



Rada programowa

Laszlo Csaba
Central European University, Węgry

Marian Gorynia
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Polska

Joze Gricar
University of Maribor, Słowenia

Wiesław M. Grudzewski
Polska Akademia Nauk, Polska

Waldemar Karwowski
University of Central Floryda, USA

Kazimierz Kuciński
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Polska

Elżbieta Mączyńska
Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Polska

D. Mario Nuti
Sapienza University of Rome, Włochy

Vitalija Rudzkiene
University of Vilno, Litwa

Roman Sobiecki
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Polska

Israel Spiegler
Tel-Aviv University, Izrael

Keijo Virtanen
University of Turku, Finlandia

Redaktor statystyczny

Zbigniew Strzelecki
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Redaktor naczelny

Andrzej Herman

Zespół redakcyjny

Alicja Kołodko
redaktor tematyczny, zastępca redaktora naczelnego

Ryszard Ginalski redaktor

Mirosław Makowski opracowanie graficzne

Adres redakcji

Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie
Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie

budynek M, pok. 111

02-513 Warszawa

ul. Madalińskiego 6/8

tel./fax: (0-22) 564 92 36

redakcja@przedsiębiorstwo.waw.pl

Prenumerata

Nella Mamos-Sutkowska

tel./fax: (0-22) 564 92 36

e-mail: nmamos@sgh.waw.pl

www.przedsiębiorstwo.waw.pl

Dystrybucja

Oficyna Wydawnicza

Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie

02-554 Warszawa; al. Niepodległości 164

tel. (0-22) 564 94 77; fax: (0-22) 564 86 86

www.wydawnictwo.waw.pl



Liczba punktów do oceny parametrycznej jednostek naukowych – 6.

Materiałów niezamówionych redakcja nie zwraca. Redakcja nie płaci honorariów. W tekstach publikowanych zastrzega sobie prawo do skrótów, zmian tytułów, adriastacji. Artykuły są zatwierdzone do publikacji po uzyskaniu pozytywnych recenzji.

Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie

Wszelkie prawa zastrzeżone. Kopiowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie całości lub fragmentów niniejszej publikacji bez zgody wydawcy jest zabronione.

Nakład: do 3000 egzemplarzy

Druk i oprawa:
Agencja Reklamowo-
-Wydawnicza
Arkadiusz Grzegorzczak
ww.grzeg.com.pl

Na okładce zmodyfikowane zdjęcie z kolekcji Digital Vision

Gabriel Główka

Refinansowanie bankowych aktywów hipotecznych

Podstawowym warunkiem udzielenia długoterminowych kredytów hipotecznych jest posiadanie przez banki kredytujące odpowiedniego kapitału. Kredyty przeznaczone na finansowanie nieruchomości mieszkaniowych, z uwagi na relację pomiędzy ceną mieszkania i przeciętnymi dochodami kredytobiorców, mają bardzo długi okres spłaty, często kilkudziesięcioletni.

Taki charakter kredytów wymaga odpowiedniego dostosowywania aktywów i pasywów banków finansujących nieruchomości mieszkaniowe. Bilans kredytodawców powinien być zrównoważony w długim okresie po obu jego stronach. W innym przypadku wywołuje to ryzyko utraty płynności banku. W związku z tym system finansowania nieruchomości mieszkaniowych powinien określać zarówno zasady i formy gromadzenia, jak i zasady rozdziału środków poprzez udzielanie kredytów na finansowanie mieszkań. Niniejsze opracowanie poświęcono problemom dotyczącym tego pierwszego obszaru, w odniesieniu do aktualnych polskich uwarunkowań.

