaju usług bankowych, a także na rozwój rynku nieruchomości. Oczekuje się, że powstanie banków hipotecznych powinno mimo wszystko zaowocować współpracą z bankami uniwersalnymi<sup>3</sup>.

Ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych wzoruje się na współczesnych, sprawdzonych rozwiązaniach europejskich (szczególnie na rynku niemieckim). Zgodnie z tą ustawą działalność banków hipotecznych dotyczy obszaru związanego z rynkiem nieruchomości. Jednocześnie wprowadza wiele zabezpieczeń w funkcjonowaniu banku hipotecznego, które służą jednocześnie bezpieczeństwu listów zastawnych jako podstawowych instrumentów refinansowania jego działalności.

Specjalistyczny bank hipoteczny jest nową formą działalności bankowej w Polsce. Prowadzone przez niego operacje i ryzyko są ściśle powiązane z rynkiem nieruchomości, który w Polsce jest w fazie budowy.

Pod koniec 2001 r. w Polsce istniały 3 banki hipoteczne: RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny S.A, HypoVereinsbank Bank Hipoteczny S.A i Śląski Bank Hipoteczny S.A.

---

<sup>1</sup> Dz. U. Nr 140, poz. 938 z późn. zm.

<sup>2</sup> Dz. U. Nr 140, poz. 939 z późn. zm.

<sup>3</sup> K.Kanigowski: Bank hipoteczny .... op. cit., s. 68

Pozycję lidera wśród banków hipotecznych, zarówno pod względem woluminu kredytów, jak i wielkości emisji listów zastawnych, zajął RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny S.A. Tylko dwa z nich: RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny S.A i HypoVereinsbank Bank Hipoteczny S.A zanotowały na koniec 2001 r. zyski; bardzo dynamiczny wzrost portfeli kredytowych był bezpośrednią przyczyną szybko zwiększającej się ich sumy bilansowej. Ponadto banki te (RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny S.A i HypoVereinsbank Bank Hipoteczny S.A) operują na dwóch podstawowych segmentach rynku – rynku kredytów mieszkaniowych i rynku nieruchomości.

### 3. Emisja listów zastawnych w Polsce i w krajach Unii Europejskiej

Po przeszło pięćdziesięciu latach polskiemu porządkowi prawnemu przywrócona została instytucja listów zastawnych i banków hipotecznych.

Listy zastawne są instrumentem o szczególnie niskim poziomie ryzyka inwestycyjnego, ze względu na wielostopniowe zabezpieczenia przewidziane przez ustawę o listach zastawnych i bankach hipotecznych. Wymieniane są one wśród instrumentów o najwyższym poziomie bezpieczeństwa inwestycji, porównywalnym z obligacjami Skarbu Państwa. Ich wysoki poziom bezpieczeństwa potwierdziły ratingi inwestycyjne nadane przez międzynarodowe agencje: rating A(pol) od FITCHI Ratings Ltd oraz Baa 1 przyznany przez Moody's Investor Service Ltd z Londynu.

Jednym więc z podstawowych czynników decydujących o bezpieczeństwie banków hipotecznych, od których uzależnione jest powodzenie działalności tych specjalistycznych banków, jest utrzymywanie ciągłego zaufania do jakości emitowanych przez nie listów zastawnych jako bezpiecznych długoterminowych lokat. Brak zaufania pozbawiłby specjalistyczne banki hipoteczne podstawowego źródła refinansowania jakimi są owe listy, i uniemożliwiłby ich działalność.

Pierwszym bankiem, który wyemitował w Polsce (po okresie transformacji gospodarki narodowej) hipoteczny list zastawny, był RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny S.A. Emisji nastąpiła 28 czerwca 2000 roku na kwotę 5 000 000 zł. Ustalono zmienne oprocentowanie i pięcioletni termin wykupu. Organizatorem emisji, dealerem, agentem płatniczym i depozytariuszem był BRE BANK S.A.

