

Andrzej Dżuryk

# Rola listów zastawnych w zwiększaniu stabilności polskiego systemu finansowego



Rola listów zastawnych  
w zwiększaniu stabilności  
polskiego systemu finansowego



Andrzej Dżuryk

Rola listów zastawnych  
w zwiększaniu stabilności  
polskiego systemu finansowego

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego  
Gdańsk 2020

Recenzenci  
prof. dr hab. Jan Szambelańczyk  
prof. dr hab. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska

Redakcja wydawnicza  
Julia Gierczak

Projekt okładki i stron tytułowych  
Filip Sendal

Skład i łamanie  
Urszula Jędryczka

Publikacja sfinansowana ze środków Dziekana Wydziału Zarządzania  
Uniwersytetu Gdańskiego

© Copyright by Uniwersytet Gdański  
Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-8206-083-6

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego  
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot  
tel./fax 58 523 11 37, tel. 725 991 206  
e-mail: [wydawnictwo@ug.edu.pl](mailto:wydawnictwo@ug.edu.pl)  
[www.wyd.ug.edu.pl](http://www.wyd.ug.edu.pl)

Księgarnia internetowa: [www.kiw.ug.edu.pl](http://www.kiw.ug.edu.pl)

Druk i oprawa  
Zakład Poligrafii Uniwersytetu Gdańskiego  
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot  
tel. 58 523 14 49; fax 58 551 05 32

## SPIS TREŚCI

|                                                                           |     |
|---------------------------------------------------------------------------|-----|
| PRZEDMOWA .....                                                           | 7   |
| WPROWADZENIE .....                                                        | 11  |
| Rozdział 1. STABILNOŚĆ SYSTEMU FINANSOWEGO .....                          | 17  |
| 1.1. System finansowy .....                                               | 17  |
| 1.1.1. Struktura, modele i funkcje systemu finansowego .....              | 18  |
| 1.1.2. Kryzys systemu finansowego .....                                   | 21  |
| 1.1.3. Pojęcie stabilności finansowej .....                               | 25  |
| 1.2. Sieć bezpieczeństwa finansowego .....                                | 32  |
| 1.2.1. Elementy sieci bezpieczeństwa finansowego i ich współdziałanie ... | 34  |
| 1.2.2. Nowy paradygmat stabilności finansowej .....                       | 42  |
| 1.2.3. Ryzyko systemowe i polityka makroostrożnościowa .....              | 49  |
| 1.3. Stabilność polskiego systemu finansowego .....                       | 55  |
| 1.3.1. Stabilność finansowa w polityce Narodowego Banku Polskiego ...     | 56  |
| 1.3.2. Ryzyko systemowe hipotecznych kredytów walutowych .....            | 60  |
| 1.3.3. Podatek bankowy a stabilność finansowa i listy zastawne .....      | 64  |
| 1.3.4. Strukturalna luka płynności .....                                  | 68  |
| Podsumowanie .....                                                        | 71  |
| Rozdział 2. LISTY ZASTAWNE .....                                          | 73  |
| 2.1. Pojęcie listu zastawnego ... .....                                   | 73  |
| 2.1.1. Definicje, rodzaje i główne elementy listów zastawnych .....       | 74  |
| 2.1.2. Charakterystyka listów zastawnych .....                            | 77  |
| 2.2. Regulacje listów zastawnych .....                                    | 81  |
| 2.2.1. Rozwój ustawodawstwa i modele emisji listów zastawnych .....       | 82  |
| 2.2.2. Regulacje ostrożnościowe listów zastawnych .....                   | 87  |
| 2.2.3. Bariery rozwoju polskiego rynku listów zastawnych .....            | 90  |
| 2.3. Listy zastawne w Polsce .....                                        | 96  |
| 2.3.1. Wybrane wskaźniki mieszkalnictwa .....                             | 96  |
| 2.3.2. Polski rynek kredytów hipotecznych .....                           | 100 |
| 2.3.3. Emisje polskich listów zastawnych i ich uwarunkowania .....        | 109 |
| Podsumowanie .....                                                        | 118 |

|                                                                           |     |
|---------------------------------------------------------------------------|-----|
| Rozdział 3. RYNEK LISTÓW ZASTAWNYCH .....                                 | 120 |
| 3.1. Eurorynek listów zastawnych .....                                    | 120 |
| 3.1.1. Przesłanki rozwoju rynku listów zastawnych w Europie .....         | 121 |
| 3.1.2. Zalety listów zastawnych .....                                     | 124 |
| 3.1.3. Systemy listów zastawnych .....                                    | 132 |
| 3.1.4. Emitenci i inwestorzy na rynku listów zastawnych .....             | 134 |
| 3.1.5. Listy zastawne denominowane w USD i GBP .....                      | 141 |
| 3.2. Listy zastawne a inne klasy aktywów .....                            | 148 |
| 3.2.1. Uwarunkowania rentowności listów zastawnych .....                  | 148 |
| 3.2.2. Listy zastawne a obligacje niezabezpieczone .....                  | 152 |
| 3.2.3. Listy zastawne a obligacje rządowe .....                           | 158 |
| 3.2.4. Europejskie obligacje zabezpieczone ESN .....                      | 166 |
| Podsumowanie .....                                                        | 171 |
| Rozdział 4. HARMONIZACJA EURORYNKU LISTÓW ZASTAWNYCH .....                | 172 |
| 4.1. Geneza konsultacji Komisji Europejskiej .....                        | 172 |
| 4.1.1. Główne trendy na rynku listów zastawnych .....                     | 174 |
| 4.1.2. Koncepcja zintegrowanych europejskich ram prawnych .....           | 182 |
| 4.2. Stanowisko polskich ekspertów w konsultacjach KE .....               | 190 |
| 4.2.1. Metodologia badania .....                                          | 192 |
| 4.2.2. Przyczyny zróżnicowania listów zastawnych w UE .....               | 196 |
| 4.2.3. Korzyści i propozycje integracji eurorynku listów zastawnych ..... | 199 |
| 4.2.4. Zagadnienia szczegółowe integracji .....                           | 203 |
| Podsumowanie .....                                                        | 212 |
| ZAKOŃCZENIE .....                                                         | 214 |
| BIBLIOGRAFIA .....                                                        | 218 |
| SPIS RYSUNKÓW .....                                                       | 230 |
| SPIS TABEL .....                                                          | 233 |
| Załączniki .....                                                          | 235 |
| 1. Pytania konsultacyjne KE .....                                         | 237 |
| 2. Wybrane pytania konsultacyjne .....                                    | 243 |
| 3. Wzór pisma przewodniego do pytań konsultacyjnych .....                 | 249 |
| 4. Podsumowanie materiału konsultacyjnego KE .....                        | 251 |