W obecnym kształcie system finansowania nieruchomości mieszkaniowych w Polsce jest oparty prawie wyłącznie o banki uniwersalne, które funkcjonują w ramach depozytowego modelu finansowania budowy mieszkań. Zasadniczą cechą tego modelu jest to, że dominującym źródłem refinansowania akcji kredyto-

wej są depozyty bankowe. Gromadzone są one w bankach w formie rachunków bieżących, oszczędnościowych oraz lokat terminowych. Warto dodać, że banki uniwersalne mogą również pozyskiwać środki poprzez emisję różnego rodzaju papierów wartościowych. W Polsce jednak ta forma ma zdecydowanie mniejszy udział w refinansowaniu działalności banków uniwersalnych, niż w przypadku rynków rozwiniętych. Jako jedyne znaczące wydarzenie w tym obszarze w ostatnim czasie, można uznać uplasowanie w 2009 roku przez Bank PKO BP S.A. emisji euroobligacji na kwotę 800 mln euro. Emisja ta pokazała, że istnieje popyt inwestorów na tego rodzaju papiery dłużne największego polskiego banku, w którym dominującą pozycję posiada państwo. Ta udana emisja wyznaczyła również benchmark ceny długu niezabezpieczonego dla innych banków uniwersalnych, funkcjonujących na polskim rynku¹⁾.

Za główną zaletę refinansowania mieszkaniowych kredytów hipotecznych poprzez depozyty, uznaje się szeroki dostęp banków do tego dosyć stabilnego i w miarę taniego źródła środków. Z obserwacji rynku polskiego wynika, że koszt pozyskania środków poprzez depozyty był jak dotąd niższy od kosztu ich pozyskiwania z innych źródeł, w tym z rynku kapitałowego poprzez emisję papierów wartościowych²⁾. Pomimo, że odsetkowe koszty depozytów i rachunków różniły

się w poszczególnych bankach, to możemy przyjąć, że średni koszt kształtował się poniżej stawki WIBID.

Zasadniczą jednak wadą refinansowania długoterminowych kredytów mieszkaniowych poprzez depozyty jest krótki okres, na jaki są one lokowane. Kreuje to ryzyko płynności banków, poprzez wyraźne niedostosowanie terminów zapadalności ich aktywów, jakimi są długoterminowe kredyty hipoteczne i finansujące je krótkie pasywa⁴⁾. W Polsce do końca 2007 roku nie było specjalnego problemu z tak kreowanym ryzykiem płynności systemu bankowego. Był to okres, w którym tylko część zgromadzonych w systemie bankowym pasywów finansowało akcją kredytową dla sektora niefinansowego. Związana z tym nadpłynność oznaczała, że banki posiadały wówczas znaczną nadwyżkę pasywów, pochodzących głównie z depozytów, nad wielkością akcji kredytowej. W takich warunkach nie odczuwały one presji związanej z bieżącą i długoterminową płynnością.

Na przełomie lat 2007–2008 sytuacja zaczęła zmieniać się. Bardzo szybki wzrost długoterminowych kredytów hipotecznych, i towarzyszące temu zjawisko wydłużania się terminów ich spłaty, doprowadziły do zmiany oceny przez banki ryzyka płynności. Ponadto, począwszy od połowy 2008 roku polski rynek bankowy zaczął funkcjonować pod wpływem negatywnych zjawisk, obserwowanych na rynkach hipotecznych innych krajów, które zapoczątkowały światowy kryzys finansowy. Kryzys ten wywołał brak zaufania i dużą niepewność wśród instytucji finansowych i inwestorów. Jedną z istotniejszych konsekwencji obu tych zjawisk była utrata przez polski sektor bankowy, charakterystycznej dla niego wcześniej, stałej strukturalnej nadpłynności. Z analizy danych NBP wynika, że w latach 2007–2010 pojawiła się w polskim systemie bankowym – po raz pierwszy w warunkach gospodarki ryn-

kowej – nadwyżka wartości udzielonych kredytów nad wartością zgromadzonych depozytów, która wynosiła kilkanaście procent³⁾. Z kolei analizując sytuację pod tym względem w 2011 roku widać, że była ona wśród banków dosyć zróżnicowana. I tak stosunek kredytów do depozytów kształtował się w BRE Banku na poziomie 131,6 proc., w Kredyt Banku 110 proc., w Millennium 108,0 proc., w Banku PKO BP 101,0 proc. Z drugiej strony relacja ta w Banku Pekao wynosiła 86,1 proc., a w Banku ING i CitiHandlowym 72 proc^{7,8)}.

