

Mirosław SOŁTYSIAK¹

RYNEK LISTÓW ZASTAWNYCH W POLCE I W PAŃSTWACH UNII EUROPEJSKIEJ

Papiery wartościowe będące dokumentami zawierającymi określone prawa majątkowe zaliczane są do podstawowych instrumentów rynków finansowych. Przez wieki prawa z nich wynikające ich posiadacze mogli realizować jedynie w wypadku gdy dysponowali tymi dokumentami w postaci materialnej. Dopiero w XX w. instrumenty te w obrocie gospodarczym pojawiły się w postaci zdematerializowanej.

Nowożytna historia papierów wartościowych ma kilkaset lat, jednak ich pierwowzorów należy poszukiwać znacznie wcześniej – jeszcze przed naszą erą w starożytnym Rzymie. W czasach nowożytnych jako pierwsze do obrotu gospodarczego zostały wprowadzone papiery ułatwiające zapłatę i przekazywanie pieniędzy na odległość (weksle i czek). Ojczyzną tych papierów wartościowych były Włochy. Kolejnymi papierami, które pojawiły się w Anglii i Holandii, były akcje, ich emisja pozwalała na pozyskiwanie kapitałów niezbędnych do prowadzenia działalności gospodarczej. Po nich na rynkach finansowych zaczęto stosować papiery dłużne, do których zalicza się listy zastawne i obligacje. Pierwowzór listów zastawnych pojawił się w XVII w. na Śląsku.

W artykule zaprezentowano zagadnienia związane z funkcjonowaniem na rynkach finansowych listów zastawnych. Wraz z końcem XX w. w państwach europejskich nastąpił wzrost zainteresowania emisją tego rodzaju papierów wartościowych. W większości państw europejskich na przełomie XX i XXI w. wprowadzono nowe przepisy prawa dotyczące emisji i obrotu listów zastawnych (*covered bonds*).

W pierwszej części artykułu przedstawiono historię listów zastawnych i banków hipotecznych na ziemiach polskich. Następnie omówiono występujące na europejskim rynku podstawowe modele emisji *covered bonds*. W dalszej części zamieszczono charakterystykę europejskiego rynku *covered bonds* oraz polskiego rynku listów zastawnych.

Słowa kluczowe: papiery wartościowe, papiery dłużne, listy zastawne, UE.

1. WPROWADZENIE

Listy zastawne zaliczane są do grupy papierów wartościowych dłużnych. Ich emisja wykorzystywana jest do zgromadzenia niezbędnych środków pieniężnych do prowadzenia działalności kredytowej zazwyczaj przez banki hipoteczne, banki uniwersalne lub wyspecjalizowane instytucje finansujące². Te papiery wartościowe określane są jako najbezpieczniejszy instrument pożyczkowy. Ich ponad dwuwiekowa historia pokazała, że wypadki odmowy zapłaty za nie występowały niezwykle rzadko. Wynikało to przede

¹ Dr inż. Mirosław Sołtysiak, Zakład Finansów i Bankowości, Wydział Zarządzania, Politechnika Rzeszowska, Al. Powstańców Warszawy 8, 35-959 Rzeszów, tel. 17 865 19 15, e-mail: miroslaw@prz.edu.pl

² W państwach europejskich emitentami listów zastawnych (*covered bonds*) mogą być różne instytucje w zależności od przyjętego modelu emisji.

wszystkim z przyjętej formy zabezpieczenia, która w niewielkim stopniu jest wrażliwa na zmiany rynkowe i kryzysy gospodarcze³.

Aktualnie w Polsce na podstawie ustawy z 1997 r.⁴ wyłącznymi emitentami listów zastawnych są banki hipoteczne, które mogą emitować dwa rodzaje listów zastawnych: hipoteczne i publiczne⁵. Różnica między nimi wynika przede wszystkim z rodzaju zabezpieczenia ich emisji.

2. HISTORIA LISTÓW ZASTAWNYCH I BANKÓW HIPOTECZNYCH

Pierwowzorem dla listów zastawnych miały być emitowane w XVII w. w Księstwie Świdnickim po wojnie trzydziestoletniej „listy skórzane”⁶. Listy skórzane były zabezpieczone hipoteką konkretnej nieruchomości, a ich wartość nie mogła być wyższa niż połowa wartości szacunkowej zastawionych dóbr⁷. Były one wykorzystywane w obrocie gospodarczym obok pieniądza kruszcowego, którego w tym okresie odczuwano dotkliwy brak na tych terenach⁸.

Za pierwszą instytucję emitującą listy zastawne uważane jest Schlesische Landschaft, założone w 1770 r.⁹ przez pruskiego kanclerza i ministra sprawiedliwości Johanna von Carmera na podstawie orędzia Fryderyka Wielkiego z 29 sierpnia 1769 r. we Wrocławiu¹⁰. Składało się ono z 7 towarzystw posiadających własną osobowość prawną prowadzących działalność w księstwach śląskich. Podstawowym celem utworzenia tej instytucji była pomoc w odbudowie rolnictwa (majątków ziemskich) na Śląsku po wojnie siedmioletniej.

³ Twórcy opracowanego dla Komisji Nadzoru Finansowego *Raportu z prac Grupy ds. emisji listów zastawnych przez banki* na stronie 15 zamieścili stwierdzenie „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”.

⁴ Ustawa z 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych.

⁵ W państwach europejskich emitowanych jest pięć rodzajów papierów wartościowych zaliczanych do *covered bonds*.

