

• F I N A N S E I P R A W O F I N A N S O W E •

• Journal of Finance and Financial Law •

Wrzesień/September 2015 • vol. II, no. 3

ISSN 2353-5601

EMISJA LISTÓW ZASTAWNYCH NA PRZYKŁADZIE RYNKU POLSKIEGO I BRYTYJSKIEGO

Tomasz Lechowicz*

Streszczenie:

List zastawny jest formą finansowania nieruchomości opartą na aktywach. Nie każde rodzaje aktywów mogą być wykorzystywane jako przedmiot zabezpieczenia listów zastawnych. Muszą one spełniać bardzo ostre kryteria, tak aby realizacja celów inicjatora nie była zagrożona. Jednym z takich celów jest pozyskanie kapitałów na prowadzenie dalszej działalności oraz rozwój.

Słowa kluczowe: bank hipoteczny, list zastawny, aktywa, kapitały.

JEL Class: C32, E43.

Przyjęto/Accepted : 31.08.2015

Opublikowano/Published: 30.09.2015

WPROWADZENIE

Emitowanie listów zastawnych należy do głównych sposobów pozyskiwania kapitału obcego dla banków hipotecznych.

W przypadku Polski i Wielkiej Brytanii, rynki kredytów hipotecznych podlegają stałym zmianom wynikającym ze zmiany przepisów i wpływu szeregu czynników ekonomicznych i społecznych. W przypadku Polski rynek ten jest słabo rozwinięty, a brak rozwiązań prawnych powoduje duże zróżnicowanie w podejściu do tych kwestii przez instytucje zajmujące się sprzedażą kredytów hipotecznych. Stąd bardzo często występuje brak chęci do współpracy i wymiany niezbędnych danych. Literatura źródłowa podaje różne dane odnośnie poszczególnych wskaźników związanych z kredytami hipotecznymi. Różnice są nieznaczące, ale często powodują trudności z ich zestawieniem. Rynek brytyjski

* Magister Ekonomii, Wydział Ekonomii, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

jest z kolei bardzo rozbudowany zarówno w zakresie oferty produktowej jak i podmiotów udzielających kredyty hipoteczne. Istnieje też wiele instytucji zbierających dane o wskaźnikach kształtujących kredyty hipoteczne. Instytucje te stosują różne metodologie liczenia, co powoduje, że różnice w prezentacji identycznych danych są niekiedy bardzo duże. Nawet Bank of England nie podaje kompletnych informacji o rynku kredytów hipotecznych. Dane prezentowane przez Centralny Bank Anglii nie pokrywają się z danymi The Council of Mortgage Lenders ani z danymi European Covered Bond Council. Różnice występują także w przypadku sprawdzania danych prezentowanych przez inne instytucje finansowe.

Celem artykułu jest przedstawienie listów zastawnych jako źródła pozyskiwania taniego pieniądza dla banków hipotecznych. Listy zastawne wpływają na rozwój rynku finansowego, a także na rozwój rynku nieruchomości poprzez jego finansowanie. Na zakończenie artykułu zostaną przedstawione główne czynniki których wprowadzenie spowoduje rozwój listów zastawnych, a w konsekwencji i banków hipotecznych.

Dla przedstawienia powyższych zagadnień, zostaną wykorzystane dostępne dane empiryczne. Badania obejmują okres 2001–2014 i będą obejmować wybrane dane ekonomiczne Wielkiej Brytanii oraz Polski. Dane analizowane w artykule pochodzą ze zbiorów ECBC. Mogą one różnić się od informacji publikowanych przez instytucje UE czy urzędy statystyczne poszczególnych krajów. Ponieważ jednak znaczna część artykułu poświęcona jest analizie sytuacji ekonomicznej dwóch państw, toteż w celu zapewnienia porównywalności danych, w artykule wykorzystano te pochodzące z ECBC, oparte na wspólnej podstawie metodycznej, a zatem mogą one stanowić bazę dla analiz o charakterze porównawczym.

W opracowaniu przedmiotem analizy są przede wszystkim dane ekonomiczne, takie jak: udział listów zastawnych w finansowaniu kredytów hipotecznych, wartość listów zastawnych w Wielkiej Brytanii i w Polsce, wartość portfela kredytów hipotecznych itp. Nie wyczerpuje to zestawu czynników ekonomicznych determinujących sytuację gospodarczą Wielkiej Brytanii oraz Polski. Jednak dla tego artykułu są to najważniejsze czynniki ekonomiczne. Występuje wiele innych kwestii, które względnie można określić mianem problemów strukturalnych, istotnie wpływających na tę sytuację.

1. DEFINICJA HIPOTECZNEGO LISTU ZASTAWNEGO

Hipoteczny list zastawny to dłużny papier wartościowy, imienny lub na okaziciela, emitowany przez banki hipoteczne, którego podstawą emisji jest wierzytelność zabezpieczona hipoteka. W liście zastawnym banki hipoteczne zobowiązują się do spełnienia określonych świadczeń pieniężnych, takich jak

wypłata odsetek i wykup listów zastawnych. Hipoteczne listy zastawne występują w formie dokumentu lub w postaci zdematerializowanej, mogą być nominaowane w złotych lub w walucie obcej i stanowią ochronę oszczędzającego oraz zabezpieczenie długoterminowych inwestycji. Hipoteczny list zastawny jest atrakcyjną dla wierzyciela banku formą zabezpieczenia transakcji, gdyż należności posiadaczy listów zastawnych zaspokajane są w pierwszej kolejności, przed innymi zobowiązaniami banku, w pełnej wysokości i wraz z należnymi odsetkami [Komisja Nadzoru Finansowego..., 2013, dostęp: 24.08.2014].

Tak więc list zastawny posiada cechy papieru dłużnego, ponieważ jego nabywcy przysługuje związany z nim dług emitenta. Podstawą emisji listów zastawnych może być wierzytelność nabyta od innych banków. Jednak w celach bezpieczeństwa muszą one spełniać określone warunki ustawowe. W przypadku hipotecznych listów zastawnych muszą one być zabezpieczone hipoteką na nieruchomościach które znajdują się w kraju. Hipoteka nie może być ustanowiona na nieruchomościach nietrwałych na przykład na złożach kopalin.

Papiery wartościowe jakimi są listy zastawne charakteryzują się wysokim poziomem bezpieczeństwa, a także względnie niskim ryzykiem inwestycyjnym. Bezpieczeństwo listów zastawnych jest spowodowane tym, że kredyty będące podstawą listów zastawnych są dobrze zabezpieczone, ponieważ górna granica wskaźnika LtV dla kredytów jest szczegółowo regulowana ustawą o listach zastawnych i bankach hipotecznych. W odróżnieniu od banków uniwersalnych banki hipoteczne stosują ponadto bardziej konserwatywną wycenę nieruchomości. Bardzo ważnym czynnikiem bezpieczeństwa listów zastawnych jest też specjalizacja przedmiotu działalności banków hipotecznych, przez co ograniczone jest ryzyko niewypłacalności emitenta. Listy zastawne uważane są jako bezpieczne, ponieważ aktywa pozostają w bilansie banku emitenta.