Nawet jeśli kolejna faza kryzysu finansowego obserwowana w 2011 roku spowodowała, że tak określana luka płynności uległa okresowemu ograniczeniu, wskutek niższego poziomu kredytowania w polskiej gospodarce, przy jednoczesnym spadku zainteresowania innymi, bardziej ryzykownymi formami oszczędzania niż depozyty, to problem ten z dużym prawdopodobieństwem powróci wraz ze stabilizacją i ożywieniem rynku kredytowego w Polsce, oraz odpływem części środków z depozytów do bardziej rentowych inwestycji. W efekcie banki będą funkcjonowały pod wpływem co najmniej dwóch ograniczeń, jeśli chodzi o refinansowanie długoterminowych kredytów hipotecznych: ograniczonej ilości depozytów oraz krótkich terminów lokowania środków, co stanowi cechę charakterystyczną klasycznych depozytów. Dodatkowo niekorzystny wpływ na płynność będzie miał ograniczony dostęp banków do środków z rynków międzynarodowych.

W ostatnich latach banki miały stosunkowo łatwy dostęp do tego rodzaju środków, gdyż większość z nich należy do międzynarodowych grup finansowych. Według szacunków NBP wartość finansowania „ciągnionego” w ostatnim czasie z zagranicy to ponad 70 mld PLN w kredytach i ponad 60 mld w depozytach²⁾. Po wydarzeniach z drugiej połowy 2008 roku uzupełnianie przez banki w taki

sposób środków jest znacznie trudniejsze, a często wręcz niemożliwe.

W przypadku ryzyka utraty płynności trzeba wziąć również pod uwagę konieczność wdrożenia w systemie bankowym, w najbliższych latach, tzw. regulacji Bazylei III, w których na problemy zapewnienia płynności banków w dłuższym okresie kładzie się szczególny nacisk. Wystarczy wskazać chociażby współczynnik płynności powyżej jednego roku, tak zwany NSFR (*net stable funding ratio*), który banki w przyszłości będą musiały spełniać⁵⁾. Dla banków funkcjonujących na polskim rynku może mieć to istotne znaczenie z uwagi na fakt, że w kilku ostatnich latach nastąpił bardzo dynamiczny wzrost (ponad 30-40 proc. w skali roku) długoterminowych kredytów hipotecznych, któremu nie towarzyszyła podobna dynamika wzrostu długich depozytów bankowych, chociażby o zapadalności 2-3 lat. Ryzyko utraty płynności zaczęło narastać także z uwagi na zwiększający się udział długoterminowych kredytów mieszkaniowych w aktywach banków.

Warto podkreślić, że do niedawna portfel kredytów hipotecznych stanowił mniej niż 20 proc. wszystkich aktywów, natomiast w 2011 roku udział ten wyniósł już 25 proc. To jednak tylko średnia – w niektórych bankach długoterminowe kredyty hipoteczne stanowią znacznie większą część aktywów. Zgodnie z opinią NBP, jeśli udział długoterminowych kredytów hipotecznych przekracza 20-30 proc. portfela kredytowego, to wówczas konieczna jest dywersyfikacja źródeł jego refinansowania, poprzez wprowadzenie instrumentów długookresowych. Brak tego typu rozwiązań jest równoznaczny z narastaniem ryzyka stabilności systemu bankowego, nawet gdy opiera się on na silnych bankach, z dużą bazą depozytową^{8,9)}.

Zmiany w modelu depozytowym

Biorąc pod uwagę wskazane uwarunkowania muszą zostać podjęte działania

na rzecz zmian w dotychczasowym sposobie refinansowania kredytów na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Celem tych działań powinno być przede wszystkim uzyskanie przez banki możliwie szerokiego dostępu do funduszy długoterminowych, które lepiej korespondowałyby z kredytami hipotecznymi. W przeciwnym przypadku może wystąpić ryzyko poważnych zakłóceń w funkcjonowaniu banków przy dalszym rozwijaniu akcji kredytowej i zwiększaniu udziału długoterminowych kredytów hipotecznych w ich aktywach. W konsekwencji narastającego ryzyka płynności rozwój kredytowania hipotecznego, na miarę potrzeb polskiego rynku nieruchomości mieszkaniowych, nie będzie możliwy. K. Pietraszkiewicz podkreśla, że: *do tej pory banki finansowały kredyty terminowe krótkimi depozytami, teraz ich na to nie stać. Jeśli nie stworzymy systemu długofalowego oszczędzania, banki nie tylko ograniczą dostęp do kredytów hipotecznych, ale też nie będą finansowały projektów infrastrukturalnych*¹⁰⁾.