Natomiast pierwszym bankiem hipotecznym, który dokonał emisji listów zastawnych w formie niematerialnej 29 grudnia 2000 roku, na kwotę 3,63 mln euro, był HypoVereinsbank Bank Hipoteczny S.A. Ustalono stałe oprocentowanie emisji (5,69%) i dziesięcioletni termin wykupu. Agentem emisji był Bank Przemysłowo – Handlowy S.A. w Krakowie<sup>4</sup>.

Emitentów listów zastawnych na rynku polskim przedstawia Tabela 1.

Tabela 1

Emitenci listów zastawnych w Polsce

Emitent	Liczba emisji	Łączna wartość
RHEINHYP-BRE Bank Hipoteczny SA	8	437,4 mln PLN
HypoVereinsbank Bank Hipoteczny SA	1	3,63 mln EUR
Śląski Bank Hipoteczny SA	1	3 mln EUR

Źródło: Prospekt Emisyjny Hipotecznych Listów Zastawnych na okaziciela Serii PA2, RHEINHYP-BRE Banku Hipotecznego S.A.

<sup>4</sup> Ibidem, s. 92

Okazuje się, że polski rynek nieruchomości jest jeszcze tak płytkim, że zamierzenia banków znacznie przewyższyły realia.

Natomiast rozwój koniunktury w krajach Unii Europejskiej w zakresie listów zastawnych można określić jako korzystny. Dynamika zadłużenia z tytułu kredytów hipotecznych i listów zastawnych w poszczególnych krajach Unii Europejskiej została przedstawiona w Tabeli 2 i Tabeli 3. Jednak w poszczególnych krajach obserwujemy zróżnicowane tempo wzrostu oraz różne cele wykorzystywania kredytów hipotecznych.

Tabela 2

## Kredyty hipoteczne w Europie

Kraje	Zadłużenie z tytułu kredytów hipotecznych finansujących nieruchomości komercyjne jako % PKB	Saldo zadłużenia hipotecznego jako % PKB	Udzielone kredyty mieszkaniowe jako % PKB	Udzielone kredyty na nieruchomości komercyjne jako % PKB
Norwegia	30,72	60,08	brak danych	brak danych
Dania	22,34	55,76	13,79	11,09
Holandia	22,82	55,73	14,07	5,01
Wlk. Brytania	brak danych	54,44	9,70	brak danych
Szwecja	18,73	51,14	1,44	brak danych
Niemcy	9,89	42,21	3,30	brak danych
Belgia	3,37	22,81	5,06	0,29
Irlandia	4,07	21,45	4,66	0,00
Francja	brak danych	20,53	2,62	0,00
Portugalia	4,84	20,32	5,98	0,57
Hiszpania	8,19	19,46	4,80	2,78
Włochy	3,83	7,30	0,43	0,19

Źródło: E.Kucharska-Stasiak, Nieruchomość a rynek, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 237

Tabela 3

## Zadłużenie ogółem z tytułu listów zastawnych

Kraje	1991		1992		1993	
	waluta narodowa	mln ECU	waluta narodowa	mln ECU	waluta narodowa	mln ECU
Dania (mln DKK)	790 300	99 666	793 300	104 729	936 700	123 895
Niemcy (mln DEM)	238 674	117 254	254 254	130 013	286 000	147 772
Niemcy (mln DEM)	754 923	370 873	831 801	425 343	996 251	514 749
Hiszpania (mld ESP)	674	5 200	705	5 088	942	5 917
Francja (mln FRF)	242 100	34 818	270 300	40 538	313 300	47 581
Włochy (mld ITL)	153 730	99 669	165 757	92 735	192 256	100 773
Holandia (mln NLG)	4 934	2 151	4 303	1 959	3 386	1 564
Portugalia (mln PTE)	5 000	28	5 000	28	5 000	25
Łącznie		729 660		800 433		942 276

Źródło: Doroczny Raport Europejskiej Federacji Hipotecznej 1993-1994, Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 1995.

Jednak w Europie, jak widać z danych przedstawionych w Tabeli 3, istotna rola w finansowaniu rynku kredytu hipotecznego przypada listom zastawnym emitowanym przez specjalistyczne banki hipoteczne.