## PRZEDMOWA

Książka powstała na podstawie rozprawy doktorskiej napisanej pod kierunkiem dr. hab. Leszka Pawłowicza, prof. UG, której recenzentami byli prof. dr hab. Jan Szambelańczyk, prof. UE w Poznaniu oraz prof. dr hab. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska, prof. SGH. Rozprawa znalazła się w gronie laureatów VI edycji Konkursu o Nagrodę Prezesa Narodowego Banku Polskiego za najlepszą pracę doktorską i habilitacyjną z zakresu nauk ekonomicznych. Została ona doceniona przez kapitułę konkursu, w skład której weszli: prof. dr hab. Alojzy Nowak, prof. dr hab. Jerzy Żyżyński, prof. dr hab. Jerzy Nowakowski, dr hab. Eryk Łon, prof. UE w Poznaniu oraz profesorowie SGH: dr hab. Marta Kightley, dr hab. Feliks Grądalski i dr hab. Kazimierz Kloc.

Mimo upływu czasu niniejsza praca nie straciła na aktualności. Polski system finansowy nadal wystawiony jest na ryzyko systemowe wynikające z utrzymującej się strukturalnej luki płynności, związanej z niedopasowaniem terminowym aktywów i pasywów, występującym w sektorze bankowym. Polski rynek listów zastawnych nadal się nie rozwinął, mimo że wszedł na niego nowy poważny gracz w postaci największego banku uniwersalnego PKO BP, ze swoim specjalistycznym ramieniem, PKO Bankiem Hipotecznym. Na rynek powrócił także ING Bank Hipoteczny. Podstawowym elementem blokującym obecnie rozwój rynku listów zastawnych pozostaje wprowadzony podatek bankowy, który ponadto istotnie obniża rentowność banków działających w Polsce i hamuje pożądany, z punktu widzenia stabilności finansowej, wzrost ich kapitałów. W styczniu 2020 roku weszły w życie regulacje harmonizujące europejski rynek listów zastawnych, do czego wkład wnieśli również polscy eksperci, których opinie przedstawiono w niniejszej książce.

Rozwijający się od końca 2019 roku globalny kryzys spowodowany pandemią COVID-19 sprawia, że z tym większą uwagą powinniśmy zastanowić się nad problemem strukturalnej luki płynności oraz niedorozwojem polskiego rynku listów zastawnych. Jednym z możliwych rozwiązań, a zarazem wniosków płynących z niniejszej rozprawy, jest emisja listów zastawnych przez Bank Gospodarstwa

Krajowego pod zabezpieczenie mieszkaniowych kredytów hipotecznych skupionych w ramach polskiego sektora bankowego. Pomysł wydaje się atrakcyjny z wielu powodów. Z jednej strony pozwala on na istotne zwiększenie rozmiarów, w ramach tarczy antykryzysowej, tak niezbędnej dla wsparcia polskiej gospodarki, a z drugiej daje jednocześnie szansę na rozwiązanie trzech ryzyk systemowych polskiego sektora bankowego: (1) problemu kredytów frankowych, (2) monokultury zmiennej stopy procentowej oraz (3) strukturalnej luki płynności.

Do dotychczasowych problemów kredytobiorców walutowych kredytów mieszkaniowych (głównie denominowanych lub indeksowanych w CHF) i udzielających ich banków dochodzi aktualnie wystawienie na kolejne wzmocnienie CHF, uznawanego tradycyjnie za bezpieczną przystań w czasach kryzysowych. Problem zaistniał w efekcie ostatniego globalnego kryzysu finansowego 2007–2009 roku, który dotknął Polskę tylko pośrednio, w odróżnieniu od obecnie rozwijającego się kryzysu, który w opinii wielu ekonomistów będzie od niego poważniejszy i tym razem może już bezpośrednio wpływać na sytuację w Polsce. Efektywne zarządzanie ryzykiem dalszego wzrostu CHF jest więcej niż pożądane z punktu widzenia konsumentów, banków i całego polskiego systemu finansowego.

Polska jest ewenementem w Europie, opierając w 100% kredyty hipoteczne na zmiennej stopie procentowej i wystawiając tym samym konsumentów na nieograniczone ryzyko stopy procentowej. Obecne nieśmiałe próby rozpowszechnienia kredytów okresowo stałoprocentowych zapewne nie przyniosą efektu w związku z ostatnimi obniżkami stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej, które ugruntowały błędne przekonanie o wyższości kredytów zmiennoprocentowych nad stałoprocentowymi, a takie konkluzje pojawiły się już w obszarze medialnym. Kredyty hipoteczne zawierane są na długi okres i materializacja ryzyka stopy procentowej jest tylko kwestią czasu, gdy po kryzysie gospodarki wróć do normalności i na ścieżkę wzrostu. Profil klienta złotowego istotnie różni się od profilu klienta frankowego. Ryzyko portfela złotych kredytów hipotecznych jest strukturalnie wyższe, a potencjalna skala problemu istotnie większa, jako że wolumen hipotecznych kredytów złotych jest obecnie ponad dwukrotnie większy od wolumenu hipotecznych kredytów walutowych.

Banki finansują kredyty terminowe, z których przeważającą większość stanowią mieszkaniowe kredyty hipoteczne, za pomocą krótkoterminowych depozytów i osadów na rachunkach bieżących. Taki stan rzeczy budzi wątpliwości w sytuacji równowagi gospodarczej, a tym bardziej w czasie kryzysu, gdy transformacja walut i okresów zapadalności zostaje zakłócona. Aby nie zrealizował się czarny scenariusz, wynikający z tego, iż banki udzieliły finansowania z odległym terminem, nie mając jednak zapewnionego finansowania na cały okres, potrzebne są szybkie działania dostosowujące strukturę terminową aktywów i pasywów polskiego sektora bankowego.