⁶ Ich nazwa związana była z tym, że były pisane na specjalnie przygotowanej skórce. W literaturze przedmiotu można spotkać różnice zdań dotyczące tego, na jakim materiale były one sporządzane (pergamin lub specjalnie przygotowana skóra, której jednak nie można określić mianem pergaminu).

⁷ „Rozmaitości” 1825/35, s. 274.

⁸ Listy skórzane uważane są w części literatury przedmiotu za rodzaj pieniądza, a nie za papiery wartościowe. Może wynikać to z faktu, że ich posiadacz nie otrzymywał z tytułu ich posiadania dodatkowych korzyści oraz mógł za ich pomocą dokonywać płatności za realizowane transakcje handlowe. Ponadto ze względu na wysokie ich zabezpieczenie występowało niewielkie ryzyko straty (odmowy wykupu).

⁹ Regulamin Śląskiego Towarzystwa Kredytowego został opracowany 15 lipca 1770 r.

¹⁰ W polskiej literaturze można spotkać różne nazwy tej instytucji: Ziemstwo Śląskie, Śląskie Ziemstwo Kredytowe lub Śląskie Towarzystwo Kredytowe Ziemskie. Za pomysłodawcę stworzenia takiej instytucji uważany jest berliński kupiec Wolfgang Buhning. Przedstawił on w 1767 r. projekt stworzenia specjalnego banku udzielającego kredytów długoterminowych zabezpieczonych dobrami ziemskimi – „dobra rycerskimi”. Nie uzyskał on jednak zgody Fryderyka Wielkiego na realizację swojego zamierzenia.

Członkami Towarzystwa byli ziemianie¹¹. Emitowało ono majątkowe listy zastawne¹² zabezpieczone hipoteką konkretnego majątku ziemskiego. Jego właściciel, zbywając przekazane mu majątkowe listy zastawne, uzyskiwał środki finansowe. A do jego obowiązków należało przekazanie Towarzystwu określonych kwot, z których regulowało ono roszczenia posiadaczy majątkowych listów zastawnych. Pierwotnie oprocentowanie majątkowych listów zastawnych wynosiło 5%, od 1774 r. 4% i 2/3%, a od 1788 r. 4%. Działalność Towarzystwa wyszła na przeciw oczekiwaniom ówczesnego ziemiaństwa – już w pierwszym roku działalności wyemitowano listy zastawne na kwotę 4 400 000 talarów, a w ciągu trzech następnych lat kwota ta została podwojona¹³. W 1782 r. na Śląsku w obrocie znajdowały się listy zastawne na kwotę 2 688 890 talarów, a w 1806 – 24 000 000 talarów¹⁴.

Sukces Śląskiego Towarzystwa Kredytowego Ziemskiego był impulsem do powstania na jego wzór instytucji kredytowych w innych częściach Prus – w 1777 r. powstało Towarzystwo Marchii Brandenburskiej, w 1781 r. Towarzystwo Pomorskie, w 1787 r. Towarzystwo Zachodniopruskie, a w 1788 r. Towarzystwo Wschodniopruskie.

W 1821 r. ziemianie z wielkopolski utworzyli Ziemstwo Poznańskie, którego członkiem mógł zostać właściciel dóbr „rycerskich” o wartości nie niższej niż 5 tysięcy talarów. Król Prus Fryderyk Wielki udzielił mu nieoprocentowanej bezterminowej pożyczki. On też mianował wybieranego przez walne zgromadzenie na 6 lat dyrektora generalnego oraz zatwierdzał uchwały walnego zgromadzenia. Ziemstwo Poznańskie zostało zlikwidowane 1878 roku. Oprocentowanie emitowanych przez Ziemstwo Poznańskie listów zastawnych wynosiło w 1821 r. 4%, a od 1842 – 3,5%.

W Królestwie Polskim w 1825 r. z inicjatywy księcia Ksawerego Druckiego-Lubeckiego zostało powołane Towarzystwo Kredytowe Ziemskie. Członkiem Towarzystwa mógł zostać każdy, kto płacił podatek gruntowy w wysokości co najmniej 100 złotych. Również działalność tego Towarzystwa wyszła naprzeciw oczekiwaniom rynku, czego potwierdzeniem może być wzrost poziomu udzielonych pożyczek z kilku milionów rubli w 1826 r. do 200 milionów rubli w 1915 r. Towarzystwo to zostało rozwiązane dopiero po II wojnie światowej w 1948 r.

Najpóźniej na ziemiach polskich powstała instytucja emitująca listy zastawne na terenie zaboru austriackiego. Wynikało to przede wszystkim z sytuacji politycznej i niechęci władz zaborczych do utworzenia takiej instytucji. Pierwsze inicjatywy w tym zakresie pojawiły się już 1822 r., jednak Galicyjskie Towarzystwo Kredytowe Ziemskie powstało dopiero na mocy patentu cesarza Fryderyka I z 3 listopada 1841 r. Pierwotnie członkami towarzystwa mogli być wyłącznie ziemianie, od 1843 r. również duchowieństwo, gminy, fundacje i zakłady, a od 1848 r. – włościanie.

¹¹ Od 1849 r. pożyczki pod zastaw ziemi mogli zaciągać również włościanie posiadający małe gospodarstwa rolne. Dla przykładu w wypadku jednomorgowego gospodarstwa udzielano pożyczki w wysokości 20 talarów.

¹² Śląskie Towarzystwo Kredytowe emitowało dwa rodzaje listów zastawnych (pfandbriefów): „listy realizacyjne” emitowane na niskie kwoty 20–200 talarów i płatne za okazaniem oraz „listy kapitalne” emitowane na większe kwoty płatne sześć miesięcy po przedstawieniu do wykupu.