Porównując emisję listów zastawnych w krajach Unii Europejskiej i w Polsce można stwierdzić, że listy zastawne jako instrument finansowania na rynku nieruchomości w Polsce, pomimo wprowadzenia ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz. U. Nr 140, poz. 940 oraz Dz. U. Nr 99, poz. 919), służą w niewielkim stopniu do finansowania inwestycji na rynku nieruchomości.

#### 4. Uwarunkowania perspektywicznego rozwoju bankowości hipotecznej w Polsce

Polskie regulacje prawne dotyczące bankowości hipotecznej, zawarte w ustawie o listach zastawnych i bankach hipotecznych ustawowo definiują minimalne elementy listu zastawnego<sup>5</sup>, jako źródła refinansowania kredytów hipotecznych. Jednak brak jest regulacji inwestycyjnych sankcjonujących wysokie bezpieczeństwo listów zastawnych. Oczekuje się, że rozszerzenie przepisów inwestycyjnych o kategorię listów zastawnych wpłynie dość znacznie na rozbudzenie dużego zainteresowania inwestorów nowym produktem na rynku kapitałowym. Ponadto wpłynie to na rozwój specjalistycznej bankowości hipotecznej, tak szczególnie ważnej w finansowaniu na rynku nieruchomości w Polsce.

Ważnym elementem marketingu przy wprowadzaniu bankowości hipotecznej jest cena listu zastawnego wprowadzonego do obrotu. Ceny mogą być ustalane w oparciu o<sup>6</sup>:

- popyt przy założeniu, że zależność między ceną a popytem na oferowane przez bank hipoteczny listy zastawne, istnieje,
- koszty zależne od czynników wewnętrznych banku (koszty wytworzenia i zaoferowania),
- porównanie z cenami produktów konkurencyjnych.

Wydaje się, że w warunkach polskich to właśnie popyt będzie głównie czynnikiem decydującym o cenie tego produktu.

Specjalistyczna opinia na temat przyszłej zdolności, chęci i zobowiązań prawnych emitenta papierów dłużnych do pełnej i przeprowadzonej w wymaganym czasie obsługi tego długu, czyli spłaty odsetek i kapitału wierzycielom – to rating<sup>7</sup>. Najogólniej rating może być rozumiany jako ryzyko (kursowe, płynności, bankructwa emitenta). W przypadku wieloletnich papierów dłużnych ryzyko związane jest szczególnie z inflacją (wartość nominalna papierów dłużnych nie podlega waloryzacji)<sup>8</sup>. Ryzyko łączy się z niepewnością co do podejmowania decyzji inwestowania środków w określone papiery wartościowe. Znajomość rynku, orientacja poparta dokładną analizą odnośnie bieżącej i przyszłej sytuacji finansowej i majątkowej poszczególnych emitentów, w znacznym stopniu ogranicza ryzyko. Także jakość (zalety i wady) listów zastawnych ma w tym przypadku wielkie znaczenie. Listy zastawne powinny być analizowane pod kątem:

- analizy kraju,
- systemu banków hipotecznych,
- emitenta – banku hipotecznego,
- listu zastawnego.

Rating produktów bankowości hipotecznej, czyli listów zastawnych, ma zatem duże znaczenie zarówno dla tworzących się obecnie w Polsce banków hipotecznych, dla potencjalnych inwestorów. Obecnie na rynkach międzynarodowych decyzje o inwestowaniu dużych instytucji finansowych, takich jak fundusze emerytalne, zakłady ubezpieczeniowe, banki są zależne od oceny ratingowej danego waloru. Do dzisiaj w Polsce brak jest agencji ratingowych, które byłyby niezależne od rządów i instytucji finansowych, nie prowadziłyby handlu ocenianymi

<sup>5</sup> Zeszyt Hipoteczny 4, Perspektywy rozwoju polskich listów zastawnych. Marketing listów zastawnych w Niemczech, Wydawnictwo – Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2000, s. 41-42

<sup>6</sup> W. Grzegorzczak, Marketing bankowy, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1997, s. 34

<sup>7</sup> M. Jedliński, Rating prawdę ci powie, Prawo i Gospodarka, 14.06.1999, s. 8

<sup>8</sup> W. Bień, Rynek papierów wartościowych, Difin, Warszawa 1999, s. 197-199

przez siebie papierami, nie organizowałyby emisji – ich działalność opierałaby się na rachunku ekonomicznym, jednocześnie oceniając ryzyko inwestycyjne. Ocena ratingowa pozwoliłaby na porównanie ryzyka inwestycji w konkretnych i konkurencyjnych do listów zastawnych papierach wartościowych.

