

Marcin Sitek
Politechnika Częstochowska

LISTY ZASTAWNE JAKO INSTRUMENT FINANSOWANIA LOKALNEGO RYNKU NIERUCHOMOŚCI

1. Wstęp

List zastawny, ze względu na pochodzenie, określany jest jako europejski produkt finansowy. Jest on wynikiem ewolucji systemu banków hipotecznych, w którą wkład wniosły szczególnie doświadczenia polskie, niemieckie i francuskie [2, s. 58].

W drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych Polska przyjęła ustawodawstwo regulujące działalność bankowości hipotecznej, refinansującą się poprzez emisję listów zastawnych [13]. Takie zjawiska, jak wzrost PKB, malejąca inflacja, spadek bezrobocia, poprawa koniunktury gospodarczej na świecie dobrze rokują systemowi listów zastawnych w Polsce. Coraz lepsza sytuacja gospodarcza Polski oraz integracja z Europą stwarzają ogromną szansę rozwoju dla polskiego listu zastawnego, jako papieru wyjątkowo bezpiecznego. Zatem list zastawny ma prawie zagwarantowany sukces jako długoterminowy bezpieczny papier wartościowy.

2. List zastawny jako instrument finansowania rozwoju rynku nieruchomości

Zgodnie z ustawą o listach zastawnych i bankach hipotecznych z dnia 29 sierpnia 1997 r. (DzU nr 140, poz. 940) wraz z Obwieszczeniem Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 28 kwietnia 2003 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych (DzU nr 99, poz. 919) list zastawny jest papierem wartościowym imiennym lub na okaziciela, którego podstawę emisji stanowią wierzycelności banku hipotecznego:

- zabezpieczone hipotekami (hipoteczny list zastawny),

– z tytułu kredytów (publiczny list zastawny).

Środki uzyskane przez banki hipoteczne z emisji listów zastawnych stanowią źródła finansowania inwestycji, szczególnie na lokalnych rynkach nieruchomości.

Fakt, że listy zastawne coraz bardziej rozpowszechniają się w Europie oraz na kapitałowym rynku globalnym, jest skutkiem ich ogromnej emisji oraz przeświadczenia, że są one szczególnie bezpiecznymi papierami wartościowymi, w każdej chwili gwarantującymi możliwość ich upłynnienia. Ścisłe ramy prawne ustanowione dla listu zastawnego stwarzają wysokie bezpieczeństwo dla nabywców listów zastawnych zarówno o tradycyjnych, jak i nowych konstrukcjach. Najczęściej spotykanymi konstrukcjami listów zastawnych są listy o zmiennym oprocentowaniu [4, s. 96]. Emisja listów zastawnych o nowych konstrukcjach ma na celu osiągnięcie korzystniejszych warunków refinansowania niż w przypadku listów tradycyjnych. Umożliwia to refinansowanie banków hipotecznych niezależnie od wahań popytu i podaży na rynku krajowym i daje dostęp do nowych grup inwestorów, zwłaszcza instytucjonalnych.

Ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych wzoruje się na współczesnych, sprawdzonych rozwiązaniach europejskich (zwłaszcza tych stosowanych na rynku niemieckim). Zgodnie z nią działalność banków hipotecznych dotyczy szczególnie obszaru związanego z lokalnymi rynkami nieruchomości. Jednocześnie wprowadza się wiele zabezpieczeń w funkcjonowaniu banku hipotecznego, służących bezpieczeństwu listów zastawnych jako podstawowych instrumentów refinansowania jego działalności.

3. Rynek nieruchomości a emisja listów zastawnych w Polsce i w krajach Unii Europejskiej

Po przeszło pięćdziesięciu latach w Polsce przywrócono instytucję listów zastawnych i banków hipotecznych. Listy zastawne są instrumentem o szczególnie niskim poziomie ryzyka inwestycyjnego, ze względu na wielostopniowe zabezpieczenia przewidziane przez ustawę o listach zastawnych i bankach hipotecznych. Wymieniane są one wśród instrumentów o najwyższym poziomie bezpieczeństwa inwestycji, porównywalnym z obligacjami Skarbu Państwa. Ich wysoki poziom bezpieczeństwa potwierdzają ratingi inwestycyjne nadane przez agencje międzynarodowe.

Jednym z podstawowych czynników decydujących o bezpieczeństwie banków hipotecznych, od których uzależnione jest powodzenie ich działalności, jest utrzymywanie ciągłego zaufania do jakości emitowanych przez nie listów zastawnych jako bezpiecznych lokat długoterminowych.

Portfel kredytowy trzech działających dotychczas w Polsce banków hipotecznych wyniósł na koniec września 2002 r. 1,17 mld zł, z czego większość stanowiły kredyty dla instytucji. Dla porównania – na koniec września 2000 r. wartość udzielonych kredytów wynosiła 75 mln zł, a w 2001 r. już 575 mln zł, co dało bankom hipotecznym udział w rynku kredytów hipotecznych na poziomie 2,6%. Obecnie największy portfel kredytowy ma Rheinhyp-BRE Bank Hipoteczny. W 2002 r. bank ten udzielił kredytów na sfinansowanie inwestycji w nieruchomości o charakterze komercyjnym na łączną

sumę prawie 652 mln zł, przy czym 90% z nich stanowiły kredyty dla dużych inwestorów instytucjonalnych [9, s. 64]. Dominującą pozycję w udzielaniu kredytów hipotecznych zajmują jednak banki uniwersalne. Należy podkreślić, że zadłużenie z tytułu kredytów mieszkaniowych wciąż rośnie. O ile w 1999 r. wynosiło 11,58 mld zł, o tyle rok później wzrosło o 37% – do 15,87 mld zł. Do końca czerwca 2001 r. łączna wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych wynosiła 17,64 mld zł [11, s. 38]. Ich udział w PKB w porównaniu z krajami Unii Europejskiej jest jednak nadal niewielki (tab. 1), gdyż w 2000 r. udział kredytów hipotecznych w Polsce wynosił od 1,5 do 2%, a w 2003 r. osiągnął 4% PKB [3, s. 42-43].

Tabela 1. Kredyty hipoteczne w Unii Europejskiej

Kraj	Udział kredytów hipotecznych w PKB (w %)	Średnia stopa procentowa
stan na 1998 r.		
Belgia	65	5,4
Dania	69	6,6
Niemcy	53	5,3
Hiszpania	24	4,9
Francja	21	5,8
Włochy	8	5,5
Szwecja	50	5,5
Austria	5	6,0
Wielka Brytania	57	7,3
stan na 2000 r.		
Polska	1,5 – 2	22,1

Źródło: [11, s. 37].

Ponadto na rynku europejskim istnieje duże zróżnicowanie sektora finansowego kredytującego nieruchomości (tab. 2). Dominują tu również banki uniwersalne (od 100 do 20%), następnie kasy oszczędnościowe (od 51 do 25%). Banki hipoteczne przeważają jedynie w Szwecji (90%), Danii oraz na rynku niemieckim (23%). Można więc stwierdzić, że nie ma idealnego modelu finansowania lokalnych rynków nieruchomości – istnieje jedynie celowość doboru modelu do charakterystycznych warunków danego kraju.

Pierwszym bankiem w Polsce, który wyemitował po okresie transformacji gospodarki narodowej hipoteczny list zastawny, był Rheinhyp-BRE Bank Hipoteczny SA. Emisja nastąpiła 28 czerwca 2000 r. i opiewała na kwotę 5 mln zł. Ustalono zmienne oprocentowanie i pięcioletni termin wykupu. Pierwszym bankiem hipotecznym zaś, który dokonał emisji listów zastawnych w formie niematerialnej w dniu 29 grudnia 2000 r. na kwotę 3,63 mln euro, był HypoVereinsbank Bank Hipoteczny SA.

Tabela 2. Portfele hipoteczne według rodzajów instytucji finansowych w krajach UE w 2001 r.

Instytucje finansowe	Niemcy	Grecja	Hiszpania	Włochy	Holandia	Austria	Portugalia	Szwecja	Wlk. Brytania	Norwegia
Banki uniwersalne		79,6	38	100	80,1	24,9	100	10	75,6	36
Kasy oszczędnościowe	37,3		51			29,6				48
Banki hipoteczne	23,3		1			8,6		90		2,5
Banki spółdzielcze	9,6		9			26,6				
Towarzystwa budowlane									15,6	
Inne wyspecjalizowane instytucje		20,4				7,1			8,4	12
Kasy budowlane	22,7					3,6				
Towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne	7				11					1,8
Pozostale					8,9				0,4	

Źródło: [15, s. 32].

Ustalono stałe oprocentowanie emisji (5,69%) i dziesięcioletni termin wykupu. Emitentów listów zastawnych na rynku polskim przedstawiono w tab. 3.

Tabela 3. Dotychczasowe emisje listów zastawnych w Polsce

Emitent	Liczba emisji	Łączna wartość
Rheinhyp-BRE Bank Hipoteczny SA	8	437,40 mln zł
HypoVereinsbank Bank Hipoteczny SA	1	3,63 mln euro
Śląski Bank Hipoteczny SA	1	3,00 mln euro

Źródło: [10].

Potencjalnymi konkurentami listów zastawnych na rynku kapitałowym są obligacje skarbowe i komunalne, ponieważ:

- W przypadku obligacji Skarbu Państwa gwarantem jest państwo. Obligacje te są emitowane na rynku krajowym i międzynarodowym [7, s. 367-368]. Celem emisji obligacji skarbowych jest przede wszystkim pozyskanie środków na finansowanie potrzeb budżetu państwa, w tym zwłaszcza deficytu budżetowego.
 - W przypadku obligacji komunalnych gwarantem są poszczególne jednostki samorządu terytorialnego oraz ich związki. Są one emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego oraz przedsiębiorstwa komunalne. Środki finansowe pozyskane z emisji obligacji komunalnych muszą zostać przeznaczone na cele związane z działalnością emitenta.
 - Obligacje charakteryzują się stosunkowo długim okresem wykupu.
- Ich wspólne cechy to:
- Gwarancja wypłacalności: w przypadku obligacji Skarbu Państwa gwarantem jest państwo, przy obligacjach komunalnych – poszczególne jednostki samorządu terytorialnego oraz ich związki. Natomiast o wypłacalności listu zastawnego świadczy

zabezpieczenie wierzytelności polegające na ustanowieniu hipoteki (hipoteczny list zastawny) lub gwarancje Skarbu Państwa (publiczny list zastawny).

- Stosunkowo długi okres wykupu.

Obligacje komunalne są emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego oraz przedsiębiorstwa komunalne w formie emisji niepublicznej oraz w formie publicznej subskrypcji (termin realizacji krótszy niż rok od daty emisji). W gminach środki te mogą zostać użyte na konkretne inwestycje (np. na budowę dróg, kanalizacji miejskiej, oczyszczalni ścieków). Należy stwierdzić, że ilość emisji obligacji komunalnych w Polsce zwiększyła się od 1997 r. z 15 do 24. Świadczy to o tym, że po ten instrument finansowania zaczęły sięgać po gminach większych – także mniejsze [6; 12].

Tabela 4. Struktura nabywców obligacji komunalnych w Polsce

Nabywcy obligacji komunalnych (dane do 1998 r.)	Posiadane walory (w %)
Banki	73,33
Przedsiębiorstwa o ponadlokalnym zasięgu	9,56
Firmy ubezpieczeniowe	8,22
Fundusze powiernicze	5,56
Osoby prywatne	2,11
Inni inwestorzy instytucjonalni	1,22

Źródło: [5].

Strukturę nabywców obligacji komunalnych przedstawiono w tab. 4. Jak widać, dominującym nabywcą są banki, które mają aż 73,33% tych walorów. Duże przedsiębiorstwa o ponadlokalnym zasięgu posiadają ich 9,56%. Niewiele mniej, bo 8,22%, mają firmy ubezpieczeniowe. Pozostali nabywcy tych papierów dłużnych posiadają mniej niż 6% tych obligacji.

Pod koniec lat dziewięćdziesiątych rozwój koniunktury w zakresie listów zastawnych w krajach Unii Europejskiej można określić jako korzystny. Odnotowano znaczny wzrost zainteresowania hipotecznymi listami zastawnymi. Przyczyn tego należy upatrywać w bardzo długim okresie stopy zwrotu oraz bardzo niskim ryzyku w porównaniu z inwestycjami w akcje. Inwestorami w europejskie hipoteczne listy zastawne są USA, Kanada, Australia, RPA, kraje azjatyckie oraz Arabia Saudyjska, natomiast z krajów europejskich – Szwajcaria, Włochy, Wielka Brytania, Irlandia i kraje skandynawskie [16, s. 34]. Jednak w poszczególnych krajach obserwujemy zróżnicowane tempo wzrostu oraz różne cele wykorzystywania kredytów hipotecznych. W Europie, jak wynika z danych przedstawionych w tab. 5, istotna rola w finansowaniu kredytem hipotecznym rynku nieruchomości przypada listom zastawnym emitowanym przez specjalistyczne banki hipoteczne.

Porównując emisję listów zastawnych w krajach Unii Europejskiej i w Polsce, należy stwierdzić że listy zastawne, mimo jednoznacznych regulacji prawnych (DzU nr 140, poz. 940 oraz DzU nr 99, poz. 919), służą w niewielkim stopniu jako instrument finansowania inwestycji, szczególnie na lokalnych rynkach nieruchomości w Polsce.

Tabela 5. Kredyty hipoteczne w krajach Unii Europejskiej (do 1996 r.)

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

Źródło: [8, s. 237].

4. Struktura nabywców listów zastawnych

Analiza struktury rynku tego rodzaju papierów wartościowych, szczególnie w krajach, gdzie rozwinął się system specjalistycznej bankowości hipotecznej, umożliwia wyłonienie potencjalnych nabywców listów zastawnych. Podstawowym rynkiem Europy Zachodniej, z dużym udziałem klasycznych banków hipotecznych, są Niemcy. W tym kraju już w 1998 r. największym nabywcą listów zastawnych był sektor bankowy, którego udziały w rynku wynosiły 25%. Niewiele ponad 20% rynku należało do firm ubezpieczeniowych, 15% listów zastawnych było w rękach inwestorów indywidualnych i również ok. 15% przypadają na fundusze [15, s. 29]. W Danii, drugim co do wielkości emisji listów zastawnych kraju Unii Europejskiej, największy udział w rynku nabywców duńskich listów zastawnych miały towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne (w 1995 r. 36,8%). Sektor publiczny posiadał w 1995 r. 19% tych walorów, natomiast instytucje finansowe – 15,9%. Pozostała część listów zastawnych została zakupiona przez gospodarstwa domowe (11,6%), przedsiębiorstwa (9,7%) oraz inwestorów zagranicznych (4,2%). Strukturę nabywców duńskich listów zastawnych przedstawiono w tab. 6.

Tabela 6. Struktura nabywców duńskich listów zastawnych (1995 r.)

Nabywcy duńskich listów zastawnych	Udział w rynku (w %)
Instytucje finansowe	15,90
Towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne	36,80
Sektor publiczny	19,00
Przedsiębiorstwa	9,70
Gospodarstwa domowe	11,60
Inwestorzy zagraniczni	4,20
Inni	2,80
Suma	100,00

Źródło: [15, s. 29].

Tak więc w Europie największy udział w obrocie listów zastawnych mają Niemcy, na drugim miejscu znajduje się Dania, a następnie Szwecja. Do pozostałych krajów należą Francja, Włochy, Szwajcaria, Austria, Hiszpania, Norwegia, Holandia i Finlandia [15, s. 8]. Udział w obrocie listów zastawnych emitowanych przez kraje Unii Europejskiej w 1998 r. przedstawiono w tab. 7.

Tabela 7. Udział w obrocie listów zastawnych emitowanych przez kraje UE

Kraj	Udział w obrocie (w mld euro)	Udział w obrocie (%)
Niemcy	930	71,0
Dania	155	11,9
Szwecja	115	8,8
Francja	25	2,0
Włochy	5	2,0
Szwajcaria	20	1,6
Austria	12,5	1,0
Hiszpania	9	0,7
Norwegia	1	0,4
Holandia	2	0,2
Finlandia	2	0,2

Źródło: [14, za 15, s. 8].

W Polsce miało miejsce 10 emisji listów zastawnych na łączną sumę ok. 60,5 mln euro. Już w najbliższym czasie zapowiadana jest pierwsza publiczna emisja listów zastawnych. Motywami przeprowadzenia publicznej emisji listów zastawnych mogą być chęć znalezienia szerokiej bazy inwestorów, konieczność zapewnienia płynności nabywcom listów zastawnych na rynku wtórnym oraz fakt, że wiele podmiotów profesjonalnie zajmujących się inwestowaniem na rynku kapitałowym w znacznym zakresie swej działalności preferuje rynek publiczny.

5. Podsumowanie

Na podstawie doświadczeń krajów, w których list zastawny osiągnął sukces gospodarczy, można prognozować, że przyjęta w Polsce zasada specjalizacji będzie gwarantować powodzenie tego papieru dłużnego. Ponieważ jest on papierem o długim okresie zapadalności, może się stać substytutem dla obligacji komunalnych i skarbowych, których, zgodnie z Układem z Maastricht, ma być coraz mniej. Mimo licznych przeszkód (obecnie ani fundusze emerytalne, ani towarzystwa ubezpieczeniowe listów zastawnych nabywać nie mogą) list zastawny z pewnością odrodzi się i wpłynie pozytywnie na polski rynek kapitałowy.

Literatura

- [1] *Doroczny Raport Europejskiej Federacji Hipotecznej 1993-1994* Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 1995.

- [2] Drewicz-Tułodziecka A., *Projekt ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych* „Biuletyn Bankowy”, 1996, nr 5.
- [3] Drewicz A., Łosiak-Szewczyk M., Obradović Z., Ostrzechowska J., *Bankowo-hipoteczna wartość nieruchomości*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2001.
- [4] Kanigowski K., *Bank hipoteczny a rynek nieruchomości*, Wydawnictwo TWIGGER SA, Warszawa 2001.
- [5] Kopańska A., *Komunalny rynek kapitałowy w Polsce*, Fundacja Edukacji i Badań Bankowych, Warszawa 1999.
- [6] Kopańska A., *Rozwój komunalnego rynku kapitałowego w Polsce*, Fundacja Edukacji i Badań Bankowych, Warszawa 1998.
- [7] Krzyżkiewicz Z., Jaworski W.L., Pułaski M., *Leksykon bankowo-giełdowy*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 1998.
- [8] Kucharska-Stasiak E., *Nieruchomość a rynek*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- [9] Matkowski R., *Metody finansowania inwestycji w nieruchomości*, cz. II, „Bank”, 2003, nr 5.
- [10] Prospekt Emisyjny Hipotecznych Listów Zastawnych na okaziciela Serii PA2, RHEINHYP-BRE Banku Hipotecznego S.A.
- [11] Reksa Ł., *Bariery rozwoju banków hipotecznych w Polsce*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 10.
- [12] RIO Informator Regionalnej Izby Obrachunkowej w Katowicach, Nr 10(99), październik 2001.
- [13] Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych, DzU nr 140, poz. 940 z późn. zm., DzU nr 99, poz. 919.
- [14] Verband deutscher Hypothekenbanken, cyt. za Zeszyt Hipoteczny nr 4, Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2000.
- [15] Zeszyt Hipoteczny nr 4, Fundacja na rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2000.
- [16] Zeszyt Hipoteczny nr 17, Fundacja na rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2003.

LETTER OF PAWN AS A FINANCE INSTRUMENT OF THE LOCAL IMMOVABLE MARKETS

Summary

In the late 90-years the legislation which normalized activity of hypo banks in Poland and emission letters of pawn was passed. In compliance with this law hypo banks and the letters of pawn are applied to region related with immovable markets. In future besides communal bonds, a letter of pawn will perhaps occur important finance instrument of the local immovable markets.