Instrumentem finansowym, który idealnie nadaje się do walki z obecnym kryzysem, przy jednoczesnym wsparciu dla rozwiązania problemów systemowych polskiego sektora bankowego, jest list zastawny. W polskim porządku prawnym list zastawny może być emitowany przez specjalistyczne banki hipoteczne lub Bank Gospodarstwa Krajowego. BGK może emitować dwa rodzaje listów zastawnych: hipoteczne (zabezpieczone kredytami hipotecznymi) lub publiczne (zabezpieczone gwarancją lub poręczeniem instytucji publicznej).

List zastawny jest bardzo szczególną obligacją zabezpieczoną. Jest on szczegółowo regulowany i bardzo bezpieczny dla inwestora. W całej historii jego stosowania, która liczy już ponad 250 lat, nie było przypadku związanej z nim niewypłacalności, mimo że w tym czasie miała miejsce niezliczona liczba kryzysów. Poprzedni kryzys finansowy, który rozpoczął się w latach 2007–2009, trwał dalej przez kolejne lata i praktycznie do chwili obecnej z niego nie wyszliśmy, kiedy pojawił się kolejny, spowodowany pandemią COVID-19. Stan kryzysu udowodnił, że list zastawny to jedyny instrument, który zapewnia ciągłość długoterminowego i stosunkowo taniego finansowania dla banków w sytuacji, gdy rynki innych instrumentów dłużnych (sekurytyzacja czy charakterystyczne dla rynku amerykańskiego *mortgage-based securities*) zamykają się. Podobnie teraz, wskutek pandemii, globalny rynek zwykłych, nieskarbowych instrumentów dłużnych zamarł. Co charakterystyczne, w szczycie ostatniego globalnego kryzysu finansowego koszt pozyskania finansowania przez banki za pomocą listów zastawnych z krajów, które szczególnie zostały dotknięte kryzysem, był niższy od długu państwowego. Obecne uwarunkowania prawne, podatkowe i ekonomiczne w Polsce powodują, że nie wszystkie banki tworzą swoje specjalistyczne banki hipoteczne, a te, które to jednak robią, emitują listy zastawne w ograniczonym zakresie, w efekcie powodując, że polski rynek listów zastawnych w dalszym ciągu nie może się rozwinąć, choć jego potencjał wzrostu jest bardzo duży, o czym świadczy ponad 440 mld PLN aktywnych kredytów hipotecznych. W trakcie ostatniego globalnego kryzysu finansowego nowe kraje, np. Norwegia, zbudowały niemal od podstaw swoje rynki listów zastawnych i podobna szansa stoi obecnie przed Polską.

BGK mógłby skupić kredyty hipoteczne od banków komercyjnych i wyemitować pod ich zabezpieczenie listy zastawne, zapewniając bankom komercyjnym źródło stabilnego długoterminowego finansowania, a konsumentom bezpieczny, stałoprocentowy i stosunkowo tani kredyt hipoteczny, powiększając jednocześnie znacząco tarczę antykryzysową. Tarcza antykryzysowa mogłaby zostać dodatkowo rozszerzona przy wykorzystaniu nowego instrumentu opartego o mechanizm listu zastawnego, tzw. europejskich obligacji zabezpieczonych (*european secured notes*), które również mogłyby zostać zorganizowane przez BGK. Obecny portfel mieszkaniowych kredytów hipotecznych można podzielić na trzy klasy:

(1) kwalifikowane złotowe aktywa do emisji międzynarodowych listów zastawnych, (2) niekwalifikowane złotowe kredyty hipoteczne oraz (3) walutowe kredyty hipoteczne.

Polski rynek listów zastawnych jest płytki i inwestorów należałoby szukać przede wszystkim na eurorynku, zaś w kraju – poza segmentem komercyjnym. Mniej więcej połowa portfela złotych kredytów hipotecznych spełnia wymagania emisji międzynarodowych listów zastawnych, które należałoby wyemitować na eurorynku, tym samym nie angażując środków ani instytucji publicznych. Rating niekwalifikowanej części złotych kredytów hipotecznych można podnieść przez gwarancję firmy ubezpieczeniowej (np. PZU) lub Skarbu Państwa (np. KUKE, NBP, MF). Najbardziej wymagająca jest klasa kredytów walutowych, z uwagi na zaszyte w nich ryzyko prawne i walutowe. Wymagałyby one, podobnie jak klasa niekwalifikowana złotowa, gwarancji podnoszącej jej rating, która powinna pokrywać także te dodatkowe rodzaje ryzyka. Pewne wyzwanie dla wszystkich klas aktywów może stanowić niejednorodna struktura kredytów pochodzących z różnych banków, które prowadzą zróżnicowaną politykę kredytową, mają odmienne podejście do zabezpieczeń i odrębny profil klienta. Klasa pierwsza aktywów może stanowić zabezpieczenie dla, głównie międzynarodowych, listów zastawnych wyemitowanych przede wszystkim w EUR, a także oportunistycznie, w mniejszym zakresie, w USD i GBP. Dwie kolejne klasy aktywów mogłyby stanowić zabezpieczenie dla publicznych listów zastawnych lub sekurytyzacji. Jeżeli inwestorzy nie ujawniliby wystarczającego popytu, to nabywcą emitowanych instrumentów dłużnych mógłby być NBP lub PFR, zapewniając powodzenie emisji, w ramach formalnego lub cichego *underwritingu*.

## WPROWADZENIE

Strukturalna luka płynności stanowi najpoważniejsze, niedoceniane ryzyko systemowe sektora finansowego w Polsce. Wynika ona z niedopasowania struktury terminowej aktywów i pasywów, która jest, z kolei, skutkiem finansowania przez banki długoterminowych kredytów, a w szczególności hipotecznych kredytów mieszkaniowych za pomocą krótkoterminowych depozytów i tzw. osadów na rachunkach bieżących. Według stanu na koniec 2015 roku aktywa sektora bankowego o zapadalności powyżej 1 roku wynosiły 1,2 biliona złotych, podczas gdy odpowiednie zobowiązania stanowiły zaledwie 1/3 tej wielkości. Hipoteczne kredyty mieszkaniowe mają zasadniczy udział w kredytach terminowych i stanowią w bankach działających w Polsce ponad 1/3 aktywów o zapadalności powyżej roku i odpowiadają za około 40% przyrostu akcji kredytowej.