Instrumenty finansowe jakimi są listy zastawne są bardzo popularne w Europie, gdzie są regulowane aktami prawnymi o charakterze ustawowym, które wymagają przestrzegania szeregu wymogów. Do nich zaliczyć można na przykład sposób określania wartości zabezpieczeń i limitów ostrożnościowych. Banki hipoteczne w Polsce działają w oparciu o przepisy *Ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo Bankowe* [DzU 2002, nr. 72, poz. 665] oraz *Ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych* [DzU 2003, nr. 99, poz. 919]. Ich głównym zadaniem jest finansowanie rynku nieruchomości. Banki tego typu udostępniają długoterminowe kredyty i emitują listy zastawne, a zatem oferują usługi dla dwóch typów klientów, tj. poszukujących długoterminowego kredytu lub bezpiecznych papierów wartościowych o długich terminach wykupu, czyli listów zastawnych [Radlińska 2004: 56–57]. Ostatnia istotna zmiana dotycząca uregulowań prawnych w Wielkiej Brytanii miała miejsce w 2008 r. Ustawa przewiduje model emitenta w formie spółki celowej, w celu uzyskania odrębności masy udziałowej.

Wielkość polskiego rynku listów zastawnych w porównaniu z rynkiem brytyjskim jest niewielka. Udział rynku brytyjskiego w europejskim rynku listów zastawnych wynosi 7.57%, natomiast Polski 0.024% [Analiza raportów *ECBC European Covered Bond Statistics by Country and Asset Type*, 2013]. Jeszcze większą różnicę można zauważyć dokonując porównania listów zastawnych publicznych z listami zastawnymi hipotecznymi. Wartość listów zastawnych w Wielkiej Brytanii wynosi 194.78 mld euro natomiast w Polsce tylko 0.53 mld euro. Wielkość publicznych listów zastawnych w Wielkiej Brytanii wynosi 3.66 mld euro, dla Polski jest to 0.11 mld euro. Na podstawie tych danych widać wyraźnie jak mała jest skala rynku polskiego. Tak mała skala oznacza jednak duży potencjał wzrostu tego rynku.

Inwestorzy w Wielkiej Brytanii oraz w Polsce zaczęli poszukiwać dobrych i pewnych instrumentów finansowych. Po bankructwie banku Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. rynek obligacji zabezpieczonych zamarł z powodu dużej awersji do ryzyka. Wszystkie spready wzrosły, ale dokonując porównania listów zastawnych do niezabezpieczonych obligacji bankowych, wzrost ten był dużo mniejszy, świadczący o pewności tych papierów wartościowych.

Zwiększenie wiarygodności listów zastawnych w 2009 r. było spowodowane przez EBC, który dokonał zakupu obligacji zabezpieczonych (Covered Bond Purchase Programme, CBPP), ogłoszonego 7 maja 2009 r. Na początku 2010 r. wskaźniki listów zastawnych w większości wróciły do normalnego poziomu, występującego sprzed kryzysem. W szczególności można było to zauważyć na polskim rynku listów zastawnych. Ponieważ jest on zbliżony w funkcjonowaniu do rynku niemieckiego, który jest bardziej konserwatywny. Ta cecha powodowała że, inwestorzy przykładali więcej uwagi do bezpieczeństwa wynikającego z tego systemu prawnego. Druga pomoc dla rynku listów zastawnych przeprowadzona została w listopadzie 2011 r. przez EBC, który uruchomił drugi program zakupu obligacji zabezpieczonych.

Powyższe działania EBC, a także sama jakość instrumentu jakimi są listy zastawne sprawiły, że rynek obligacji zabezpieczonych zaczął się stabilizować powodując że spready zaczęły stopniowo maleć. Kryzys finansowy pokazał, że list zastawny jest dobrym i pewnym instrumentem finansowym. W Wielkiej Brytanii, listy zastawne są alternatywą dla papierów rządowych ze względu na swoją stabilność. Warty odnotowania jest fakt że oprocentowania listów zastawnych podlega bezpośredniej i proporcjonalnej zależności do zmian oprocentowania papierów skarbowych. Polega to na tym, że w okresie kryzysu wraz ze spadkiem ratingów poszczególnych krajów spadają również ratingi obligacji zabezpieczonych.

2. CHARAKTERYSTYKA RYNKÓW LISTÓW ZASTAWNYCH W POLSCE I WIELKIEJ BRYTANII

Polski rynek kredytów mieszkaniowych znajduje się w zastoju. Od kilku lat wzrost udzielanych kredytów hipotecznych jest bardzo mały. Ma to ścisły związek z kryzysem ekonomicznym i zapaścią na rynku budowlanym. Społeczeństwo polskie w okresie boomu budowlanego chętnie zaciągało kredyty na zakup domu, czy mieszkania, jednak późniejsze załamanie na rynkach ekonomicznych spowodowało, iż wielu kredytobiorców stanęło przed poważnym problemem spłaty kredytów. Wraz z wybuchem kryzysu przestały wzrastać płace, ceny zaczęły rosnać i jednocześnie gwałtownie też zaczęło wzrastać bezrobocie. Wiele osób z dnia na dzień straciło źródło utrzymania. Banki, które dotychczas chętnie udzielały kredytów, częściej oferowały kredyty na 100% wartości nabywanej nieruchomości i bagatelizowały rzeczywiste zdolności kredytowe klientów, nagle w obawie o swoje wkłady zaczęły ograniczać dostęp do tego typu kredytów. Na ten stan rzeczy dodatkowo nakłada się słabo rozwinięty system bankowości hipotecznej. W Polsce od momentu uchwalenia ustawy o listach zastawnych w 1997 r., która pozwala emitować bankom hipotecznym te papiery wartościowe, powstały zaledwie trzy takie instytucje – mBank Hipoteczny, Pekao Bank Hipoteczny oraz PKO Bank Hipoteczny [Jędrzyński 2005: 4]¹.