¹³ A. Pietrasik, *Historia i współczesność długoterminowego kredytu hipotecznego w Polsce*, Warszawa 2001, s.48–49.

¹⁴ „Rozmaitości” 1825/37, s. 291.

W XIX w. obok Towarzystw Ziemskich pojawiły się pierwsze banki hipoteczne zajmujące się emisją listów zastawnych. W literaturze przedmiotu podawanych jest kilka banków określanych mianem pierwszych banków hipotecznych. Zaliczane są do nich banki niemieckie: Bayerische Hypotheken und Wechselbank¹⁵ (utworzony w 1835 r. w Monachium) oraz Frankfurter Hypothekenbank¹⁶ (założony w grudniu 1862 r. we Frankfurcie) oraz banki francuskie: Credit Foncier de France¹⁷ (powołany w lutym 1852 r.)¹⁸. Na ziemiach polski pierwszy bank hipoteczny powstał na terenie Galicji. Był to założony we Lwowie w 1867 r. C.K. Uprzywilejowany Galicyjski Akcyjny Bank Hipoteczny¹⁹. W okresie II Rzeczypospolitej banki hipoteczne²⁰ w pierwszym okresie funkcjonowały na podstawie przepisów państw zaborczych. Następnie na podstawie Rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej z 17 marca 1928 r. o prawie bankowem²¹. Aktualnie banki hipoteczne w Polsce działają na podstawie uchwalonej 29 sierpnia 1997 r. ustawie o listach zastawnych i bankach hipotecznych. Pierwszymi bankami hipotecznymi po wejściu w życie tej ustawy były powstałe w 1999 r. HypoVereinsbank Bank Hipoteczny²² oraz Rheinhyp-BRE Bank Hipoteczny²³. W 2001 r. powstał trzeci bank hipoteczny – Śląski Bank Hipoteczny²⁴, a w 2003 r. rozpoczął działalność czwarty bank hipoteczny – Nykredit Bank Hipoteczny²⁵.

¹⁵ Zob. K. Milewska, *Hipoteka i listy zastawne*, „Rzeczpospolita” 1998/150.

¹⁶ Frankfurter Hypothekenbank był pierwszym wyłącznie hipotecznym bankiem.

¹⁷ Bardzo duży wpływ na jego utworzenie miał polski emigrant Ludwik Wołowski, który opracował memoriał na temat powołania takiej instytucji. Memoriał ten był przedstawiony francuskiej Akademii Nauk Moralnych i Politycznych.

¹⁸ Bratkowski twierdzi, że pierwszy akcyjny bank hipoteczny został założony we Francji w 1824 r. Nie podaje jednak jego nazwy. Szerzej zob. S. Bratkowski, *Hipoteka, papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu, banki hipoteczne i towarzystwa kredytu hipotecznego*, [bm.] 2005, s. 27.

¹⁹ Cesarsko-Królewski Uprzywilejowany Galicyjski Akcyjny Bank Hipoteczny we Lwowie w 1918 r. zmienił nazwę na Akcyjny Bank Hipoteczny S.A. we Lwowie. Bank funkcjonował do października 1939 r. W 1945 r. w Krakowie (przed II wojną światową miał tam oddział) podjęto próbę jego reaktywacji. Jednak 31 stycznia 1949 roku minister skarbu podjął decyzję o jego likwidacji.

²⁰ Bank hipoteczny prowadził działalność na podstawie koncesji wydanej przez ministra skarbu. Jego kapitał zakładowy wynosił co najmniej 5 milionów złotych. A jego działalność poddana była nadzorowi komisarza rządowego.

²¹ Rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej z 17 marca 1928 r. o prawie bankowem. DzU 1928 nr 34, poz. 321. Bankom hipotecznym w tym Rozporządzeniu poświęcone były głównie przepisy III rozdziału.

²² HypoVereinsbank Bank Hipoteczny powstał 1 grudnia 1999 r. z przekształcenia w bank hipoteczny uniwersalnego banku HYPO – BANK POLSKA. Od 31 lipca 2008 r. prowadzi działalność pod nazwą Pekao Bank Hipoteczny.

²³ Rheinhyp-BRE Bank Hipoteczny powstał 12 marca 1999 r. – był pierwszym bankiem hipotecznym w Polsce. Aktualnie prowadzi działalność jako BRE Bank Hipoteczny. Zob. <http://raportroczny2011.brebank.pl/download/raport/krotka-historia-bre-banku.pdf>.

²⁴ Śląski Bank Hipoteczny działał w następnych latach pod nazwą ING Bank Hipoteczny SA. Ostatecznie przestał istnieć 31 października 2011 r., kiedy został wchłonięty przez ING Bank Śląski S.A.

²⁵ Nykredit Bank Hipoteczny rozpoczął działalność operacyjną 19 września 2003 r., a zakończył ją 2008. Właścicielem tego banku hipotecznego była duńska instytucja finansowa Nykredit, której początki działalności sięgają roku 1851.

3. PRAWNE UREGULOWANIA EMISJI LISTÓW ZASTAWNYCH ORAZ DZIAŁALNOŚCI BANKÓW HIPOTECZNYCH

Najwcześniejsze uregulowanie prawne emisji listów zastawnych w Europie nastąpiło w Danii w roku 1851²⁶. Kolejnymi państwami, które uchwaliły przepisy dotyczące listów zastawnych, były Niemcy²⁷ (1900) oraz Szwajcaria (1931).

W 1931 r. w Szwajcarii utworzono dwie instytucje centralne wyposażone w monopol emisji listów zastawnych. Jedną z nich była centralą emisyjną dla banków kantonalnych, druga – dla prywatnych banków hipotecznych²⁸.

Większość państw europejskich wprowadziło aktualnie obowiązujące przepisy dotyczące listów zastawnych pod koniec XX w. (Czechy – 1995 rok, Słowacja – 1996, Luksemburg, Węgry – 1997, Łotwa, Polska – 1998, Francja – 1999, Bułgaria, Finlandia – 2000) lub na początku XXI (Irlandia – 2002 rok, Litwa – 2003, Szwecja – 2004, Austria, Włochy – 2005, Norwegia, Portugalia, Rumunia, Słowenia – 2006, Grecja – 2007, Holandia, Islandia, Wielka Brytania – 2008, Cypr – 2010, Belgia – 2012).

W Polsce podstawą regulującą zagadnienia emisji listów zastawnych jest ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych z 29 sierpnia 1997 r.²⁹.

3.1. Emitenci listów zastawnych

Aktualnie w państwach europejskich można wyróżnić pięć podstawowych modeli emisji listów zastawnych³⁰. W zależności od przyjętego modelu emitentem może być:

- wyspecjalizowana instytucja finansująca³¹;
- wyspecjalizowany bank (wyspecjalizowana instytucja kredytowa)³²;
- bank uniwersalny (uniwersalna instytucja kredytowa):
 - z warunkową licencją na listy zastawne,
 - bez warunkowej licencji;
- spółka celowa;
- podmiot współpracujący z wieloma kredytodawcami³³.

²⁶ *Raport z prac Grupy ds. emisji listów zastawnych przez banki*, Komisja Nadzoru Finansowego 2013, s. 8.

²⁷ Niemiecka ustawa o bankach hipotecznych została uchwalona 13 lipca 1899 r. Natomiast weszła w życie 1 stycznia 1900 r. Ustawa była oparta na przepisach pruskich oraz przepisach zawartych w ustawach austriackich, węgierskich, angielskich, francuskich, włoskich. Ustawa ta stanowiła podstawę dla uchwalonej 21 grudnia 1927 r. w Niemczech ustawy o listach zastawnych i pokrewnych papierach dłużnych publicznoprawnych instytucji kredytowych.

²⁸ A. Janiak, J. Mojak, *Banki hipoteczne i listy zastawne w świetle prawa polskiego*, WSZiA w Zamościu, Zamość 2004, s. 19.

²⁹ Prace nad przywróceniem do obrotu w Polsce listów zastawnych zakończone uchwaleniem ustawy zostały rozpoczęte z inicjatywy Ministerstwa Finansów w 1995 r. w momencie, kiedy większość państw europejskich rozpoczęła prace legislacyjne nad wprowadzeniem nowych przepisów prawnych dotyczących emisji papierów wartościowych o charakterze zbliżonym do polskich listów zastawnych określanym angielską nazwą *covered bonds*.

³⁰ Szerzej zob. O.M. Stocker, *Modele covered bonds w Europie: najistotniejsze element stosowanych struktur prawnych*, „Finansowanie nieruchomości” marzec 2012.

³¹ Cechą charakterystyczną tej instytucji jest posiadanie w bilansie wyłącznie aktywów będących zabezpieczeniem emisji listów zastawnych oraz listów zastawnych.

³² Cechą charakterystyczną tego modelu jest fakt, że wyspecjalizowany bank pełni równocześnie funkcję emitenta listów zastawnych oraz podmiotu odpowiedzialnego za obsługę emisji.

Model emisji listów zastawnych przez wyspecjalizowaną instytucję finansującą wykorzystywany jest we: Francji, Irlandii oraz Norwegii. Wyspecjalizowany bank jest emitentem listów zastawnych w: Danii, Luksemburgu, Polsce³⁴ oraz na Węgrzech³⁵. Najwięcej państw europejskich wykorzystuje do emisji listów zastawnych banki uniwersalne. W dziesięciu państwach emisję przeprowadza bank uniwersalny mający warunkową licencję na listy zastawne (Austria, Cypr, Finlandia, Niemcy, Grecja, Islandia, Łotwa, Rosja, Słowenia, Szwecja), a w siedmiu państwach – bank uniwersalny bez warunkowej licencji (Bułgaria, Czechy, Litwa, Portugalia, Rumunia, Hiszpania, Słowacja). Z kolei emisja przy wykorzystaniu spółki celowej (w celu uzyskania odrębności masy upadłościowej) realizowana jest: Włoszech, Holandii oraz Wielkiej Brytanii³⁶. Natomiast model emisji oparty na współpracy z wieloma kredytodawcami może być stosowany w Austrii, Danii, Francji, Hiszpanii, Niemczech, Szwajcarii oraz na Węgrzech³⁷.

4. RYNEK LISTÓW ZASTAWNYCH

Europejski rynek *covered bonds*³⁸ w ostatnich latach ma tendencję wzrostową. Jego wartość w 2011 r. wynosiła 2,622 biliona euro, a w 2012 wzrosła do 2,714 biliona euro. Dla porównania wartość rynku amerykańskiego miała tendencję spadkową i wynosiła w 2011 r. 9,54 miliarda euro, a w 2012 – 6 miliardów euro. Z kolei wartość rynku kanadyjskiego, podobnie jak rynku europejskiego, miała tendencję wzrostową i wynosiła odpowiednio w 2011 r. 38,61 miliarda euro, a w 2012 – 49,12 miliarda euro³⁹.

Dominującą rolę na europejskim rynku listów zastawnych w latach 2011–2012 miało pięć państw, które w sumie dysponowały ponad 70% udziału w strukturze rynku⁴⁰. Największy udział mają Niemcy, a kolejne miejsca zajmują Hiszpania, Dania, Francja i Szwecja.

³³ Cech charakterystyczną tego modelu jest to, że emitentem listów zastawnych jest inny podmiot prawny niż kredytobiorca. Zazwyczaj emitentem jest instytucja kredytowa, która w zakresie emisji listów zastawnych współpracuje z wieloma kredytodawcami (bankami). Banki współpracujące z emitentem są odpowiedzialne za obsługę emisji.

³⁴ Obecnie w Polsce zgodnie z ustawą z 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych emitentem hipotecznych i publicznych listów zastawnych może być wyłącznie bank hipoteczny działający w formie spółki akcyjnej. W okresie II Rzeczypospolitej emitentami listów zastawnych w Polsce obok banków hipotecznych były również towarzystwa kredytowe ziemskie i miejskie.

³⁵ Taki model emisji listów zastawnych obowiązywał też w Niemczech do 2005 r.

³⁶ *Raport z prac Grupy ds. emisji listów zastawnych...*, s. 9.

³⁷ O.M. Stocker, *op. cit.*, s. 45.

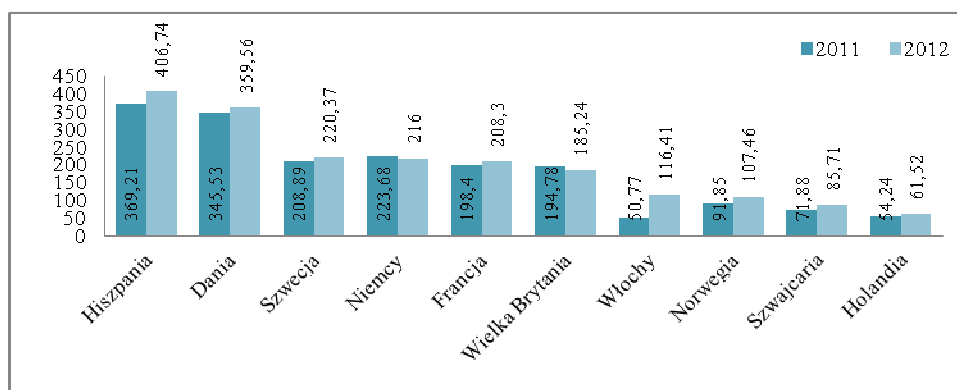
³⁸ *Covered bond* (obligacja zabezpieczona) – jest to angielska nazwa papierów wartościowych emitowanych poszczególnych państwach europejskich o charakterze zbliżonym do polskich listów zastawnych. W części artykułu dotyczącej rynku europejskiego zamiast nazwy listy zastawne będzie używana nazwa *covered bonds*.

³⁹ Uwzględniając również fakt, że wartości rynku australijskiego wynosiła w 2011 r. 2,142 miliarda euro a w 2012 wzrosła aż do poziomu 34,9 miliarda euro. Z kolei wartość rynku nowozelandzkiego w 2010 r. wynosiła 1,247 miliarda euro, w 2011 – 3,656 miliarda euro, a w 2012 – 6,741 miliarda euro, można stwierdzić, że ten rodzaj papierów wartościowych, chociaż cieszy się największym zainteresowaniem na kontynencie europejskim, to w ostatnim okresie zdobywa coraz mocniejszą pozycję na rynkach pozaeuropejskich.

⁴⁰ W 2011 r. udział ten wynosił 73,02%, a w 2012 – 70,49%.

Polska w strukturze europejskiego rynku *covered bonds* zajmuje odległe 23. miejsce, a jej udział w strukturze rynku wynosił w 2012 r. tylko 0,03% (tab. 1).

Rys. 1. Wartości wyemitowanych hipotecznych *covered bonds* w miliardach euro na europejskim rynku w latach 2011–2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ECBC

Tab. 1. Wartość *covered bond* w poszczególnych państwach Europejskich w miliardach euro oraz ich procentowy udział w europejskim rynku *covered bond*

		Niemcy	Hiszpania	Francja	Dania	Szwecja	Wielka Brytania
2011	Wartość	585,99	401,86	366	351,53	208,89	198,44
	Udział (%)	22,35	15,33	13,96	13,41	7,97	7,57
2012	Wartość	524,88	440,35	361,89	365,89	220,37	188,99
	Udział (%)	19,34	16,22	13,33	13,48	8,12	6,96
		Norwegia	Szwajcaria	Włochy	Irlandia	Holandia	Austria
2011	Wartość	95,61	71,88	63,77	61,77	54,24	39,77
	Udział (%)	3,65	2,74	2,43	2,36	2,07	1,52
2012	Wartość	110,2	85,71	126,71	52,65	61,52	42,84
	Udział (%)	4,06	3,16	4,67	1,94	2,27	1,58
		Portugalia	Luksemburg	Grecja	Finlandia	Czechy	Cypr
2011	Wartość	33,68	26,7	19,75	18,758	8,55	5,2
	Udział (%)	1,28	1,02	0,75	0,72	0,33	0,20
2012	Wartość	35,87	24,86	18,05	26,68	9,06	4,55
	Udział (%)	1,32	0,92	0,66	0,98	0,33	0,17
		Węgry	Słowacja	Belgia	Islandia	Polska	Litwa

2011	Wartość	5,18	3,77	0	0	0,64	0,04
	Udział (%)	0,20	0,14	0	0	0,02	0,00
2012	Wartość	4,96	3,84	2,59	0,89	0,77	0
	Udział (%)	0,18	0,141	0,0954	0,033	0,03	0

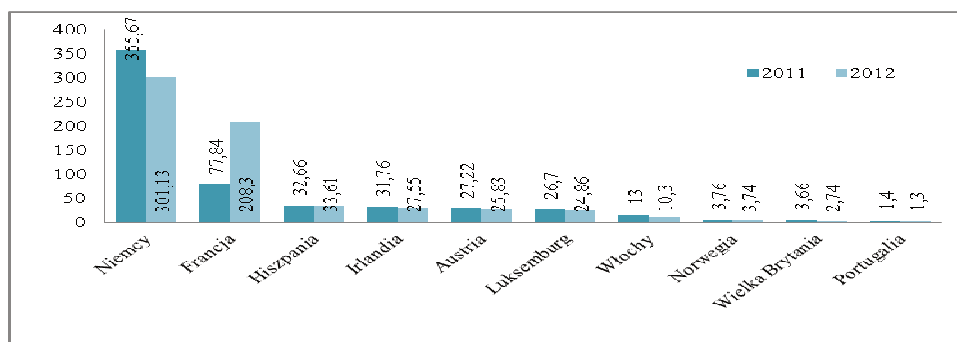
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ECBC.

Na europejskim rynku *covered bonds* emitowane są cztery⁴¹ rodzaje papierów wartościowych. Największy udział w rynku mają hipoteczne *covered bonds*. Miały one udział w europejskim rynku w 2011 r. wynoszący 77,2%, a w 2012 – 76,8%.

Dominującą rolę w rynku hipotecznych *covered bonds* miało sześć państw, których udział w 2011 r. wynosił 77,2%, a w 2012 – 80,78% (rys. 1). Największy udział w strukturze portfela miała Hiszpania. Jej udział w strukturze w 2011 r. wynosił 18,97%, a 2012 – 19,22%. Kolejne miejsca zajmowały Dania (odpowiednio: 17,75%, 17%), Szwecja (10,73%, 10,41%), Niemcy (11,49%, 10,21%), Francja (10,19%, 9,84%) i Wielka Brytania (10%, 8,76%).

W segmencie publicznych *covered bonds* największy udział miały Niemcy (rys. 2). Emitowane w tym kraju papiery wartościowe stanowiły odpowiednio w 2011 r. 61,99%, a w 2012 – 47,09% europejskich publicznych *covered bonds*. Kolejne miejsca zajmowały Francja (odpowiednio: 13,56%, 32,57%), Hiszpania (5,69%, 5,25%), Irlandia (5,53%, 4,3%), Austria (4,74%, 4,04%)⁴².

Rys. 2. Wartości wyemitowanych publicznych *covered bonds* w miliardach euro na europejskim rynku w latach 2011–2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ECBC

Dwa pozostałe rodzaje papierów wartościowych zaliczane do europejskiego rynku *covered bonds* (*ships* i *mixed assets*) miały niewielki udział w rynku. *Ships* emitowane w

⁴¹ Od 2012 r. w sprawozdaniach ECBC jest wyróżniony piąty rodzaj *covered bonds* określany jako *others*. Listy zastawne zaliczane do tego rodzaju były emitowane wyłącznie w Niemczech.

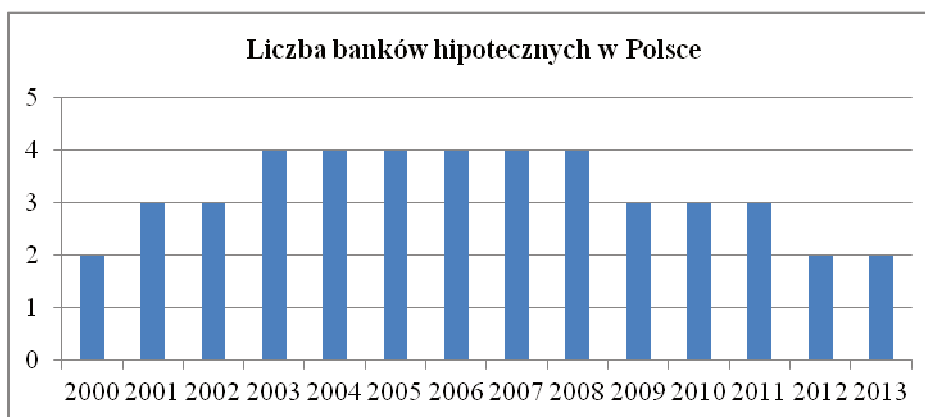
⁴² Żaden z polskich banków hipotecznych w latach 2011–2012 nie emitował publicznych listów zastawnych. Wartość wyemitowanych w latach wcześniejszych publicznych listów zastawnych dawały Polsce w 2012 r. udział w europejskim segmencie publicznych *covered bonds* w wysokości 0,021%.

Danii i Niemczech miały udział w rynku w 2011 r. w wysokości 0,47%, a w 2012 – 0,48%. Natomiast *mixed assets* emitowane we Francji miały w 2011 r. udział w rynku w wysokości 3,35%, a 2012 – 2,9%. Z kolei emitowane od 2012 r. w Niemczech *covered bonds* zaliczane do piątego rodzaju tych papierów *others* posiadały udział w rynku w wysokości 0,018%.

4.1. Polski rynek listów zastawnych

Aktualnie funkcjonujący w Polsce rynek listów zastawnych swoją historię rozpoczyna w 2000 r., kiedy zostały przeprowadzone przez Rheinhyp-BRE Bank Hipoteczny⁴³ oraz HypoVereinsbank Bank Hipoteczny⁴⁴ pierwsze emisje listów zgodnie z ustawą z 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych emitentem hipotecznych i publicznych listów zastawnych. Od 2001 r. na polskim rynku listów zastawnych działalność prowadziło trzy banki hipoteczne, a od 2003 r. cztery banki hipoteczne. Jednak od 2008 r. liczba banków zmniejszyła się do dwóch banków 2012 r.

Rys. 3. Liczba banków hipotecznych – emitentów listów zastawnych w Polsce



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

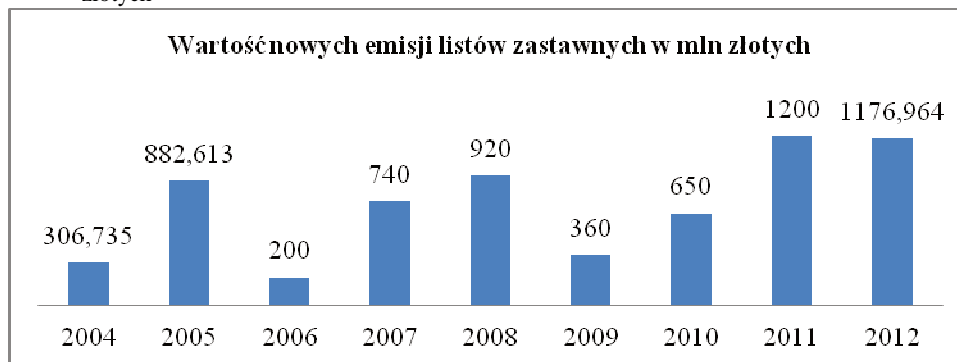
Na rysunku 3 można zauważyć, że aktualnie liczba emitentów w Polsce jest bardzo mała. Ma to na pewno wpływ na wielkość przeprowadzanych na nowych emisji⁴⁵.

⁴³ <http://mhipoteczny.pl/oferta/listy-zastawne/> (dostęp: 17.03.2014). Rheinhyp-BRE Bank Hipoteczny pierwszą emisję listów zastawnych przeprowadził 28 czerwca 2000 r. na kwotę 5 000 000 złotych. Organizatorem emisji był BRE Bank S.A.

⁴⁴ <http://www.pekaobh.pl/u235/navi/31467> (dostęp: 17.03.2014). Pierwszą emisję listów zastawnych HypoVereinsbank Banku Hipotecznego SA przeprowadził 29 grudnia 2000 r. Została ona dokonana w trybie emisji zamkniętej. Była to pierwsza emisja listów zastawnych w formie zdematerializowanej. Jej łączna wartość wynosiła 3 630 000 euro. Agentem i pierwszym nabywcą listów był Bank BPH S.A.

⁴⁵ Dla porównania w 2012 r. w Niemczech było 70 emitentów, w Hiszpanii – 38, w Norwegii – 22, we Francji – 20, w Wielkiej Brytanii – 15, we Włoszech – 14, w Danii – 9, w Czechach i na Słowacji – 8. Szerzej zob. *European covered bond Fact Book*, 8th edition, ECBC Publication September 2013

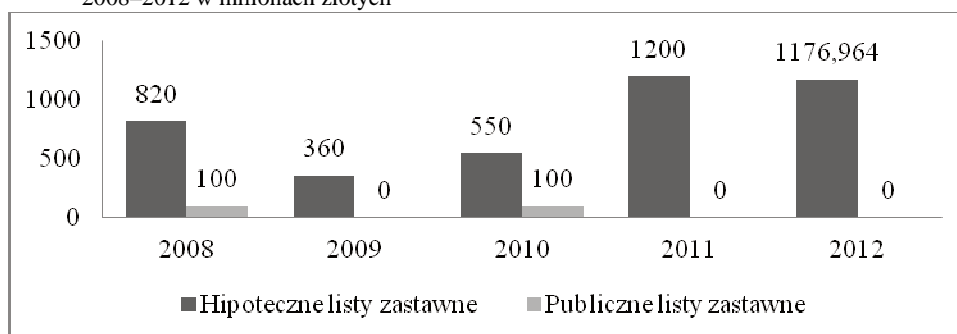
Rys. 4. Wartość nowych emisji listów zastawnych w Polsce w latach 2004–2012 w milionach złotych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Fundacji na Rzecz Kredytu Hipotecznego.

W latach 2004–2012 wartość nowo wyemitowanych listów zastawnych w Polsce mieściła się w granicach od 200 mln złotych do 1,2 mld złotych (rys. 4)⁴⁶. Najniższa wartość emisji odbyła się w 2006 r., najwyższa zaś w 2011. Od 2007 r. na polskim rynku obok hipotecznych listów zastawnych rozpoczęła się również emisja publicznych listów zastawnych⁴⁷.

Rys. 5. Wartość nowych emisji hipotecznych i publicznych listów zastawnych w Polsce w latach 2008–2012 w milionach złotych



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Fundacji na Rzecz Kredytu Hipotecznego.

Jak to przedstawiono na rysunku 5, na polskim rynku dominującą pozycję mają cały czas hipoteczne listy zastawne. Emisja publicznych listów zastawnych odbyła się tylko

⁴⁶ Dla porównania wartość emisji listów zastawnych w okresie II Rzeczypospolitej, których emitentem były wyłącznie banki hipoteczne, wynosiła w 1927 r. 112 mln złotych, w 1930 – 415,6 mln złotych, w 1935 – 437,9 mln złotych, a w 1938 – 556,3 mln złotych. Poza bankami hipotecznymi emisję listów zastawnych w tym okresie prowadziły również towarzystwa kredytowe ziemskie i miejskie.

⁴⁷ Emitentem pierwszych na polskim rynku publicznych listów zastawnych był BRE Bank Hipoteczny.

w latach 2007, 2008 i 2010, a ich wartość była znacznie niższa niż wartość hipotecznych listów zastawnych.

Emitowane w Polsce listy zastawne w latach 2006–2011 były nominowane wyłącznie w polskich złotych. Wcześniej w latach 2003–2004 odbyły się emisje w euro, a w latach 2004–2005 w innych walutach obcych (USD)⁴⁸.

5. PODSUMOWANIE

Listy zastawne są papierami wartościowymi, które legitymują się prawie 250-letnią historią, w której trakcie dały się poznać jako instrumenty finansowe charakteryzujące się bardzo wysokim poziomem bezpieczeństwa.

Najnowsza historia polskiego rynku listów zastawnych rozpoczęła się w 2000 r. Na podstawie kilkanastu lat, które minęły od tego momenty, można stwierdzić, że ten rodzaj papierów wartościowych, mimo jego licznych zalet, nie spełnił w Polsce pokładanych w nich nadziei. Listy zastawne mają niewielki udział w krajowym rynku papierów wartościowych. Przyczyn tego stanu rzeczy można upatrywać między innymi w modelu funkcjonowania w Polsce banków uniwersalnych i banków hipotecznych, czy też w konstrukcji polskiego rynku kredytów hipotecznych. Czynniki te w dużej mierze wpływają na to, że oferta banków hipotecznych zakresie kredytów hipotecznych jest mało konkurencyjna w stosunku do oferty banków uniwersalnych. Ponadto obowiązujące uwarunkowania prawne nie zachęcają do zakładania nowych podmiotów, które miałyby prawo do emisji listów zastawnych.

Inaczej przedstawia się sytuacja na europejskim rynku finansowym, gdzie *covered bonds* od lat mają ugruntowaną pozycję. Renesans tych papierów wartościowych nastąpił na przełomie XX i XXI w., kiedy to we wszystkich państwach Unii Europejskiej zostały uchwalone przepisy prawne dotyczące ich emisji. Należy bowiem zaznaczyć, że mimo pewnych różnic dotyczących prawnych aspektów emisji we wszystkich tych państwach uważane są one za bardzo bezpieczną formę inwestowania, która sprawdziła się w czasach kryzysu.

Wzrasta również zainteresowanie tymi papierami wartościowymi w państwach pozaeuropejskich, w szczególności w Australii, Kanadzie i Nowej Zelandii.

LITERATURA

- [1] *Aktywność banków hipotecznych w latach 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012*, www.ehipoteka.pl.
- [2] Bratkowski S., *Papiery wartościowe o stałym oprocentowaniu, kredyt hipoteczny, banki hipoteczne i towarzystwa kredytu hipotecznego*, [bm.] 2005 <http://studioopinii.pl/wp-content/uploads/2012/04/skryptstefana1.pdf>
- [3] *European covered bond Fact Book*, 8th edition, ECBC Publication September 2013.
- [4] *European covered bond Fact Book*, 7th edition, ECBC Publication, September 2012.
- [5] Janiak A., Mojak J., *Banki hipoteczne i listy zastawne w świetle prawa polskiego*, WSZiA w Zamościu, Zamość 2004.
- [6] Milewska K., *Hipoteka i listy zastawne*, „Rzeczpospolita” 1998/150.

⁴⁸ *European covered bond Fact Book*, 7th edition, ECBC Publication September 2012, s. 576.

- [7] Pietrasik A., *Historia i współczesność długoterminowego kredytu hipotecznego w Polsce*, Warszawa 2001.
- [8] *Raport z prac Grupy ds. emisji listów zastawnych przez banki*, Komisja Nadzoru Finansowego 2013.
- [9] „Rozmaitości” 1825/35.
- [10] „Rozmaitości” 1825/37.
- [11] Stocker O.M., *Modele covered bonds w Europie: najistotniejsze element stosowanych struktur prawnych*, „Finansowanie nieruchomości” marzec 2012.
- [12] <http://mhipoteczny.pl/oferta/listy-zastawne/>.
- [13] <http://raportroczny2011.brebank.pl/download/raport/krotka-historia-bre-banku.pdf>.
- [14] <http://www.pekaobh.pl/u235/navi/31467>.

COVERED BONDS MARKET IN POLAND AND EUROPEAN UNION COUNTRIES

Securities confirming property rights are considered fundamental instruments of financial markets. Over centuries, the securities' holders could execute their rights if possessed these documents in a tangible form. The instruments appeared in a book-entry form for the first time only in the twentieth century.

Modern history of securities is a few centuries old, but their prototypes can be traced back to ancient Rome times. In modern era the first securities to have been introduced on the market were the ones which facilitated money payment and distance transfer (bills and checks). Italy was the homeland of these instruments. Further on, shares appeared in England and the Netherlands – issuing shares allowed gaining capital essential to run business. Consequently, debt securities such as bonds and covered bonds emerged on financial markets. A prototype of covered bonds appeared first in Silesia in seventeenth century.

The article presents the issues related to the functioning of covered bonds financial markets. At the end of the twentieth century the increased interest in the issue of the securities was noted in the European countries. Majority of them introduced new legal regulations concerning issuing and trading of the covered bonds.

In the first part of the article the history of covered bonds and mortgage banks is presented regarding Polish lands. Next, the key models of covered bonds issue are discussed on the European market. Finally, the profiles of European and Polish markets for covered bonds are provided.

Keywords: securities, covered bonds, EU.

DOI:10.7862/rz.2014.hss.68

Przesłano do redakcji: maj 2014

Przyjęto do druku: grudzień 2014