Działania tego rodzaju muszą mieć zatem charakter priorytetowy. Brak długoterminowych źródeł finansowania staje się jednym z głównych problemów, przed którymi staje polski system finansowania nieruchomości mieszkaniowych w najbliższych latach²⁾.

Generalnie można wskazać dwa kierunki działań, które dawałyby szansę poprawy sprawności funkcjonowania w Polsce modelu refinansowania mieszkaniowych kredytów hipotecznych opartego o depozyty. Po pierwsze, zbudowanie systemów gromadzenia długoterminowych oszczędności, a po drugie stworzenie warunków umożliwiających zmniejszenie pozycji bilansowych banków uniwersalnych, stanowiących długoterminowe mieszkaniowe kredyty hipoteczne. W tym ostatnim przypadku chodzi o możliwość sprzedaży, w miarę potrzeb, tego rodzaju aktywów innym podmiotom, na przykład specjalistycznym ban-

kom hipotecznym emitującym listy zastawne, lub innym bardziej płynnym bankom uniwersalnym.

Zwiększanie dostępu banków do długoterminowych środków depozytowych możliwe jest przy użyciu wielu sposobów. Jednym z ważniejszych jest wprowadzenie systemu wieloletniego oszczędzania na mieszkanie, ale również na emeryturę i zdrowie. W przypadku, gdyby taki mechanizm był w stanie mobilizować odpowiednie kwoty prywatnych oszczędności, to zmieniłby się korzystnie sposób funkcjonowania depozytowego modelu finansowania nieruchomości mieszkaniowych.

Zbudowanie takiego systemu wymaga jednak spełnienia kilku niezbędnych warunków. Podstawowy z nich to motywacja do udziału w takiej formie oszczędzania. Doświadczenia wysokorozwiniętych krajów wskazują, że systemy takie cieszyły się zainteresowaniem przede wszystkim wtedy, gdy były objęte subsydiami rządowymi. Subsidia miały najczęściej formę ulg podatkowych lub premii za systematyczne oszczędzanie. Trudno obecnie w warunkach kryzysu finansów publicznych oczekiwać stworzenia systemu wspieranego dopłatami pochodzącymi bezpośrednio z budżetu państwa. Będzie to zapewne niemożliwe w najbliższych latach. Wydaje się, że instrumentem wystarczającym byłaby ulga w podatku dochodowym od osób fizycznych, lub chociażby ulga w postaci zwolnienia dochodów odsetkowych od tego rodzaju oszczędności z podatku od dochodów kapitałowych.

W sytuacji ograniczeń budżetowych należy rozważyć przynajmniej zmianę, polegającą na zwolnieniu z podatku od dochodów odsetkowych od wkładów oszczędnościowych na cele mieszkaniowe, emerytalne i zdrowotne, oraz wszystkich pozostałych bankowych lokat terminowych dłuższych niż trzy lata. Rozwiązanie takie miałoby istotne znaczenie dla budowy systemu długoterminowego oszczędzania. Powszechnie znana

jest bowiem duża wrażliwość tego rodzaju systemów na oddziaływanie instrumentów podatkowych.

Modele wykorzystujące dłużne papiery wartościowe

Pozyskiwanie kapitałów w celu refinansowania długoterminowych kredytów hipotecznych możliwe jest również, jak to wskazują doświadczenia rozwiniętych rynków, poprzez emitowanie odpowiednich papierów wartościowych. Papiery wartościowe wykorzystywane do refinansowania długoterminowych kredytów hipotecznych powinny posiadać takie cechy, jak przede wszystkim¹⁰⁾:

- długi okres,
- wysoki poziom bezpieczeństwa środków lokowanych w długim okresie w ocenie inwestorów,
- akceptowany przez inwestorów poziom rentowności,
- płynny obrót tego rodzaju instrumentów na rynku wtórnym.