Aby emitować listy zastawne muszą być spełnione przez emitentów określone obowiązki zgodnie z zapisami ustawy o publicznym obrocie. Emisja oznacza wykorzystanie środków masowego przekazu jeżeli propozycja jest kierowana do więcej niż 300 osób lub do nieoznaczonego adresata. Sprzedaż listów zastawnych wymaga zgody Komisji Papierów Wartościowych i Giełd lub w wyjątkowych sytuacjach zawiadomienia Komisji, w przypadku notowania banku hipotecznego – emitenta na rynku giełdowym. Emisja musi być kierowana do inwestorów kwalifikowanych, a spółka podlega przez okres co najmniej 18 miesięcy obowiązkowi informacyjnym [*Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r...*]. Nie wymaga się konieczności uzyskania zgody Komisji w przypadku papierów wartościowych występujących w obrocie na rynku wskazanym Komisji Europejskiej przez jedno z państw członkowskich UE jako rynek urzędowy. Działalność wtórnego rynku listów zastawnych polega na oferowaniu do nabycia przez inne podmioty niż emitent hipotecznych lub publicznych listów zastawnych. Obrót listów zastawnych występuje na rynku giełdowym, nieurzędowym rynku giełdowym, a także na nieurzędowym rynku pozagiełdowym. Dokonując porównania emisji listów zastawnych z emisją akcji można stwierdzić, że środki uzyskane z emisji listów zastawnych nie są przeznaczane na działania inwestycyjne emitenta, a są wykorzystywane na prowadzenie akcji kredytowej.

¹ Inne źródła podają liczbę czterech banków hipotecznych, które funkcjonowały w pierwszych latach XXI wieku, a obecnie podaje się trzy banki. Zamiast mBanku Hipotecznego, źródła podają Śląski Bank Hipoteczny.

Oprocentowanie jakie stosują banki hipoteczne powinno być stałe. Jednak coraz częściej emisje oparte są na zmiennej stopie procentowej. Oprocentowanie jest ustalane na przykład na podstawie oprocentowania na rynku międzybankowym czy też oprocentowanie jest ustalane według indeksów rynku listów zastawnych, giełd akcji czy też derywatów. Powiązanie oprocentowania listów zastawnych z oprocentowaniem z innymi instrumentami zwiększa ich atrakcyjność oraz elastyczność jako sposobu lokowania środków, a także chroni przed ryzykiem spadku opłacalności w wyniku pogorszenia się warunków rynkowych.

Sposób ustalania oprocentowania kredytów hipotecznych, a następnie listów zastawnych został określony wymogami rynków na podstawie elastyczności instrumentów finansowych. W sytuacji gdzie coraz więcej rodzajów ryzyka wpływa na wycenę instrumentów finansowych wykorzystywanie wyłącznie stałej stawki procentowej nie jest efektywne.

Aby przeprowadzić emisję listów zastawnych należy przedstawić relację wartości bankowo-hipotecznej nieruchomości do poziomu limitu emisyjnego. Wartość ta stanowi 60% dla wartości zabezpieczeń w porównaniu do emisji listów zastawnych. Jak wiadomo pod wpływem zmian czynników makroekonomicznych ulegają zmiany cen nieruchomości. Dlatego bardzo ważne jest prawidłowe określenie bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości, która będzie zabezpieczać kredyt przez cały okres kredytowania i mogła w sposób bezpieczny zabezpieczać interesy kredytodawcy.

Poziom bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości ustala się głównie w oparciu o czynniki pozyskiwane na rynku. Z tego powodu, zwłaszcza w warunkach polskich, zalecana jest szczególna ostrożność przy ich doborze i ocenie. Koniecznością jest więc dokonywanie przez banki hipoteczne szerokiej analizy rynku (nie tylko rynku nieruchomości). Banki angażujące się w finansowanie rynku nieruchomości, zwłaszcza banki hipoteczne, winny posiadać szeroką wiedzę na temat rynku nieruchomości i wszystkich mających na niego wpływ czynników ryzyka. Bez spełnienia tych warunków nie jest możliwe należyte sporządzanie ekspertyz bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości i szacowanie długookresowego ryzyka bankowego².

Listy zastawne to papiery wartościowe o średnio i długoterminowym horyzoncie czasowym. Ich wielkość oraz wartość jest znacznie większa w Wielkiej Brytanii niż w Polsce i dlatego na brytyjskim rynku wtórnym listów zastawnych występuje dobra płynność. Ważną cechą banków hipotecznych jest uwzględnianie wysokiego pozycjonowania w strategiach rozwoju banku, tworzenia całościowego systemu zarządzania ryzykiem. Jego składowymi są:

- aktywna kontrola ryzyka rynkowego, na którą składają się metody zarządzania wartością w warunkach ryzyka (Value at risk, VAR), analiza wrażliwości oraz stosowania zachowawczych limitów dla ryzyka rynkowego,

² Rekomendacja F dotycząca podstawowych kryteriów stosowanych przez Komisję Nadzoru Bankowego przy zatwierdzeniu regulaminów ustalania bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości wydawanych przez banki hipoteczne [Komisja Nadzoru Bankowego, 2003: 2].

– sprawność procesów i instrumentów osiągnięta przede wszystkim poprzez stosowania wewnętrznego systemu ratingowego (ryzyko kredytowe oraz transakcyjne), systemtyczna i wczesna identyfikacja ryzyka oraz określenie właściwych procedur kredytowych,

– aktywne zarządzanie portfelem, dywersyfikacja w celu optymalizowania relacji ryzyko a dochów, całościowe zarządzania portfelem poprzez określanie celów nowych dziedzin biznesowych z uwzględnieniem możliwego do zaakceptowania poziomu ryzyka, ciągłą analizę portfela i zastosowania nowoczesnych instrumentów zarządzania portfelem,

– celowa alokacja kapitałów własnych, bazująca na rachunku równoważenia relacji ryzyko a dochów oraz aktywne zarządzanie kapitałem ustawowym – współczynnik wypłacalności przynajmniej na poziomie 6% dla kapitału akcyjnego i 10% dla funduszy własnych (powyżej wymogów bazylejskich) [Group Annual Report 2002: 61].

Właściwe stworzenie warunków zewnętrznych, skutecznego nadzoru oraz polityki wewnętrznej, dobrych regulacji prawnych dotyczących banków hipotecznych oraz ich stabilności może spowodować rozwój banków hipotecznych oraz systemu bankowego i całego rynku nieruchomości.

Udział listów zastawnych, jako podstawowego narzędzia zabezpieczenia jest znikomy i zazwyczaj nie przekracza 1%. Ich wartość w Polsce wynosi jedynie ok. 1,5 mld zł rocznie. Najczęstszą metodą refinansowania kredytów są depozyty, lub jak w przypadku banków hipotecznych typu BRE Hipoteczny, BPH lub Kredyt Banku pożyczki w euro zaciągane na międzynarodowym rynku finansowym bądź u akcjonariuszy. W pozostałych przypadkach aż 90% stanowiły depozyty krótko-, a rzadziej średnioterminowe. Za ten stan rzeczy odpowiadają bezkonkurencyjne banki komercyjne, które finansują krajowy rynek nieruchomości i wykorzystują wysokie restrykcje w regulacjach prawnych w zakresie bankowości hipotecznej. List zastawny (ang. *covered bonds*), który funkcjonuje od 2000 r. na polskim rynku kapitałowym, jest długoterminowym papierem dłużnym emitowanym przez banki hipoteczne. Charakteryzuje się wysokim poziomem bezpieczeństwa i niskim ryzykiem inwestycyjnym. Jego podstawę stanowi zabezpieczenie wierzytelności z tytułu udzielonego przez bank kredytu.

Banki hipoteczne wykorzystują w swojej działalności wyłącznie najlepsze zabezpieczenia jakimi są hipoteka oraz gwarancje lub poręczenia podmiotów o największej zdolności kredytowej. Ustawa pozwala przyjąć wierzytelności banku hipotecznego wpisane do rejestru zabezpieczenia listów zastawnych jako wystarczające zabezpieczenie stanowiące podstawę emisji listów. Do innych zabezpieczeń banku hipotecznego zalicza się m.in. wierzytelności, które wpisuje się do rejestru zabezpieczenia hipotecznych listów zastawnych i które zabezpiecza się wpisem w księdze wieczystej, aby bank był pierwszym wierzycielem w ewentualnym postępowaniu egzekucyjnym [*Finansowanie nieruchomości...*, 2009: 34].

W tab. 1 pokazano udział listów zastawnych w finansowaniu kredytów hipotecznych. Ten instrument finansowy osiągnął wysoki udział w takich krajach jak Dania (ok. 92%), czy Niemcy (80%). W Polsce w 2012 r. udział listów zastawnych w refinansowaniu kredytów wynosił ok. 0,8%, w Wielkiej Brytanii ok. 8%. Podstawowa różnica w zakresie emisji listów zastawnych polega na tym, że w Polsce może je emitować jedynie wyspecjalizowany bank, a w Wielkiej Brytanii spółka celowa. Fakt, że w Polsce funkcjonują tylko trzy banki hipoteczne mogące emitować listy zastawne powoduje, że ich rynek jest bardzo skromny. Dla przykładu w 2010 r. wartość rynku listów zastawnych w Wielkiej Brytanii wynosiła 208 918 mln euro, a w Polsce zaledwie 636 mln euro [*Raport z prac grupy ds. emisji listów...*, 2013: 9–10]. Jeżeli spojrzeć na rynek listów zastawnych w całej Europie, to na koniec 2011 r. udział w emisji takich instrumentów przez Wielką Brytanię wyniósł 7,57%, co dawało jej szóste miejsce wśród państw europejskich. Tymczasem polski udział w tym rynku wyniósł 0,025% i jedynie Łotwa miała mniejszy udział.

Tabela 1. Udział listów zastawnych w finansowaniu kredytów hipotecznych [w %]

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PL	0,04	0,05	0,08	0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9
UK	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	4,2	5,4	6,8	8,0	8,8	12,1

Źródło: UKNF; Fundacja na rzecz rozwoju Kredytu Hipotecznego, *Analiza raportów Hypostat z lat 2004–2014*; ECBC, *Analiza raportów ECBC European Covered Bond Statistics by Country and Asset Type z lat 2003–2013*; Bank of England.

W Wielkiej Brytanii listy zastawne były emitowane przez spółki celowe, gdyż brakowało uregulowań prawnych dla tego instrumentu, toteż nie funkcjonowały publiczne listy zastawne, a jedynie hipoteczne listy zastawne. W tab. 2 pokazano wartości emisji listów zastawnych publicznych i hipotecznych w Polsce i Wielkiej Brytanii za lata 2003–2014 wyrażone w euro.

Tabela 2. Wartości listów zastawnych w Wielkiej Brytanii i w Polsce [w mld euro]

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Typ LZ
PL	160	220	558	453	676	561	583	511	527	657	707	907	Hipoteczny
	–	–	–	–	131	137	139	126	112	110	84	110	Publiczny
UK	–	–	–	–	–	125764	109473	125250	121623	147425	112715	–	Hipoteczny
	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	Publiczny

Źródło: UKNF; Fundacja na rzecz rozwoju Kredytu Hipotecznego, *Analiza raportów Hypostat z lat 2004–2014*; ECBC, *Analiza raportów ECBC European Covered Bond Statistics by Country and Asset Type z lat 2003–2013*; Bank of England.

Banki hipoteczne mogą pozyskiwać tańsze finansowania poprzez emisję listów zastawnych. Ta działalność pozwala im skutecznie konkurować z bankami uniwersalnymi na rynku kredytów hipotecznych. Z reguły marża banków hipotecznych kształtuje się w przedziale 0.5–1% i jest dużo niższa niż w bankach uniwersalnych, gdzie oprocentowanie wynosi średnio powyżej 4%. Kredyty hipoteczne mogą stanowić podstawę emisji listów zastawnych. Aby tego dokonać musi być spełniony warunek równowagi pomiędzy wielkością spłat kredytów oraz kosztami ponoszonymi na emisję listów zastawnych. Dochód banku hipotecznego osiągnąć z wierzytelności stanowiących zabezpieczenie emisji listów zastawnych w złotych lub w walutach obcych nie może być niższy od kosztów z tytułu odsetek płatowanych nabywcom listów zastawnych. Refinansowanie jest w dużej mierze ograniczone. Wiąże się to z tym, że łączna kwota wartości hipotecznych listów zastawnych w obrocie nie może być większa od sumy nominalnej kwoty wierzytelności banku zabezpieczonych hipotecznie. Wyjątkiem z reguły jest pokrycie zastępcze, które wynosi 10% kapitałów własnych. Listy zastawne mogą być emitowane w postaci dokumentu lub może to być zapis elektroniczny. Listy zastawne nie posiadają bezpośredniego zabezpieczenia prawnego, jak jest w przypadku kredytów hipotecznych gdzie zabezpieczeniem jest nieruchomość. Muszą tutaj wystarczać konkretne reguły i procesy w zakresie prowadzonej gospodarki finansowej banku hipotecznego. Ważną rzeczą jest to, że bank hipoteczny odpowiada całym swoim majątkiem za zobowiązania z tytułu sprzedanych listów zastawnych, natomiast zabezpieczeniem emisji listów zastawnych są wierzytelności hipoteczne i publiczne wpisane do rejestru zabezpieczeń.

Kredyty hipoteczne w Polsce i Wielkiej Brytanii różnią się między sobą, a różnice te wynikają z odmienności systemów bankowych, innej charakterystyki rynku budownictwa mieszkaniowego oraz zróżnicowanej struktury społecznej. O ile w Wielkiej Brytanii rynek kredytów hipotecznych jest względnie ustabilizowany, to w Polsce raczej dopiero raczkuje. Kredyt hipoteczny to produkt długoterminowy, a przez to jego koszt całkowity jest bardzo wysoki, bo zazwyczaj kredytobiorca przez cały okres spłacania odda wierzycielowi co najmniej dwukrotność sumy pożyczanej. Niskie są jednak koszty początkowe, czyli takie, które decydują o uruchomieniu linii kredytowej. Na koszty kredytu hipotecznego składają się wszystkie opłaty, jakie ponosi kredytobiorca. Do tych opłat zalicza się przede wszystkim oprocentowanie kredytu, na które składa się stopa bazowa oraz marża banku. Wartość kredytu powiększają koszty, w których są m.in. opłaty manipulacyjne, koszty ubezpieczeń, prowizja banku (jednorazowa) oraz spread walutowy [Sądecki 2006: 84].

Banki hipoteczne stosują spread walutowy do naliczania własnych zysków w przypadku udzielania kredytów w obcych walutach. Jest to instrument, który zwiększa dochody banków. Spread walutowy to różnica między kursem kupna waluty a jej sprzedaży. Podaje się ją w procentach i jest to jedno z podstawo-

wych narzędzi pozyskiwania dochodu banku. Kredyt zaciągany w walucie obcej jest wypłacany w złotych po kursie kupna, czyli niższym, a spłacany po kursie sprzedaży, czyli wyższym. Ta procedura przyczynia się do szybkich zmian wielkości raty kredytu i zwiększenia zysku bankowego [*Co to jest spread walutowy?*, dostęp: 24.04.2015]. Problemem w określeniu wielkości spreadu walutowego jest fakt, że każdy bank liczy go po własnym kursie walutowym, co powoduje, że jednego dnia średnia wartość spreadu może być bardzo zróżnicowana w różnych bankach. Przykładowo, 28 kwietnia 2015 r. spread walutowy dla CHF w Credit Agricole wynosił 6,76%, a w BGK zaledwie 0,99%. Szacuje się, że w 2014 r. ok. 700 tys. Polaków miało zaciągnięty kredyt hipoteczny we franku szwajcarskim, a zatem wielkość spreadu jest dla nich bardzo istotna, bo to nic innego jak prowizja banku, której wielkość bank nalicza według własnych zasad [*Spread franka szwajcarskiego...*, dostęp: 28.04.2015]. Niestety Polska znajduje się na drugim miejscu, zaraz po Austrii, w wielkości zaciągniętych kredytów hipotecznych we frankach szwajcarskich. Wartość polskich zobowiązań wynosiła w 2014 r. 34 mld euro.

Na polskim rynku kredytów hipotecznych panuje spory bałagan, gdyż ich udzielaniem powinny zajmować się głównie banki hipoteczne, specjalizujące się w tym produkcie, ale w praktyce każdy bank może ich udzielać na własnych zasadach. W 2008 r. w Polsce funkcjonowało aż osiem banków, które udzielały kredytów hipotecznych w wysokości przekraczającej 100% wartości nabywanej nieruchomości. Prawdziwym rekordzistą w tym zakresie był DOM Bank, którego kredyt mógł wynieść nawet 130% wartości kupowanej nieruchomości [Sądecki 2008: 100].

O popularności kredytów hipotecznych decydują czynniki kształtujące popyt na nie. Same stanowią istotny instrument rozwoju rynku nieruchomości. Im więcej banki udziela kredytów i na wyższe kwoty, tym ceny nieruchomości są wyższe, a cały rynek szybciej się rozwija. W tym samym okresie banki obniżają wymogi co do uzyskania zdolności kredytowej, a to zwiększa popyt na mieszkania. Niestety w praktyce nie jest to jednoznaczne ze wzrostem podaży, gdyż w przypadku Polski występują spore ograniczenia prawne, głównie w dostępie do niezabudowanych działek. W efekcie nastąpił okresowy wzrost popytu nad podażą, co wywołało bardzo wysoki wzrost cen nieruchomości. W 2007 r. wyniósł on 28% i należał do najwyższych wśród 21 największych państw europejskich. Innym czynnikiem jest wskaźnik siły nabywczej. Wylicza się go na podstawie ilorazu przeciętnego wynagrodzenia w stosunku do ceny metra kwadratowego mieszkania. Wskaźnik waha się zazwyczaj w przedziale 0,3 do 0,5 w przypadku polskich miast, a dla Londynu od lat utrzymuje się na poziomie 0,32–0,35. Istotna dla popytu kredytów hipotecznych są także czynniki ekonomiczne, społeczne i demograficzne. Czynniki ekonomiczne zwiększają zdolność kredytową obywateli wskutek wzrostu zarobków lub spadku cen. Czynniki społeczne to m.in. emigracja, która pokazała, że wśród młodych osób, opuszczają-

cych kraj wzrosło zainteresowanie kupna mieszkania podczas pobytu zagranicą lub po jego powrocie. Natomiast czynnikami demograficznymi określano wzrost zainteresowania zakupem nieruchomości przez osoby w wieku 28–32 lata. Te trzy ostatnie czynniki miały ogromne znaczenie w latach 2005–2008, bo na ich podstawie GUS przyjął wzrost ilości gospodarstw domowych do ok. 2022 r. W praktyce miało to oznaczać wzrost zainteresowania kredytami hipotecznymi [Paczóska 2008: 264–265].

Polskie banki hipoteczne znajdują się jeszcze na etapie rozwoju w zakresie palety ofert kredytowych, tymczasem rynek brytyjski oferuje szereg nowoczesnych rozwiązań. W Wielkiej Brytanii jest dobrze rozwinięty system hipotek odwrotnych, w których bank przejmuje na własność nieruchomość, poprzez wypłacanie dotychczasowemu właścicielowi dożywotniej renty w wysokości ustalonej się na podstawie wartości nieruchomości. W Polsce system ten pojawił się niedawno. Innym rozwiązaniem są kredyty balonowe (odsetkowe), które są przeznaczone głównie dla osób zamożnych chcących zakupić nieruchomość w celu jej dalszej odsprzedaży, gdy wzrośnie jej wartość. W tej usłudze kredytobiorca spłaca jedynie odsetki, natomiast główną sumę pożyczki spłaca w jednej transzy po sprzedaniu nieruchomości. W Polsce rozwijają się także kredyty, które w Wielkiej Brytanii osiągnęły już spory sukces. To kredyty powiązane z indywidualnym kontem oszczędnościowym. Kredytobiorca w ramach kredytu inwestuje nadwyżki finansowe ze swojego rachunku w instrumenty finansowe, które osiągają wyższe stopy zwrotu niż oprocentowanie samego kredytu. Jest to tzw. mechanizm dźwigni finansowej. Jeszcze innym rozwiązaniem są kredyty umożliwiające tzw. uwalnianie kapitału z nieruchomości. To rodzaj kredytu, w którym można raz spłaconą część kapitału uruchomić na nowo. Jest to podobne rozwiązanie do kredytu odnawialnego, a podstawową różnicą jest niższe oprocentowanie dzięki zabezpieczeniu hipoteką [Paczóska 2008: 263]. Różnice w ofercie kredytowej są najlepiej widoczne po porównaniu liczby udzielanych kredytów i wartości portfela kredytów hipotecznych w Polsce i w Wielkiej Brytanii (tab. 3 i 4).

Tabela 3. Liczba czynnych umów o kredyt hipoteczny
w Polsce [w tys. zł] i w Wielkiej Brytanii [w bln £]

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PL	b.d.	289,8	405,3	521,4	717,1	945,5	1135,7	1302,6	1374,1	1448,8	1630,7	1704,4	1819,8	1860,6
UK	b.d.	27,5	30,2	34,5	38,6	41,5	42,5	38,2	35,8	36,8	40,1	39,4	51,5	b.d.

Źródło: Paczóska [2008: 264–265]; Fundacja na rzecz rozwoju Kredytu Hipotecznego, *Analiza raportów Hypostat z lat 2001–2014*.

Tabela 4. Wartość portfela kredytów hipotecznych w Polsce [w mld zł] i Wielkiej Brytanii [w bln £] w latach 2001–2014

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PL	14	20	29,5	35,7	50,4	77,6	116,6	192,6	214,9	263,6	313,7	316,3	330,8	350,4
UK	b.d.	b.d.	b.d.	54,3	52,3	47,8	45,8	39,6	38,5	40,3	40,5	42,3	56,2	b.d.

Źródło: Paczóska [2008: 264–265]; Fundacja na rzecz rozwoju Kredytu Hipotecznego, *Analiza raportów Hypostat z lat 2001–2014*.

Biorąc pod uwagę udział kredytów hipotecznych w stosunku do PKB można zauważyć, że Polska należy do grona państw o słabo rozwiniętym rynku. Dopiero w 2010 r. udział ten osiągnął poziom 20%, jednak jest on najwyższy wśród państw byłego bloku wschodniego. Natomiast rynek brytyjski jest jednym z większych wśród państw europejskich. Udział kredytów hipotecznych w stosunku do PKB w przypadku Wielkiej Brytanii oscyluje na względnie zrównoważonym poziomie ok. 80–90%, co daje temu rynkowi czwarte miejsce w Europie [Tułodziecka 2012: 5].

Tabela 5. Kredyty hipoteczne jako % PKB w Polsce i Wielkiej Brytanii

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PL	b.d.	2	4	5	7	9	11	16	18	20	22	25	27	30
UK	b.d.	86	89	88	84	82	86	80	89	85	84	85	86	88

Źródło: Tułodziecka [2012: 5]; Fundacja na rzecz rozwoju Kredytu Hipotecznego, *Analiza raportów Hypostat z lat 2001–2014*.

Informacje o średniej stopie procentowej dla kredytów hipotecznych na rynku brytyjskim podają trzy źródła – „Federal Home Loan Mortgage Corporation’s (Freddie Mac)”; „HSH Associates” oraz „Federal Housing Finance Board”. Wszystkie źródła podają wartości miesięczne oprocentowania stopy w skali roku, 15 lat lub 30 lat. Jednak każda z tych instytucji korzysta z innych metod zliczania danych i uzyskane wartości różnią się między sobą. Freddie Mac korzysta z danych wyłącznie banków komercyjnych i spółek celowych zajmujących się kredytami hipotecznymi, HSH Associates wykorzystuje uśrednione dane dla 2–3 tys. kredytów udzielonych w danym roku rozrachunkowym, natomiast FHFB stosuje uśrednioną wartość wszystkich typów kredytów hipotecznych udzielanych w Wielkiej Brytanii, czyli udzielanych przez banki komercyjne, spółki celowe i pozostałe podmioty mające uprawnienia do udzielania takich kredytów. FHFB wykorzystuje także informacje o kredytach, które nie są brane pod uwagę przez pozostałe źródła, jak np. kredyty hipoteczne zamknięte przed upływem 5 lat od dnia uruchomienia. Wartości w tym opracowaniu podano wyliczone miesięczną stopę procentową w skali roku z miesiąca grudnia ze źródła – Freddie Mac.

Tabela 6. Stopy procentowe kredytów mieszkaniowych w złotych dla gospodarstw domowych [w %; na koniec I kw.]³ i w GBP [w %; na koniec grudnia]

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PL	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	8,1	5,8	5,7	7,9	7,0	6,9	6,2	7,0	6,1	b.d.
UK	5,23	4,12	3,76	4,18	5,17	5,45	5,50	5,00	4,30	3,31	2,79	2,54	2,56	2,40

Źródło: https://www.nbp.pl/publikacje/rynek_nieruchomosci/ceny_mieszkan_03_2013.pdf; www.bankofengland.co.uk

W Wielkiej Brytanii klientom indywidualnym najczęściej oferuje się dwa typy kredytów hipotecznych – tzw. *repayment mortgage* lub *interest only mortgage*. W pierwszym przypadku jest to kredyt, w którym pożyczony kapitał jest spłacany wraz z odsetkami stopniowo podczas trwania kredytu, a drugi typ kredytu charakteryzuje się spłatą samych odsetek od pożyczki w miesięcznych ratach. Wartość pożyczonego kapitału wpłaca się miesięcznie na długoterminowe inwestycje lub do planu oszczędnościowego, a zwrot z tych inwestycji powinien pokryć w całości kredyt po upływie określonego w umowie terminu. Jeżeli tak się nie stanie, bank może przejąć nieruchomość [*Poznaj rodzaje kredytów hipotecznych...*, dostęp: 29.04.2014].

Banki hipoteczne w Wielkiej Brytanii opierają się na przepisach dotyczących budownictwa i rynku nieruchomości. Ważną rolę odgrywa tu stawka VAT na dostawę nowych mieszkań, ich modernizację, przebudowę lub remont obiektów zaliczanych do budownictwa społecznego. Budownictwo społeczne to mieszkania o powierzchni do 150 m² i domy jednorodzinne do 300 m². Zgodnie z obowiązującymi przepisami, uchwalonymi do 1 stycznia 2008 r. stawka VAT dla budownictwa społecznego została utrzymana na poziomie 7%, a dla pozostałego podniesiono ją do 22%. Informacja o możliwości podniesienia stawki VAT na budownictwo społeczne po 1 stycznia 2008 r. przyczyniła się do wzmożonego zainteresowania zakupem nieruchomości jeszcze przed końcem 2007 r. W 2006 r. obniżono opłaty sądowe za założenie i wpis do hipoteki do 200 zł. Jest to prawdziwa rewolucja w tym segmencie, ponieważ dotychczas opłaty te były uzależnione od ceny nabywanej nieruchomości i mogły wynieść nawet kilka tysięcy złotych. Ustawa z dnia 8 września 2006 r. o finansowym wsparciu rodzin w nabywaniu własnego mieszkania pozwoliła na refundację z budżetu państwa 50% stawki referencyjnej ustalanej na podstawie przeciętnej trzymiesięcznej stopy WIBOR powiększonej o dwa punkty procentowe [Paczóska 2008: 266–267].

W 2014 r. przygotowano projekt ustawy przygotowany przez Ministerstwo Finansów o listach zastawnych. Podstawowe zmiany legislacyjne w tym instrumencie zostały przygotowane w rekomendacji Kongresu Bankowości Detalicznej. Zasadniczą zmianą ma być wyłączenie listów zastawnych z limitów inwestycyjnych emitenta w towarzystwach ubezpieczeniowych, co pozwoli na

³ Łaszek i in. [2013: 12–13].

zwiększenie możliwości finansowania przez rynek. W rekomendacji zalecono także zniesienie podatku od odsetek od listów zastawnych. Podatek ten był wypłacany na rzecz inwestorów zagranicznych. Jego zniesienie pozwoli ujednolicić i uprościć postępowanie w nabywaniu listów, a także zwiększyć ich atrakcyjność dla inwestorów zagranicznych. Konieczne jest także rozszerzenie przepisów prawa w zakresie procedury zaspokajania wierzytelności po upadłości emitenta listów zastawnych. Dotychczasowe przepisy są nie jasne i budzą wiele wątpliwości co do ich interpretacji. Rekomenduje się również zwiększenie limitu refinansowania z 60% do 80% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości. Pozwoli to na wzrost puli aktywów, które mogłyby być refinansowane. Kolejnym zapisem w ustawie jest rozszerzenie o zapis uwzględniający możliwość zaliczenia do kosztów uzyskania przychodu, rezerw na wierzytelności z tytułu kredytów i pożyczek nabytych przez bank hipoteczny od innych banków, czyli tzw. podatek CIT. Obecne odliczenia są zawężone do wierzytelności z tytułu kredytów i pożyczek własnych banku. Nie jest to jednak rozwiązanie właściwe, bo ogranicza atrakcyjność refinansowania istniejącego portfela hipotecznego. Również zwolnieniu z podatku VAT dotyczy nabycie wierzytelności kredytowych dla ich refinansowania. Ma to służyć uproszczeniu procesu emisyjnego, gdyż do dnia zmiany ustawy banki musiały występować o indywidualne interpretacje podatkowe. Ponadto ustawa nakłada obowiązek elektronicznego obiegu dokumentów w trakcie transferu zabezpieczeń, aby przyspieszyć cały proces [*Rekomendacje dla zwiększenia bezpieczeństwa polskiego...*, 2014].

Rząd nadal opracowuje dokumenty legislacyjne związane z listami zastawnymi. Rządowe Centrum Legislacyjne obraduje nad pakietem zmian w kilku najważniejszych ustawach dotyczących bankowości w celu odblokowania rynku listów zastawnych. Oczekuje się, że zmiany wejdą w życie jeszcze w roku 2015. Przygotowywany pakiet zmian obejmuje przede wszystkim kwestie udogodnień legislacyjnych w obrocie listami zastawnymi. Również problematyczna jest kwestia podatku VAT, który skutecznie ogranicza atrakcyjność tego instrumentu finansowego. Rząd chce jednak podjąć tę kwestię w osobnej, indywidualnej interpretacji podatkowej. Z kolei kwestia transferu zabezpieczeń, zostanie rozpatrzona w projektowanych zmianach ustawy kodeksu postępowania cywilnego oraz w ustawie o księgach wieczystych i hipotece.

W ciągu ostatnich 20 lat, listy zastawne bardzo dobrze rozwinęły się w większości banków europejskich. Mniejsze zainteresowanie osiągnęły w takich krajach jak Francja, czy Wielka Brytania, ale i tak obecnie jest to udział kilkuprocentowy. Tymczasem w Polsce praktycznie nie zafunkcjonowały. Emisje listów zastawnych osiągnęły jedynie wysoki poziom w 2008 r., kiedy ich wartość osiągnęła ok. 197 mln euro [Frontczak i Majewski 2010: 19]. Dalszy rozwój rynku wtórnego kredytów udzielanych przez banki hipoteczne będzie uzależniony od możliwości finansowania inwestycji w nieruchomości indywidualne i komunalne w Polsce. Na rozwój publicznego rynku listów zastawnych

i jego płynność wpływ będzie miała odsprzedaż listów zastawnych przed czasem ich wykupu oraz niekorzystne kształtowanie się cen listów zastawnych w obrocie wtórnym. Przyszły sukces emisji listów zastawnych będzie spowodowany stosunkowo niskim oprocentowaniem, a także tym, że banki hipoteczne pod wpływem ustaw i regulacji stwarzają wysoki poziom bezpieczeństwa zainwestowanych środków pieniężnych.

Na atrakcyjność listów zastawnych jako ofert lokacyjnej mogą zaważyć w tym względzie cechy odróżniające banki hipoteczne od banków uniwersalnych. Należą do nich:

- specjalny nadzór Komisji Nadzoru Bankowego nad działalnością banku hipotecznego, status powiernika,

- zawężenie zakresu czynności banku hipotecznego do realizowania przede wszystkim czynności kredytowych i pozyskania na nie środków z emisji hipotecznych i publicznych listów zastawnych (monopol emisyjny),

- specjalny status hipoteki ustanowionej na rzecz banku hipotecznego, wierzytelność która ma być wpisana do rejestru zabezpieczeń hipotecznych listów zastawnych może być zabezpieczona wyłącznie hipoteką wpisaną na pierwszym miejscu w księdze wieczystej (przywilej egzekucyjny), nieruchomości, na której ustanowiona jest hipoteka musi mieć określoną wartość bankowo-hipoteczną przy pomocy metody dochodowej i kosztowej,

- wielkość emisji listów zastawnych jest ograniczona ustawowymi limitami emisji, które monitorowane są poprzez sporządzanie i weryfikowanie codziennego rachunku zabezpieczeń dokonywanych w oparciu o zapis w rejestrach listów zastawnych,

- w przypadku ogłoszenia upadłości banku hipotecznego wierzytelności wpisane do rejestru zabezpieczeń hipotecznych oraz publicznych listów zastawnych tworzą odrębną masę, która służy zaspokojeniu roszczeń posiadaczy listów zastawnych (jest to tzw. przywilej upadłościowy) [Półtorak 2008: 102].

PODSUMOWANIE

Rynek kredytów hipotecznych w Wielkiej Brytanii jest duży w porównaniu z jego polskim odpowiednikiem, ale jest tak samo zależny od sytuacji na rynku nieruchomości. Kryzys z 2008 r. zachwiał poważnie cenami nieruchomości, co odbiło się na kondycji rynku kredytów. Jednak wielkość tego rynku spowodowała chwilową stagnację, która powoli zanika. W Polsce nie wystarcza już sama poprawa na rynku nieruchomości. Konieczne są jeszcze zmiany legislacyjne i te aktualnie trwają.

Trudności w pozyskiwaniu źródeł finansowania polskiego rynku hipotecznego skutkują finansowaniem długoterminowych ekspozycji bardzo krótkimi pasywami – depozytami. Sytuacją niespotykaną jest fakt, że polskie prawo pozwala bankom emitować długoterminowe instrumenty dłużne, pomimo że ten

rynek skupiając te instrumentów w Polsce prawie nie funkcjonuje. Banki nie korzystają z długoterminowych pasywów, co jest niebezpieczne zarówno ze względów ostrożnościowych – może powodować niedopasowanie terminów zapadalności, jak i regulacyjnych – dotyczących wskaźników adekwatności finansowej.

Rynek listów zastawnych nie rozwinął się w Polsce z kilku powodów:

- ograniczenia instytucjonalne w zakresie procedury ustanawiania zabezpieczeń hipotecznych,
- brak możliwości inwestowania w listy zastawne przez fundusze emerytalne i towarzystwa ubezpieczeniowe w większym udziale,
- nadpłynność rynku finansowego,
- możliwość uzyskania finansowania przez banki hipoteczne od spółek – matek,
- silna konkurencja ze strony dłużnych papierów skarbowych, która w połączeniu z koniecznością stanowienia rezerwy obowiązkowej od emitowanych listów zastawnych stwarza niekorzystne warunki konkurencyjne,
- listy zastawne nie posiadają gwarancji Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, które mogły by zachęcić inwestorów do większego inwestowania w te papiery wartościowe.

Usunięcie lub nawet znaczące ograniczenie tych powodów, spowodują rozwój listów zastawnych, a tym samym banków hipotecznych w Polsce

Najważniejszą sprawą wydaje się stworzenie takich warunków, aby emitowane listy zastawne były atrakcyjne dla inwestorów. Dlatego konieczne jest aby listy zastawne mogły przedstawiać inwestorom odpowiednie korzyści ekonomiczne (zmiany podatków, ulgi) jednocześnie zapewniając opłacalność transakcji. Równie ważne jest aby listy zastawne zapewniały inwestorom gwarancję bezpieczeństwa powierzonych pieniędzy (ocena emisji przez agencję ratingową) oraz zwiększały popyt na emisję.

BIBLIOGRAFIA

Analiza raportów *ECBC European Covered Bond Statistics by Country and Asset Type* z lat 2003–2013.

Analiza raportów Hypostat z lat 2004–2014.

Co to jest spread walutowy?, <http://www.kredytjakwbanku.pl/index.php/kredyty/co-to-jest-spread-walutowy/>, dostęp: 24.04.2015.

Finansowanie nieruchomości przez banki w Polsce. Stan na czerwiec 2008, KNF 2009.

Frontczak K, Majewska J., 2010, *Przykłady zastosowania emisji papierów komercyjnych i bankowych papierów wartościowych w Polsce i na świecie*, UW, Wydział Nauk Ekonomicznych, Warszawa, plik ppt.

Jędrzyński J., 2015, *Bankowość hipoteczna w Polsce. Czy weście ruszy z miejsca?*, „Gazeta Prawna”, 11 kwietnia.

Komisja Nadzoru Finansowego: Raport z prac Grupy ds. emisji listów zastawnych przez banki. 2013, dostęp: 24.08.2014.

- Łaszek J., Augustyniak H., Olszewski K., Gajewski K., 2013, *Informacja o cenach mieszkań i sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce...*, NBP, Instytut Ekonomiczny, Warszawa.
- Paczóska A., 2008, *Rynek kredytów hipotecznych w Polsce*, „Zeszyty Naukowe SGH”, nr 23.
- Poznaj rodzaje kredytów hipotecznych w UK, <http://finanse24.co.uk/poznaj-rodzaje-kredytow-hipotecznych-w-uk/>, dostęp: 29.04.2014.
- Półtorak B., 2008, *Sekurytyzacja kredytu hipotecznego na podstawie działalności banków hipotecznych*, CeDeWu.PL Wydawnictwa Fachowe, Warszawa.
- Radlińska K., 2004, *Znaczenie sektora bankowego w finansowaniu nieruchomości mieszkaniowych*, „Zeszyty Naukowe Wydziału Nauk Ekonomicznych”, nr 17.
- Raport z prac grupy ds. emisji listów zastawnych przez banki, 2013, UKNF.
- Rekomendacja F dotycząca podstawowych kryteriów stosowanych przez Komisję Nadzoru Bankowego przy zatwierdzeniu regulaminów ustalania bankowo-hipotecznego wartości nieruchomości wydawanych przez banki hipoteczne, 2003, Komisja Nadzoru Bankowego, Warszawa.
- Rekomendacje dla zwiększenia bezpieczeństwa polskiego systemu bankowego poprzez rozwój rynku listów zastawnych. *Gdzie jesteśmy?*, 2014, Kongres Bankowości Detalicznej.
- Sąddecki B., 2006, *Potęga w kredytach hipotecznych*, „Home & Market”, nr 09.
- Sąddecki B., 2008, *Dom, ziemia, mieszkanie, kredytowanie*, „Home & Market”, nr 03.
- Spread franka szwajcarskiego, http://www.banki.pl/spread_walutowy_frank, dostęp: 28.04.2015.
- Tułodziecka A., 2012, *Rynek kredytów hipotecznych i instrumentów finansowania w Polsce na tle innych państw UE*, Fundacja na rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa (aktualizacja danych do 2014 ze strony Fundacji).
- Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, DzU 1997, nr 118, poz. 754 z późn. zm., art. 63.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo Bankowe, DzU 2002, nr 72, poz. 665.
- Ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych, DzU 2003, nr 99, poz. 919.

EMISSION OF MORTGAGE BONDS ON THE EXAMPLE OF POLISH AND BRITISH MARKET

Mortgage bond is a form of real estate financing based on assets. Not all types of assets can be used as collateral for mortgage bonds. They must comply with very strict criteria in order to achieve the objectives of the initiator was not threatened. One of the goals is to raise capital to conduct further operations and development.

Key words: mortgage bank, mortgage bond, assets, equity.