Integracja Polski z Unią Europejską spowoduje, że rating stanie się podstawowym elementem promocji listu zastawnego. Ustawodawca Polski projektuje nawet uzależnienie limitów inwestowania aktywów funduszy emerytalnych w poszczególne papiery wartościowe, od uzyskanej oceny ratingowej<sup>9</sup>

Analizując uwarunkowania prawne, ekonomiczne i społeczne na rynku globalnym, oraz szczególnie w krajach UE, towarzyszące rozwojowi listów zastawnych – jako instrumentu finansowania na rynku nieruchomości, należy stwierdzić, że pomimo wprowadzenia w Polsce w 1997 r. ustawy dającej prawne podstawy działalności specjalistycznych banków hipotecznych i ujednoliconego tekstu tej ustawy (Dz. U. Nr 99, poz. 919) oraz pozyskiwania długoterminowych środków finansowych, nadal istnieją bariery uniemożliwiające rozwój systemu listów zastawnych. Do najważniejszych zaliczyć należy<sup>10</sup>:

- niewystarczające przepisy regulujące inwestowanie aktywów funduszy emerytalnych oraz towarzystw ubezpieczeniowych w listy zastawne,
- zmodyfikowanie zasad naliczania rezerwy obowiązkowej (określonej w art. 38 i nast. ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim). Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego podjęła starania, aby listy zastawne o terminie wykupu nie krótszym niż dwa lata zwolnione były z naliczania rezerwy obowiązkowej utrzymywanej w banku centralnym. Powszechnie praktyka ta, w celu utrzymania wysokiej oceny bezpieczeństwa listów zastawnych, stosowana jest w krajach Unii Europejskiej. Naliczanie i odprowadzanie rezerwy obowiązkowej zwiększa koszty administracyjne banku zwiększając koszt listu zastawnego. Brak oprocentowania rezerwy stanowi również dodatkową stratę dla banku, która jest wliczana w koszty przenoszone na klienta. Ponadto pogarszają się warunki konkurowania listów zastawnych, które nie podlegają gwarancjom państwowym, z obligacjami skarbowymi,
- przyznanie zdolności lombardowej listom zastawnym, co znacznie uatrakcyjniłoby nabywanie tych papierów wartościowych przez banki,
- przywrócenie przepisu, że przy sprzedaży egzekucyjnej z nieruchomości – przed przekazaniem uzyskanej ceny do masy upadłości – należałoby zaspokoić przywileje egzekucyjne, w tym hipoteki. Wtedy hipoteka, zabezpieczająca kredyt hipoteczny, w przypadku ogłoszenia upadłości dłużnika będzie skutecznie wyegzekwowana. Brak skutecznego wyegzekwowania hipoteki podnosi ryzyko instytucji finansowych kredytujących hipotecznie, ograniczając dostęp do środków kredytowych i podwyższając ich cenę,
  - zgodnie z prawem polskim utracona została szczególna ochrona uprzywilejowanego zaspokojenia wierzycieli rzeczowych z masy upadłości.

Sprzyjająca atmosfera otaczająca polski rynek nieruchomości pozwoliła w ostatnim dziesięcioleciu na przeniesienie do Polski i zaadoptowanie wielu rozwiązań instytucjonalnych, systemowych i funkcjonalnych stosowanych z sukcesem na rynkach krajów wysokorozwiniętych, odnośnie listów zastawnych. Jednocześnie dała nową możliwość pozyskiwania kapitału długoterminowego z rynku, przy czym środki pozyskane ze sprzedaży tego waloru prawie w całości mają być przeznaczane na inwestycje o charakterze długoterminowym.