Prognozy rozwoju rynku kredytów hipotecznych w Polsce w pełni uzasadniają wniosek, że system finansowania nieruchomości mieszkaniowych musi zostać wyposażony w rozwiązania, umożliwiające zdecydowanie szersze refinansowanie na rynku kapitałowym. Warto zbadać możliwości wykorzystania w tym celu dwóch podstawowych instrumentów, czyli listów zastawnych oraz sekurytyzacji aktywów hipotecznych. Wydaje się, że w aktualnych uwarunkowaniach w pierwszej kolejności należy skupić uwagę na stworzeniu warunków do zdecydowanie szerszego wykorzystania listów zastawnych. Po pierwsze, dlatego, że model oparty o listy zastawne istnieje na polskim rynku, choć w mocno ograniczonej formie. Po drugie, istota i specyfika listu zastawnego oraz doświadczenia wielu krajów w posługiwaniu się tym instrumentem, wskazują jaką wagę przykładają do norm bezpieczeństwa przy udzielaniu kredytów hipotecznych, w modelu wy-

korzystującym instrument listów zastawnych do ich refinansowania.

Z obserwacji wielu gospodarek europejskich wynika, że pomimo różnych wstrząsów, tamtejsze banki refinansujące swoje kredyty hipoteczne poprzez listy zastawne zachowały dobrą jakość aktywów, a emitowane przez nie listy z reguły nie zawodziły oczekiwań inwestorów. Listy zastawne okazały się odporne na kryzys i stanowiły bardzo ważny instrument utrzymywania płynności banków, pomimo że ogólna awersja do ryzyka w kręgu inwestorów wywołała pewne zróżnicowanie w postrzeganiu ich wiarygodności w poszczególnych krajach. Te standardy bezpieczeństwa nabierają obecnie szczególnego znaczenia. Z uwagi na skutki ostatniego kryzysu, mogą wystąpić w najbliższych latach znaczne wahania poziomu inflacji i tempa wzrostu gospodarczego, co może przekładać się na wahania stóp procentowych i dochodów, w stopniu zagrażającym zdolności gospodarstw domowych do obsługi mieszkaniowych kredytów hipotecznych.

W Polsce specjalistyczne banki hipoteczne, które próbowały wdrożyć listy zastawne jako skuteczne rozwiązanie, mające zapewnić bardziej zrównoważoną pod względem ryzyka płynności strukturę źródeł refinansowania kredytów hipotecznych, nie spełniły oczekiwań. Ocenę taką można sformułować z uwagi na stopień instytucjonalnego rozwoju specjalistycznych banków hipotecznych, wartości udzielonych kredytów, a przede wszystkim ze względu na wartość wyemitowanych listów zastawnych i ich udział w refinansowaniu kredytów hipotecznych. Z obserwacji tego rynku wynika, że jeśli obowiązująca w Polsce ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych miałyby być podstawą do znacznego rozszerzenia zakresu wykorzystywania listów zastawnych do refinansowania mieszkaniowych kredytów hipotecznych, to wymagałaby ona takich zmian, które

realizowałyby przynajmniej dwa podstawowe cele.

Po pierwsze, zmiany te umożliwiłyby emisję listów zastawnych pod określonymi warunkami przez banki uniwersalne. W trosce o jakość wiarygodności hipotecznych takich banków, należałoby wprowadzić standardy kredytowania i wyceny zabezpieczeń podobne do tych stosowanych w bankach specjalistycznych. Chodzi tutaj przede wszystkim o wprowadzenie pojęcia bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości, jako szczególnej wartości przyjmowanej do wyceny nieruchomości przy ustanawianiu hipotecznego zabezpieczenia udzielanych kredytów. Bankowo-hipoteczna wartość nieruchomości jest czymś innym niż wykorzystywana obecnie w bankach uniwersalnych wartość rynkowa, odzwierciedlająca aktualną sytuację na rynku nieruchomości. Jej celem byłoby zapewnienie bezpieczeństwa kredytów długoterminowych i opartych na nich papierów wartościowych, również o długim horyzoncie zapadalności. Przy wykorzystaniu bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości chodzi przede wszystkim o specjalną, uwzględniającą specyfikę kredytowania nieruchomości, procedurę oceny ryzyka związanego zarówno z samą nieruchomością, jak i zmianami rynkowymi.

Banki uniwersalne musiałyby wypracować procedury systematycznego przewidywania i oceny przyszłych zmian sytuacji rynkowej, w celu możliwie najlepszego oszacowania wynikającego stąd ryzyka, negatywnie wpływającego na zmiany wartości nieruchomości. Wprowadzone zostałyby tym samym pożądane działania, zapobiegające przewartościowaniu zabezpieczeń udzielanych kredytów hipotecznych. Stanowiłoby to jeden z najważniejszych filarów bezpieczeństwa emitowanych przez banki uniwersalne listów zastawnych. Ponadto, doszłoby wówczas prawdopodobnie do rozpowszechnienia w bankach uniwersalnych

zasad wyceny nieruchomości, podnoszących bezpieczeństwo wszystkich udzielanych długoterminowych kredytów hipotecznych. Byłby to ważny i duży przełom organizacyjno-prawny w kredytowaniu nieruchomości w naszym kraju.

Kolejnym warunkiem, zapewniającym bezpieczeństwo inwestorom nabywającym listy zastawne emitowane przez banki uniwersalne, powinno być organizacyjne i prawne wyodrębnienie w bilansie banków puli aktywów hipotecznych, które będą stanowić podstawę emisji listów zastawnych. Działalność banków uniwersalnych nie jest tak przejrzysta, jak w przypadku banków specjalistycznych, z uwagi na szeroki zakres podejmowanych czynności o zróżnicowanym stopniu ryzyka. Takie wyodrębnienie miałyby na celu zapewnienie lepszej oceny jakości tych aktywów, oraz wyeliminowanie wpływu ryzyka związanego z wieloma innymi operacjami przeprowadzanymi przez banki uniwersalne na bezpieczeństwo emitowanych listów zastawnych.

Wreszcie w przypadku stworzenia podstaw prawnych umożliwiających emisję listów zastawnych przez banki uniwersalne, bardzo ważną kwestią byłaby ochrona depozytów w sytuacji upadłości banku. Z rozwiązań stosowanych na rynkach rozwiniętych wynika, że w takiej sytuacji część masy upadłościowej zabezpieczającej listy zastawne (kredyty zabezpieczone hipoteką wpisane do specjalnego rejestru), zostaje wydzielona i służy zabezpieczeniu tylko roszczeń inwestorów posiadających listy zastawne. Takie rozwiązanie w sposób wyraźny pogarsza sytuację deponentów banku. Wydaje się, że niezbędne byłoby stworzenie zatem w naszym kraju odpowiednich regulacji dotyczących gwarantowania depozytów, uwzględniających tego rodzaju problemy.

Deregulacja przywileju emisji listów zastawnych mogłaby przynieść wymierne korzyści. Banki uniwersalne mogłyby utrzymywać normy płynnościowe, co nie

hamowałoby ich aktywności w obszarze długoterminowego finansowania nieruchomości. Zmiana regulacji prawnych dałaby szansę na wzrost wolumenu emisji listów zastawnych na polskim rynku, i tym samym wzrost ich udziału w długoterminowym refinansowaniu mieszkaniowych kredytów hipotecznych.

Natomiast drugim celem takiej nowelizacji powinno być stworzenie podstaw do wykorzystania banków hipotecznych, jako „wehikułów” do emisji listów zastawnych w oparciu o zbudowane portfele hipoteczne w bankach uniwersalnych. Pozwoliłoby to im na zmniejszanie pozycji bilansowych stanowiących długoterminowe kredyty hipoteczne. Realizacja tego celu wymagałaby stworzenia znacznie szerszych, niż istniejące dotąd, możliwości obrotu wierzytelnościami hipotecznymi na polskim rynku finansowym, co stworzyłoby warunki do transferu aktywów z banków uniwersalnych do banków hipotecznych. Do tej pory nie udało się bowiem wdrożyć w Polsce kompleksowego rozwiązania w bankowości hipotecznej. Stworzono podstawy prawne umożliwiające funkcjonowanie banków hipotecznych, emisję listów zastawnych przez te podmioty oraz ich zakup przez inwestorów. Ale jak dotąd, pomimo upływu blisko dwunastu lat od powstania pierwszego banku hipotecznego, nie uregulowano obrotu wierzytelnościami hipotecznymi. Chodzi przede wszystkim o przenoszenie hipoteki.

Podstawową barierą prawną obrotu wierzytelnościami hipotecznymi w naszym kraju jest zasada akcesoryjności hipoteki, która praktycznie uniemożliwia rozdzielenie wierzytelności od hipoteki stanowiącej jej zabezpieczenie. Skutkiem akcesoryjności hipoteki jest brak możliwości transferu wierzytelności bez przeniesienia hipoteki. Po drugie, obowiązuje tutaj zasada wpisu konstytutywnego, co oznacza, że przy przeniesieniu wierzytelności konieczne jest ujawnienie zmia-

ny wierzyciela w księdze wieczystej⁶⁾. W związku z tym procedura nabycia wierzytelności hipotecznej jest obecnie długotrwała i kosztowna.

Niedostatek uregulowań w tym zakresie bardzo utrudnia bankom hipotecznym pełnienie roli emitenta listów zastawnych w oparciu o nabyte na rynku aktywa hipoteczne. Tymczasem z przepisów prawa wynika, że ich zasadniczą rolą na rynku finansowym jest emisja listów zastawnych. Działalność na rynku kredytowania gospodarstw domowych i podmiotów gospodarczych miała mniejsze znaczenie dla ustawodawcy⁴⁾. Brak odpowiednich rozwiązań utrudnia polskim bankom hipotecznym zakup portfeli wierzytelności hipotecznych nawet od banków – ich właścicieli, i tym samym pełnienie roli emitenta listów zastawnych, w celu pozyskiwania długoterminowych środków w ramach własnej grupy kapitałowej. Rozwiązania takie z powodzeniem funkcjonują w wielu krajach, w tym na znajdującym się w początkowej fazie rozwoju rynku węgierskim.

Odnosząc się do możliwości wykorzystania na polskim rynku drugiego z potencjalnych rozwiązań, jakim jest technika sekurytyzacji aktywów hipotecznych, trzeba podkreślić, że transakcje tego typu były powszechnie stosowane w wielu krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej. Z uwagi na rozproszone ryzyko jest to rozwiązanie znacznie bardziej elastyczne i dynamiczne z punktu widzenia rozwoju sprzedaży kredytów hipotecznych, niż bardziej konserwatywny sposób oparty o listy zastawne. Warto jednak zauważyć, że sekurytyzacja, która wydawała się dostępnym dla banków sposobem refinansowania aktywów hipotecznych, w świetle doświadczeń i problemów ze stosowaniem tego instrumentu wynikających z kryzysu finansowego, wymaga na pewno przewartościowania, a tym samym pogłębionej i obiektywnej oceny, na co potrzebny jest odpowiedni czas. Z doświadczeń tych

wynika, że sekurytyzacja jest trudną techniką refinansowania kredytów hipotecznych, przede wszystkim ze względu na ryzyko związane z asymetrią informacji, hazardem moralnym, ratingiem, itp.

W Polsce nie ma żadnych doświadczeń dotyczących stosowania technik sekurytyzacyjnych, poza wierzytelnościami straconymi oraz wierzytelnościami handlowymi i należnościami leasingowymi, przy przeprowadzaniu których banki odgrywały drugoplanową rolę administratora, czerpiąc dochody z prowizji. Wykorzystanie sekurytyzacji aktywów hipotecznych jest bardzo utrudnione czy wręcz niemożliwe w obecnej infrastrukturze prawnej i rynkowej. Jej zastosowanie wymagałoby zatem podjęcia prac związanych z wprowadzeniem ułatwień dla sekurytyzacji aktywów hipotecznych. Poza tym, jak pokazują doświadczenia innych krajów, ten model refinansowania kredytów hipotecznych, przynajmniej w początkowej fazie funkcjonowania, potrzebuje wiarygodnego emitenta papierów wartościowych, na przykład instytucji udzielającej gwarancji rządowych dla papierów emitowanych w oparciu o spełniające określone standardy kredyty hipoteczne. Spełnienie tego warunku w aktualnych polskich realiach wydaje się raczej trudne do realizacji.

Nie oznacza to oczywiście, że w dalszej perspektywie sekurytyzacja aktywów hipotecznych nie znajdzie na polskim rynku zastosowania. Z przebiegu kryzysu finansowego wynika, że to nie sama technika sekurytyzacji była podstawową przyczyną zawirowań w systemie finansowym, lecz przede wszystkim jakość portfeli kredytów hipotecznych stanowiących podstawę emisji papierów wartościowych. Sekurytyzacja, która w założeniu miała przyczynić się do zdywersyfikowania ryzyka wśród wielu podmiotów, i do odporności systemu finansowego na wstrząsy, w zastosowanym modelu biznesowym doprowadziła do niekontrolowanego „rozrastania” się ryzyka i naruszania stabilności

systemowej. Podstawową tego przyczyną był brak skutecznych narzędzi monitorowania ryzyka kredytowego w bardzo długim łańcuchu pośredników. Dlatego tak ważne jest, aby w przypadku prób wykorzystania sekurytyzacji w naszym kraju możliwe było ustanowienie odpowiednich regulacji, które skłaniałyby do dbałości o jakość aktywów hipotecznych będących podstawą emisji papierów wartościowych. Przy okazji warto zaznaczyć, że po doświadczeniach ostatniego kryzysu, sekurytyzacja nadal nie najlepiej kojarzy się inwestorom. Zasadne więc wydaje się pytanie, czy byliby oni zainteresowani inwestowaniem, przynajmniej w najbliższym okresie, w tego rodzaju instrumenty finansowe na polskim rynku.

Polski system finansowania nieruchomości mieszkaniowych w zakresie refinansowania aktywów hipotecznych

banków, powinien być oparty o bardziej niż dotychczas zdywersyfikowane źródła pozyskiwania środków. W jego docelowym kształcie musi zostać wykorzystany zarówno sprawnie funkcjonujący model depozytowy, oparty o banki uniwersalne, jak i rozwiązania oparte o formułę wtórnego rynku wierzycelności hipotecznych i emisję dłużnych papierów wartościowych, w tym przede wszystkim listów zastawnych. Oba te segmenty powinny wzajemnie uzupełniać się. System powinien gromadzić znaczną ilość długoterminowych środków, i tym samym stabilizować poziom ryzyka bankowego związanego z udzielanymi kredytami hipotecznymi. Tak ukształtowany system finansowania nieruchomości mieszkaniowych dawałby szansę na skuteczne wspieranie rozwoju rynku mieszkaniowego bez ryzyka destabilizacji sektora bankowego.

Bibliografia:

1. Cyburt P., *Polski list zastawny – bilans po 10 latach*, „Finansowanie Nieruchomości”, 2010, nr 3.
2. Główka G., *Mieszkaniowy kredyt hipoteczny w Polsce*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010, s. 110–111.
3. Hansen B., *Kredytodawcy czy emitenci?*, „Bank”, 1999, nr 11.
4. Krysiak Z., *Deficyt długoterminowych źródeł finansowania kredytów hipotecznych jako determinanta negatywnych scenariuszy kryzysowych*, „Finansowanie Nieruchomości”, 2010, nr 3.
5. Lea M., *Global Models For Funding Housing: What Is The Best Model For Poland*, U.S. Agency for International Development, The Urban Institute, II 2000.
6. Przybylska-Kapuścińska W., *Zarządzanie ryzykiem i płynnością banku komercyjnego*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2003, s. 165.
7. Raczek A., *Bankowość hipoteczna*, „Bank i Kredyt”, 2001, nr 7.
8. *Raport o stabilności systemu finansowego*, NBP, Warszawa 2010.
9. *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2010 r.*, NBP, Warszawa 2011, s. 103.
10. *Wypowiedź Prezesa Związku Banków Polskich K. Pietraszkiewicza*, „Dziennik Gazeta Prawna”, 13.12.2011.