Duża dysproporcja w strukturze zapadalności aktywów i terminów wymagalności pasywów tworzy ryzyko płynności. Zdaniem Komisji Nadzoru Finansowego niezbędne jest podjęcie przez banki skutecznych działań w kierunku pozyskania stabilnych, długoterminowych źródeł finansowania. Potrzeba ta wynika m.in. z konieczności wypełnienia wymagań płynności strukturalnej CRD IV. Do rozwiązania tego problemu mogłaby przyczynić się prowadzona przez banki emisja obligacji długoterminowych, których w przeciwieństwie do depozytów nie można byłoby zerwać przed terminem zapadalności. Potrzeba wzrostu bezpieczeństwa systemu bankowego stymulowałaby rozwój obligacji zabezpieczonych, a szczególnie listów zastawnych. Cieszą się one wśród inwestorów najwyższą wiarygodnością kredytową. Wśród krajów borykających się z kryzysem finansowym przewyższa ona nawet wiarygodność obligacji rządowych.

Mimo że obowiązująca w Polsce ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych została uchwalona w roku 1997, to krajowy rynek listów zastawnych pozostaje w początkowej fazie rozwoju. W roku 2016 działały na nim jedynie trzy banki hipoteczne: mBank Hipoteczny, Pekao Bank Hipoteczny oraz PKO Bank Hipoteczny, który rozpoczął działalność w roku 2015. Finansowanie kredytów

hipotecznych za pomocą listów zastawnych jest marginalne, podczas gdy w krajach Europejskiego Obszaru Gospodarczego wynosi ono ponad 20%.

List zastawny, z ponad 200-letnią historią na europejskich rynkach finansowych, to typowy przykład obligacji zabezpieczonej (*covered bond*). Jest to dłużny papier wartościowy, którego wykup zabezpieczony jest na dedykowanej, wyodrębnionej w tym celu puli aktywów, pozostającej w bilansie emitenta. Taka struktura sprawia, że inwestor ma prawo do podwójnego regresu – wobec emitenta i wobec wyodrębnionej puli aktywów. To właśnie zasada podwójnego regresu jest tym, co odróżnia list zastawny od klasycznej obligacji, w której występuje zwykle jedynie zobowiązanie osobiste emitenta wobec obligatariusza, do zapłaty odsetek i zwrotu kapitału.

Zobowiązanie emitenta ma charakter osobisty do wielkości całego majątku oraz rzeczowy do wielkości aktywów, które są wyodrębnione i stanowią zabezpieczenie dla wyemitowanych listów zastawnych. Inwestor ma więc prawo do zaspokojenia roszczeń zarówno względem emitenta, jak również z wysokiej jakości aktywów monitorowanych przez niezależnego powiernika. W pierwszej kolejności emitent ponosi za zobowiązanie powstałe z tytułu emisji odpowiedzialność osobistą, w wielkości kwoty kapitału i odsetek. W sytuacji, gdy zaspokojenie przez dłużnika roszczeń wierzyciela nie jest możliwe, posiadacz listu zastawnego ma prawo do zaspokojenia swoich roszczeń z majątku, w tym celu specjalnie wyodrębnionego. Minimalizowane jest w ten sposób ryzyko nieodzyskania należności i przeniesienia skutków niewypłacalności emitenta na inne podmioty rynku finansowego. Zapewnienie ciągłości rozliczeń jest fundamentem stabilności rynku finansowego, a wysokie standardy regulacji prawnych listów zastawnych, gwarantujące mechanizm podwójnego regresu, istotnie przyczyniają się do zachowania stabilności rynku finansowego.

W UE nie wypracowano wcześniej, w formie aktu prawnego, jednolitej definicji listu zastawnego. Pośrednio instrument o rygorach spełnianych przez list zastawny określała dyrektywa UCITS. Wyznaczała ona limity inwestycyjne dla poszczególnych klas aktywów, w które lokowane były środki funduszy inwestycyjnych. Maksymalny pułap zaangażowania funduszy inwestycyjnych w papiery wartościowe jednego emitenta nie mógł przekraczać 5% aktywów. Warunki, które pozwalały podnieść ten limit do 25%, i które spełniały listy zastawne, były następujące:

1. Emitent musiał być instytucją kredytową ze statutową siedzibą w państwie członkowskim UE i z mocy prawa podlegać szczególnemu nadzorowi publicznemu, w celu zapewnienia wysokiej ochrony posiadaczy tych instrumentów.
2. Środki pozyskane z emisji obligacji mogły być zainwestowane tylko w takie aktywa, które w całym okresie życia obligacji w pełni pokrywały związane z nimi potencjalne roszczenia, a w sytuacji niewypłacalności emitenta wyko-

rzystane były, na zasadzie pierwszeństwa, do zaspokojenia kapitału i należnych odsetek.

W ujęciu historycznym europejskie listy zastawne to przede wszystkim inwestycje w nieruchomości. Rodzaj listu zastawnego determinowany jest prawnym zabezpieczeniem spłaty kredytu. Hipoteczny list zastawny zabezpieczony jest hipoteką, podczas gdy publiczny list zastawny – gwarancją lub poręczeniem instytucji publicznej. Instytucje finansowe emitujące listy zastawne w Europie różniły się ustawodawstwem i strukturą organizacyjną, co prowadziło do zróżnicowania modeli ich emisji. Zachowana jednak była podstawowa cecha tego instrumentu, tj. zasada podwójnego regresu.

Mimo że instrument ten nie był bezpośrednio i jednolicie uregulowany w UE, to na skutek rosnącego zainteresowania inwestorów instytucjonalnych, w czasie globalnego kryzysu finansowego, rynek ten dynamicznie wzrósł w latach 2005–2012, stabilizując się na poziomie 2,5 biliona euro w latach 2014–2015. Popyt zgłaszany przez inwestorów instytucjonalnych wymógł zmiany prawa w wielu jurysdykcjach europejskich, co zwiększyło konkurencyjność listów zastawnych w stosunku do papierów wartościowych opartych o aktywa w Stanach Zjednoczonych. W następstwie upadku banku Lehman Brothers listy zastawne zaczęły być postrzegane jako instrument stabilizujący proces reformy systemu finansowego także w USA, gdzie dominowały instrumenty oparte o aktywa o znacząco niższej strukturalnie jakości kredytowej.

Głównym celem rozprawy doktorskiej stanowiącej podstawę niniejszej publikacji była ocena, czy wzrost udziału listów zastawnych w finansowaniu polskiego sektora bankowego zmniejsza strukturalną lukę płynności, a w efekcie ogranicza ryzyko destabilizacji polskiego systemu finansowego. Realizacja celu głównego związana była z następującymi zadaniami:

- oceną bieżącego poziomu stabilności polskiego systemu finansowego i występujących kluczowych ryzyk systemowych, w tym w szczególności niedopasowania terminów zapadalności aktywów i pasywów oraz wynikającej stąd strukturalnej luki płynności;
- stworzeniem compendium wiedzy z zakresu listów zastawnych w Polsce i na świecie oraz przedstawieniem rozwiązań strukturalnych, decydujących o ich wysokim ratingu;
- identyfikacją barier rozwoju polskiego rynku listów zastawnych;
- analizą światowego i polskiego rynku listów zastawnych z perspektywy emitenta i inwestora oraz głównych sił determinujących dalszy rozwój rynku listów zastawnych;
- przedstawieniem alternatywnych instrumentów wobec listów zastawnych przez pryzmat celu, jakim jest zapewnienie stabilności systemu finansowego;
- oceną perspektyw rozwoju polskiego rynku listów zastawnych;

- przedstawieniem idei harmonizacji europejskiego rynku listów zastawnych zaproponowanej przez Komisję Europejską;
- opracowaniem stanowiska polskich interesariuszy rynku listów zastawnych wobec propozycji KE dotyczącej harmonizacji unijnych regulacji w zakresie listów zastawnych, obejmującego ocenę zagrożeń i korzyści wynikających z nowych rozwiązań prawnych dla poszczególnych uczestników rynku.

W rozprawie, na podstawie rozważań teoretycznych i badań empirycznych, została podjęta próba weryfikacji hipotezy: „Wzrost udziału listów zastawnych w finansowaniu polskiego sektora bankowego zmniejsza strukturalną lukę płynności, która występuje w polskim systemie finansowym”. W pracy podjęto również próbę weryfikacji następujących hipotez pomocniczych:

1. List zastawny zapewnia bezpieczeństwo dla inwestora, a dla emitenta stanowi stabilne, długoterminowe źródło finansowania, szczególnie pożądane w okresie kryzysu finansowego.
2. Do rozwoju rynku listów zastawnych przyczyniłoby się zwiększenie ich atrakcyjności dla inwestorów oraz usunięcie barier dla transferu portfela kredytowego z banków uniwersalnych do banków hipotecznych.
3. Zwiększenie stabilności polskiego sektora bankowego prowadziłoby do zmniejszenia ryzyka destabilizacji polskiego systemu finansowego.

Dobór materiałów i zastosowana w pracy metoda badawcza podporządkowane zostały głównemu celowi pracy i weryfikacji hipotezy głównej. W procesie analizy i w trakcie formułowania wniosków i opinii wykorzystano wnioskowanie dedukcyjne i indukcyjne oraz przez analogię.

Zgromadzone w części teoretycznej pracy materiały i wykorzystane metody badawcze pozwoliły na sformułowanie hipotez i ich weryfikację oraz pogłębienie wniosków w badaniu empirycznym. W części empirycznej zastosowano m.in. analizę statystyczną wyników badania, wnioskowanie dedukcyjne, indukcyjne, przez analogię oraz metodę oceny skutków harmonizacji uregulowań dotyczących listów zastawnych w UE, konsultowanej przez Komisję Europejską. Badanie kwestionariuszowe przeprowadzono wśród ekspertów polskiego rynku listów zastawnych, przy wykorzystaniu metody ekspertyzy grupowej. Głównym celem badania było wypracowanie stanowiska interesariuszy polskiego rynku w zakresie oceny stanu, kierunków rozwoju i rozwiązań szczegółowych dla bardziej efektywnego europejskiego rynku listów zastawnych, obejmującego polski rynek listów zastawnych.

Eksperską metodą badawczą, którą zastosowano do oceny przyszłych skutków regulacji, była zmodyfikowana metoda delficka. Doboru ekspertów do badania dokonano:

- z zachowaniem reprezentatywności wszystkich grup interesariuszy;
- w sposób celowy, z uwzględnieniem wiedzy i doświadczenia z zakresu rynku listów zastawnych;

- zapewniając ich związek bezpośredni lub pośredni (praktyczny lub teoretyczny) z tematyką będącą przedmiotem badania.

Z zaproszonych do badania 86 ekspertów na kwestionariusz odpowiedzi udzieliło 29 interesariuszy, w tym: 14 emitentów (banków), 7 inwestorów (funduszy inwestycyjnych), 3 przedstawicieli regulatorów, 2 agencje ratingowe oraz 3 ekspertów niezależnych<sup>1</sup>.

Rozprawa składa się z czterech rozdziałów i jest podporządkowana realizacji celu badawczego oraz weryfikacji hipotezy głównej i hipotez pomocniczych. Trzy pierwsze rozdziały stanowią studium teoretyczne, zaś w czwartym rozdziale przeprowadzono ocenę skutków wdrożenia zharmonizowanej regulacji w UE z perspektywy bilansu korzyści i zagrożeń dla polskich interesariuszy listów zastawnych.

W rozdziale pierwszym usystematyzowano zagadnienie stabilności systemu finansowego. W tym celu zdefiniowano system finansowy, a następnie pojęcie jego stabilności oraz sieci bezpieczeństwa finansowego, jako mechanizmu zabezpieczającego zachowanie stabilności finansowej. W szczególności uwzględniono doświadczenia globalnego kryzysu finansowego 2007–2009 i jego wpływ na rozwiązania w zakresie stabilności finansowej. Na tym gruncie dokonano oceny stabilności polskiego systemu finansowego i występujących kluczowych ryzyk systemowych. Główny nacisk położono na problem niedopasowania terminów zapadalności aktywów i pasywów powodujący strukturalną lukę płynności. W rozdziale dokonano również weryfikacji trzeciej hipotezy pomocniczej w brzmieniu: „Zwiększenie stabilności polskiego sektora bankowego, prowadziłoby do zmniejszenia ryzyka destabilizacji polskiego systemu finansowego”.

Rozdział drugi stanowi kompendium wiedzy na temat listów zastawnych, a w szczególności hipotecznych listów zastawnych. Dokonano w nim przeglądu aparatu pojęciowego z zakresu listów zastawnych, wraz z unikalną charakterystyką tego instrumentu – mechanizmem podwójnego regresu. Przedstawiono w nim również inne walory listów zastawnych, które implikują ich wysokie bezpieczeństwo, wywierając pozytywny wpływ na stabilność systemu finansowego. W rozdziale przedstawiony został także mechanizm powstania listów zastawnych i banków hipotecznych na ziemiach polskich, które stanowiły awangardę rynków europejskich i światowych, a także rozwiązania prawne, organizacyjne i ostrożnościowe w krajach UE. Na tym tle zaprezentowano bariery rozwoju i wdrożone rekomendacje dla aktywizacji polskiego rynku listów zastawnych. W niniejszym rozdziale poddano weryfikacji drugą hipotezę pomocniczą: „Do rozwoju rynku listów zastawnych przyczyniłoby się zwiększenie ich atrakcyjności

---

<sup>1</sup> Podział ten nie jest do końca ostry, ponieważ do grupy emitentów zaliczono zarówno banki hipoteczne, jak i banki uniwersalne, które dopiero mogą wystąpić o licencję hipoteczną, a jednocześnie mogą być inwestorami na rynku listów zastawnych. Z kolei Narodowy Bank Polski zakwalifikowany został jako regulator, choć może on również pełnić rolę inwestora.

dla inwestorów oraz usunięcie barier dla transferu portfela kredytowego z banków uniwersalnych do banków hipotecznych”.

W rozdziale trzecim dokonano przeglądu rynku listów zastawnych na poziomie europejskim, który jest jednocześnie centrum rynku światowego dla tych instrumentów. Przegląd z perspektywy emitenta, inwestora i regulatora identyfikuje główne siły determinujące jego przyszły kształt. Zaprezentowano w nim również alternatywne instrumenty wobec listów zastawnych, przez pryzmat celu rozprawy, jakim było oddziaływanie na stabilność systemu finansowego. List zastawny nie jest bowiem jedynym instrumentem, za pomocą którego banki mogą wydłużyć swoje pasywa, ale ma nad pozostałymi istotne przewagi w zakresie: rentowności, płynności i ryzyka. Przedstawiono również uwarunkowania polskiego rynku listów zastawnych oraz sformułowano wnioski odnośnie do perspektyw jego rozwoju, a w konsekwencji zmniejszenia strukturalnej luki płynności i ograniczenia ryzyka destabilizacji polskiego systemu finansowego. W rozdziale poddano weryfikacji pierwszą hipotezę pomocniczą: „List zastawny zapewnia bezpieczeństwo dla inwestora, a dla emitenta stanowi stabilne, długoterminowe źródło finansowania, szczególnie pożądane w okresie kryzysu finansowego”.

Czwarty rozdział przedstawia genezę konsultacji oraz propozycje Komisji Europejskiej (KE) w zakresie harmonizacji europejskiego rynku listów zastawnych, przedstawione w oparciu o zgromadzone najlepsze praktyki nadzoru europejskiego (European Banking Authority, EBA). Rekomendacje KE mają istotny wpływ na polski rynek listów zastawnych, a tym samym na strukturalną lukę płynności występującą w polskim systemie finansowym. W rozdziale zaprezentowano badanie autora, którego celem było wypracowanie stanowiska polskich ekspertów w zakresie przedstawionych przez KE opinii i rekomendacji. Obejmowały one: stan rynku i propozycje kierunkowych oraz szczegółowych rozwiązań w zakresie harmonizacji europejskiego rynku listów zastawnych, w tym ocenę zagrożeń i korzyści dla interesariuszy polskiego rynku listów zastawnych.

W pracy wykorzystano i poddano analizie informacje literaturowe, dostępne w czasopiśmie i innych publikacjach krajowych oraz zagranicznych. Element analizy stanowiły także studia regulacji prawnych w zakresie listów zastawnych i banków hipotecznych. W pracy szeroko wykorzystano materiały analityczne, m.in.: Komisji Nadzoru Finansowego, Narodowego Banku Polskiego, Rządowego Centrum Legislacji, Europejskiego Banku Centralnego, Parlamentu Europejskiego, kongresów i specjalistycznych konferencji, banków hipotecznych i inwestycyjnych, niezależnych ośrodków badawczych, a także przekrojowe materiały analityczne European Covered Bond Council (ECBC).

## Rozdział 1

# STABILNOŚĆ SYSTEMU FINANSOWEGO

Realizacja celu pracy wymagała usystematyzowania pojęcia systemu finansowego i warunków jego stabilności. W niniejszym rozdziale przedstawiono sposoby zapewnienia stabilności systemu finansowego przez sieć bezpieczeństwa finansowego oraz rozwiązania wynikające z globalnego kryzysu finansowego 2007–2009, mające wpływ na stabilność finansową. Dokonano w nim także oceny stanu stabilności polskiego systemu finansowego oraz największych wyzwań dla niego, w tym w szczególności strukturalnej luki płynności, która zgodnie z przyjętą przez autora hipotezą badawczą może być ograniczona za pomocą listów zastawnych.

W ramach określonych wyżej zagadnień w niniejszym rozdziale podjęto również próbę weryfikacji postawionej hipotezy pomocniczej stanowiącej, iż „zwiększenie stabilności polskiego sektora bankowego prowadziłoby do zmniejszenia ryzyka destabilizacji polskiego systemu finansowego”.

### 1.1. System finansowy

W ujęciu potocznym stabilność finansowa jest rozumiana jako zdolność danego podmiotu do regulowania swoich zobowiązań finansowych w określonym czasie<sup>2</sup>. Stosowane w niniejszej publikacji pojęcie stabilności finansowej dotyczy stabilności systemu finansowego. Pojęcia stabilności finansowej i stabilności systemu finansowego potraktowano jako tożsame i stosowano zamiennie. Z uwagi na mnogość interpretacji brak jest w literaturze naukowej i oficjalnych publikacjach jednej, powszechnie obowiązującej definicji tak rozumianego pojęcia stabilności

---

<sup>2</sup> O. Szczepańska, *Stabilność finansowa jako cel banku centralnego. Studium teoretyczno-porównawcze*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2008, s. 13.

finansowej<sup>3</sup>. Zmiany, które dokonały się w systemie finansowym w ostatnich dekadach, w tym znaczący wzrost jego aktywów w stosunku do sfery realnej gospodarki, istotnie zwiększyły rolę systemu finansowego w obszarze gospodarczym i społecznym. Zarysowane w dalszej części rozprawy tło pozwala na pełniejsze zrozumienie pojęcia stabilności finansowej oraz przyczyn, które sprawiają że bezpieczeństwo systemu finansowego jest centralnym punktem zainteresowania i działań rządu oraz banku centralnego.

### 1.1.1. Struktura, modele i funkcje systemu finansowego

System finansowy to integralny element systemu ekonomicznego, który z kolei jest częścią systemu społecznego. Stanowi mechanizm, za pomocą którego świadczone usługi wyzwalają siły nabywcze w gospodarce. Skutkiem jego istnienia jest zjawisko współkreowania pieniądza przez podmioty niefinansowe (gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa) oraz przepływ między nimi strumieni pieniędzy<sup>4</sup>.

Na system finansowy składają się<sup>5</sup>:

- instytucje finansowe (np. banki uniwersalne i specjalistyczne, w tym banki hipoteczne, niebankowe instytucje finansowe, fundusze inwestycyjne, zakłady ubezpieczeń, biura maklerskie);
- instrumenty finansowe (np. zarządzanie środkami finansowymi, produkty kredytowe, instrumenty dłużne, w tym obligacje oraz rodzaj obligacji zabezpieczonych, jakimi są listy zastawne, finansowanie handlu, transakcje walutowe, transakcje zabezpieczające, doradztwo finansowe);
- rynki finansowe (np. rynek pieniężny, kapitałowy, walutowy, instrumentów pochodnych);
- infrastruktura prawno-instytucjonalna (np. regulacje prawne, systemy płatnicze, systemy rozliczania papierów wartościowych, instytucje pośrednictwa finansowego, podmioty regulacyjne i nadzorcze) oraz zasady, które określają sposoby ich funkcjonowania.

Z punktu widzenia źródła finansowania rynku współczesne systemy finansowe funkcjonują w ramach modelu<sup>6</sup>:

- bankowego – model europejski, inaczej kontynentalny, gdzie banki są podstawą systemu finansowego i dominują na rynku usług finansowych;

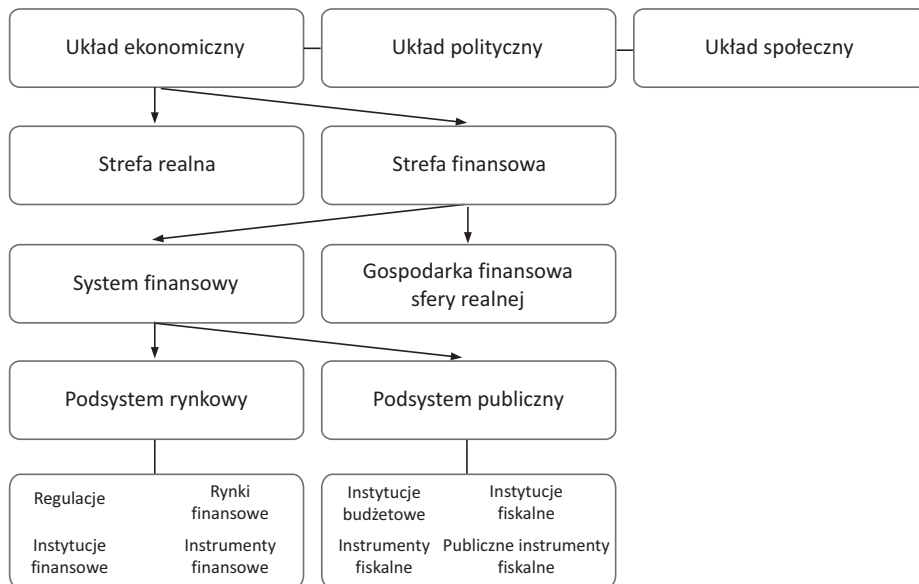
<sup>3</sup> *Stabilność finansowa*, red. M. Iwanicz-Drozdowska, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2014, s. 3; W. Duisenberg, *The Contribution of the Euro to Financial Stability* [w:] *Globalization of Financial Markets and Financial Stability – Challenges for Europe*, Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2001, s. 37–51.

<sup>4</sup> *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, PWN, Warszawa 2004, s. 17–18.

<sup>5</sup> *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002–2003*, red. J. Osiński i in., Narodowy Bank Polski, Warszawa 2004, s. 12.

<sup>6</sup> *Ibidem*, s. 14.

- rynkowego – model anglo-amerykański, gdzie rynki finansowe stanowią istotną konkurencję dla banków i mają znaczącą rolę w pośrednictwie finansowym.



Rysunek 1. Powiązania i struktura systemu finansowego

Źródło: opracowanie własne na podstawie: B. Pietrzak i in., *System finansowy w Polsce...*

Oddziaływanie na gospodarkę i życie społeczne systemu finansowego może być analizowane przez pryzmat pełnionych przez niego ról. Wyodrębnić można następujące funkcje systemu finansowego<sup>7</sup>:

- monetarna (realizacja i rozliczanie płatności);
- kapitałowo-redystrybucyjna (transfer kapitału);
- kontrolna (zarządzanie ryzykiem).

W ramach funkcji monetarnej różne podmioty mają zapewniony dostęp do pieniądza, który umożliwia realizację płatności. Zastosowanie pieniądza prowadzi do uproszczenia procesu wymiany i obniżenia jego kosztów. To z kolei przyczynia się do intensyfikacji handlu usługami i towarami, prowadząc do wzrostu efektywności gospodarowania, zwiększając dobrobyt społeczny<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> *System finansowy...*, s. 19. Szerszy przegląd funkcji i definicji systemu finansowego por. A. Matyszek-Jędrzych, *System finansowy – definicja i funkcje*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 10, s. 3–50; P. Smaga, *Istota stabilności finansowej*, Studia i Prace, Kolegium Zarządzania i Finansów SGH, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2013.

<sup>8</sup> D. Begg, S. Fischer, R. Dornbusch, *Ekonomia*, t. 2, PWE, Warszawa 1993, s. 95.

W ramach funkcji kapitałowo-redystrybucyjnej następuje międzyokresowa alokacja zasobów finansowych między dysponentami nadwyżek finansowych a podmiotami poszukującymi finansowania. W związku z utratą wartości pieniądza w czasie powiązaną z inflacją pieniądź gotówkowy zwykle nie jest najlepszą formą tezauryzacji. W warunkach typowych system finansowy zapewnia zwrot powierzonego pieniądza wraz z odsetkami po upływie wskazanego czasu. Usługi te polegają na przechowywaniu wartości w postaci aktywów finansowych. Kontrakty dłużne (kredyt lub obligacja) mają charakter zobowiązań i są przyrzeczeniem spłaty powierzonego kapitału wraz ze zdefiniowanym strumieniem odsetek. Z kolei kontrakty udziałowe (akcje lub udziały) stanowią przyrzeczenie zwrotu części wartości przedsiębiorstwa, powiększonej o dywidendę. Istotą systemu finansowego jest tworzenie substytutów pieniądza symbolicznego w celu wymiany międzyokresowej<sup>9</sup>. W zakresie funkcji kapitałowo-redystrybucyjnej dokonuje się identyfikacja, wycena i zarządzanie ryzykiem finansowym w czasie.

Funkcja kontrolna i informacyjna systemu finansowego to monitorowanie strumieni pieniężnych, a szczególnie zainwestowanych środków, celem określenia prawidłowości oraz efektywności ich wykorzystania. Funkcja ta zawiera w sobie kontrolę finansową oraz monitoring wpływu instytucji i rynków finansowych na działania podmiotów niefinansowych. Dyscyplinujący charakter tej funkcji wobec uczestników rynków finansowych przejawia się w tym, że muszą oni uwzględniać reakcję rynków na swoje decyzje i zachowania.

Rola systemu finansowego wykracza znacznie poza obsługę płatności i obejmuje obecnie również zarządzanie ryzykiem<sup>10</sup>. Konwersja ryzyka prowadzi do jego redukcji przez agregację i transfer do kompetentnego podmiotu, który jest przygotowany do zarządzania tym ryzykiem. Występują tu dwie główne grupy ryzyka: podmiotowe i płynności. Ryzyko podmiotowe wynika z charakterystyki danego projektu, firmy, rodzaju działalności, kraju. Ryzyko płynności ma swoje źródło w braku pewności co do czasu i ceny wymiany aktywów na pieniądź w przyszłości<sup>11</sup>. Podmioty dysponujące nadwyżkami finansowymi nie mają pewności, czy w określonym czasie będzie możliwe wycofanie ich oszczędności. Z drugiej zaś strony prowadzenie inwestycji wymaga stabilnego finansowania średnio- lub długoterminowego. Pośrednictwo instytucji finansowej redukuje więc ryzyko płynności.

Listy zastawne i emitujące je banki hipoteczne wyraźnie spełniają wszystkie funkcje systemu finansowego, którego są częścią. Powierzenie, przez osoby indy-

<sup>9</sup> G.J. Schinasi, *Safeguarding Financial Stability. Theory and Practice*, IMF, Washington 2005, s. 32–33.

<sup>10</sup> R. Levine, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, „Journal of Economic Literature” 1997, Vol. 35, No. 2, s. 688–726; G. Kaufman, *Central Banks, Asset Bubbles and Financial Stability*, „Federal Reserve Bank of Chicago. Working Paper” 1998, No. WP-98-12; The World Bank, *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, Policy Research Report, Washington 2001.

<sup>11</sup> R. Levine, *Financial Development...*, s. 692.

Książka powstała na podstawie rozprawy doktorskiej napisanej pod kierunkiem dr. hab. Leszka Pawłowicza, prof. UG, która się znalazła w gronie laureatów VI edycji Konkursu o Nagrodę Prezesa NBP za najlepszą pracę doktorską i habilitacyjną z zakresu nauk ekonomicznych. W 2020 r. weszły w życie regulacje harmonizujące europejski rynek listów zastawnych, do których powstania wnieśli wkład polscy eksperci. Ich opinie przedstawiono w niniejszej monografii.

Obecny kryzys, spowodowany pandemią COVID-19, sprawia, że z tym większą uwagą powinniśmy się zastanowić nad problemem niedorozwoju polskiego rynku listów zastawnych. Jego odblokowanie jest ważne z kilku powodów. Z jednej strony pozwalałoby to na istotne zwiększenie rozmiarów wsparcia tarczy antykryzysowej, tak niezbędnej dla ochrony polskiej gospodarki, jednocześnie z drugiej dawałoby szansę na rozwiązanie trzech ryzyk systemowych polskiego sektora bankowego: strukturalnej luki płynności, problemu kredytów frankowych oraz monokultury zmiennej stopy procentowej.

List zastawny jest szczególną obligacją zabezpieczoną, ściśle regulowaną i bardzo bezpieczną dla inwestora. W ponad 250-letniej historii listu zastawnego nie było przypadku jego niewypłacalności, mimo że w tym czasie doszło na świecie do bardzo wielu kryzysów. Poprzedni globalny kryzys finansowy, który miał miejsce w latach 2007–2009, potwierdził, że list zastawny to jedyny instrument zapewniający bankom ciągłość długoterminowego i stosunkowo taniego finansowania. Co charakterystyczne, w szczycie poprzedniego kryzysu koszt pozyskania finansowania przez banki za pomocą listów zastawnych z krajów szczególnie nim dotkniętych był niższy od kosztów długu państwowego, a kolejne kraje, jak np. Norwegia, zbudowały niemal od podstaw swoje rynki listów zastawnych. Podobna szansa stoi obecnie przed Polską.