<sup>9</sup> Zeszyt Hipoteczny 4, Perspektywy rozwoju polskich listów zastawnych. Marketing listów zastawnych w Niemczech, Wydawnictwo – Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2000, s. 47

<sup>10</sup> Zeszyt Hipoteczny 4, Perspektywy rozwoju polskich listów zastawnych. Marketing listów zastawnych w Niemczech, Wydawnictwo – Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2000, s. 48-50

Dzięki papierom wartościowym – listom zastawnym, możliwym staje się uwolnienie „zamrożonego” kapitału w kredytach hipotecznych, zwiększając tym samym fundusze własne banku.

Można prognozować, że sekurytyzacja – czyli utworzenie puli aktywów przynoszących dochody, które stanowią zabezpieczenie i źródło finansowania dla emisji papierów wartościowych, stanie się jednym z najważniejszych trendów w bankowości hipotecznej. Konieczne bowiem jest zastąpienie trudno zbywalnych aktywów (nieruchomości) łatwo zbywalnymi i bezpiecznymi papierami wartościowymi (listami zastawnymi).

Do budowy wolnego rynku nieruchomości w Polsce wykorzystano również dorobek okresu międzywojennego. Udział doświadczeń zachodnich dla budowy rynku nieruchomości w Polsce przedstawiono na Rys. 1.

Wprowadzona w dniu 29 sierpnia 1997 r. ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych stworzyła możliwość funkcjonowania na polskim rynku nowych specjalistycznych instytucji – banków hipotecznych, refinansujących swą działalność emisją długoterminowych papierów wartościowych – listów zastawnych.

UE

III R.P.

Regulacje prawne	50%	7%	43%	Regulacje prawne
Instytucje rynkowe	38%	22%	40%	Instytucje rynkowe
Techniki i formy obrotu	20%			Techniki i formy obrotu

USA

doświadczenia krajów wysokorozwiniętych

dorobek własny Polski

Rysunek 1. Udział doświadczeń zachodnich dla budowy rynku nieruchomości w Polsce  
Źródło: Bariery rozwoju rynku nieruchomości, red. E. Kucharska-Stasiak, Wyd. Uniw. Łódzki, Łódź 2001, s. 23

Upowszechnia się pogląd, że rozwój bankowości hipotecznej spowoduje przełom w systemie finansowania nieruchomości. Stworzy to nowe możliwości kredytowe, ułatwi dostęp do kredytów hipotecznych. Wydaje się, że bankowość hipoteczna zdominuje rynek kredytu hipotecznego.

Działalność banków hipotecznych stworzy dodatkową konkurencję na rynku bankowym. Ich działalność nie będzie jednak czynnikiem wpływającym w decydujący sposób na dostępność kredytu hipotecznego.

## 5. Podsumowanie

Hipoteczne listy zastawne należy bowiem widzieć raczej jako bezpieczną, długoterminową lokatę kapitałową, niż jako ułatwienie w dostępie do kredytów, spowodowane pozyskaniem na nie dodatkowych środków.

Ponieważ jednak polski rynek hipoteczny dość długo może być jeszcze rynkiem płytkim, uważa się że w najbliższej przyszłości nie wystąpią w Polsce duże emisje listów zastawnych i nie odegrają one znaczącej roli w finansowaniu działalności hipotecznej<sup>11</sup>.

Z powodu istnienia zwiększającego się popytu na długoterminowe bezpieczne papiery wartościowe w Polsce prognozuje się jednak rozwój bankowości hipotecznej i zarazem listu

<sup>11</sup> E.Kucharska-Stasiak, Nieruchomość a rynek, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 250

zastawnego, który mimo licznych przeszkód powinien zdominować polski rynek, jako instrument refinansowania kredytów hipotecznych.

Pomimo szeregu barier i ograniczeń systemowych towarzyszących rozwojowi bankowości hipotecznej (pierwsze zezwolenie na utworzenie banku hipotecznego wydane 12 marca 1999 r. dla RHEINHYP-BRE), po prawie 5 latach działalności banki hipoteczne potwierdziły już swoją pozycję i znaczenie dla rynku nieruchomości, a także przywróciły do istnienia listy zastawne. Stanowiąc to może dość istotny impuls dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego.