

Stanowisko Europejskiego Kongresu Finansowego¹ dotyczące propozycji przedstawionej przez Komisję Europejską w dokumencie konsultacyjnym “Covered Bonds in the European Union”²

Metodologia opracowania stanowiska

Opracowanie stanowiska przebiegało w trzech etapach.

Etap 1

Do wzięcia udziału w badaniu zaproszono grupę ekspertów obejmującą ponad 80 specjalistów. Przesłano im opis projektu oraz wybrane pytania konsultacyjne łącznie ze streszczeniami kluczowych fragmentów dokumentu konsultacyjnego Komisji Europejskiej (w tłumaczeniu na język polski). Ekspertom zagwarantowana została anonimowość.

Etap 2

Do Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową³ wpłynęło 29 opinii (od indywidualnych ekspertów, grup ekspertów oraz instytucji). Wszystkie odpowiedzi zostały zebrane i przedstawione w formie anonimowej ekspertom, którzy wzięli aktywny udział w konsultacjach. Zwrócono się do nich z prośbą o zaznaczenie w opiniach innych uczestników konsultacji tych sformułowań, które powinny znaleźć się w stanowisku końcowym. Eksperti mogli również skorygować swoje odpowiedzi pod wpływem argumentów przedstawionych przez innych ekspertów.

Odpowiedzi uzyskano od ekspertów reprezentujących:

- banki uniwersalne oraz banki hipoteczne,
- fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne oraz firmy ubezpieczeniowe,
- organy regulacyjne,
- firmy konsultingowe,
- środowisko akademickie.

Etap 3

Na bazie uzyskanych odpowiedzi opracowane zostało syntetyczne stanowisko Europejskiego Kongresu Finansowego.

¹ Celem Europejskiego Kongresu (www.efcongress.com) jest debata nt. bezpieczeństwa i stabilności systemu finansowego Unii Europejskiej i Polski.

² www.ec.europa.eu/finance/consultations/2015/covered-bonds/docs/consultation-document_en.pdf

³ Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową (IBnGR) – pierwszy niezależny think tank w Europie Środkowo-Wschodniej, założony w 1989 roku przez grupę ekonomistów związanych z opozycją demokratyczną i ruchem „Solidarność”.

Odpowiedzi Europejskiego Kongresu Finansowego na pytania konsultacyjne

1. Czy poziomy rentowności listów zastawnych na europejskich rynkach najpierw ulegały ujednoczeniu, a następnie zaczęły się różnicować po roku 2007? Jeśli tak, to jakie były tego główne przyczyny?

Poziomy rentowności listów zastawnych na europejskich rynkach rzeczywiście najpierw ulegały ujednoczeniu (do 2007 r.), a następnie zaczęły się różnicować. Na początku w niewielkim stopniu (w latach 2007 – 2009), a po wybuchu kryzysu finansów publicznych w strefie euro (w 2009 r.) zróżnicowanie to pogłębiło się. Do zmiany tendencji doszło po szczycie hossy (w 2007 r.), pod wpływem ogólnoswiatowego kryzysu finansowego (w 2008 r.), którego skutkiem było początkowo generalne odwrócenie się inwestorów od instrumentów strukturyzowanych (ich wyprzedaż, spadki cen i wzrosty rentowności), a następnie kryzysu zadłużenia samej strefy euro, kiedy to drastyczne wzrosty rentowności obligacji rządowych krajów peryferyjnych (szczególnie grupy PIIGS – Portugalii, Włoch, Irlandii, Grecji i Hiszpanii) w relacji do rentowności bazowych (głównie obligacji niemieckich), co przełożyło się (w różnej skali) na rentowności listów zastawnych emitentów z tych krajów. Stopniowa stabilizacja sytuacji nastąpiła dopiero po ogłoszeniu przez EBC programu skupu obligacji zabezpieczonych (w drugiej połowie 2009 r.)⁴.

Na główne przyczyny postępującego różnicowania się rentowności listów zastawnych składają się:

- odmienne postrzeganie stabilności finansowej poszczególnych krajów;
- różna jakość systemów bankowych pod względem ryzyka kredytowego i ryzyka płynności;
- ryzyko związane z różnym poziomem zadłużenia poszczególnych państw;
- zróżnicowanie krajów UE ze względu na ich jakość kredytową;
- zróżnicowanie rentowności papierów skarbowych emitowanych przez poszczególne państwa strefy euro;
- różne rozwiązania prawno-organizacyjne, w tym szczególnie kwestie związane z upadłością, brak zaufania do nie w pełni poznanych systemów prawnych, pojawiający się skokowo wraz ze wzrostem awersji do ryzyka;
- powiązanie rentowności listów zastawnych z rentownością obligacji rządowych i rentownością długu niezabezpieczonego (obniżenie ratingu kraju prowadzi pośrednio do obniżenia ratingu listów zastawnych z tego kraju);
- różna jakość aktywów zabezpieczających listy zastawne;
- różne postrzeganie ryzyka listów zastawnych na rynkach narodowych.

Nasilenie procesu różnicowania się rentowności listów zastawnych było różne w różnych krajach. Największy wzrost rentowności zaobserwowano w krajach

⁴ Źródło: dane iTRAX Covered Bond, VDP, Bloomberg i HSBC.

południa: Portugalii, Hiszpanii, Włoszech, a także Francji, a najmniejszy w Niemczech i w Szwecji. Było to skutkiem mniejszych obaw inwestorów co do kondycji ich gospodarek oraz różnej legislacji.

2. a) Czy różnice w rentownościach stanowią dowód na zróżnicowanie rynków listów zastawnych w krajach członkowskich UE?

Różnice w rentownościach są objawem zróżnicowania rynków listów zastawnych i ma to uzasadnienie w wielkości ryzyka ponoszonego przez inwestorów inwestujących w listy zastawne w poszczególnych krajach, ale wynikają też one z innych przyczyn, w tym czynników rynkowych (wielkość i płynność rynku, krajowa baza inwestorów), bezpieczeństwa krajowych rozwiązań prawnych, które mają przełożenie wprost na rating listów zastawnych oraz spadku jakości aktywów zabezpieczających listy zastawne.

Zróżnicowanie rynków nie było głównym powodem różnic w rentownościach. Największy wpływ miało zróżnicowanie krajów członkowskich UE pod względem ryzyka inwestycyjnego związanego z konkretnymi krajami. *Country ceiling* stanowi jedną z podstawowych barier rentowności. Zdecydowanie na tym tle wyróżnia się rynek niemiecki, który zachowywał się stabilnie nawet w czasie kryzysu i charakteryzował się niską zmiennością. Marża na rynku niemieckich listów zastawnych utrzymuje się na poziomie kilku punktów bazowych poniżej kwotowań długu na okres 5 lat dla emisji z ratingiem AAA. Najniższy historyczny poziom rentowności osiągnięto dzięki wysokiemu zaangażowaniu *ECB*, który nabywa na rynku pierwotnym średnio 40% emisji listów zastawnych. Mimo jednak niższej podaży (najwyższy historycznie poziom osiągnięto w 2012 r.) inwestorów zainteresowanych ujemnymi rentownościami ubywa.

Inwestorzy postrzegają listy zastawne przez pryzmat ryzyka kraju, co w czasie kryzysu zadłużeniowego w strefie euro przejawiało się w rozszerzeniu *spread*ów kredytowych listów zastawnych państw peryferyjnych względem Niemiec i Skandynawii. Wydaje się, że premia kredytowa kraju emitenta jest punktem wyjścia dla wyceny ryzyka listu zastawnego i pomimo mechanizmów ochronnych zawartych w regulacjach prawnych inwestorzy wyceniają ryzyko istotnych strat w przypadku niewypłacalności państwa. Prawdopodobnie istotną rolę odegrało również ryzyko rozpadu strefy euro, wg schematu: niewypłacalność państwa -> nieuchronność opuszczenia strefy euro -> silna dewaluacja waluty i związane z tym straty kapitałowe inwestora w listy zastawne.

b) Czy zróżnicowanie to wynikało z postrzegania przez inwestorów różnic w poziomie bezpieczeństwa krajowych rozwiązań prawnych, szczególnie gdy kryzys finansowy rozszerzył się na kryzys finansów publicznych w wybranych krajach, co doprowadziło do wyodrębnienia się grupy krajów głównych (postrzeganych jako bezpieczniejsze) i peryferyjnych (postrzeganych jako mniej bezpieczne)?

Istotne znaczenie dla różnicowania się rynku listów zastawnych miały dwa elementy. Po pierwsze jakość legislacji. Panowało przekonanie, że model z wydzielonym bankiem hipotecznym (a w Niemczech mimo zmian w 2005 r. dominującymi emitentami były banki specjalistyczne) lepiej chroni interesy inwestorów. Drugi bardzo ważny element to oczekiwany wpływ kryzysu na gospodarkę i tym samym na rynek nieruchomości. Obawy inwestorów budziła np. sytuacja w Hiszpanii, gdzie rynek nieruchomości tak dalece się załamał, że wydaje się, iż nawet bardzo restrykcyjna legislacja nie byłaby w stanie w pełni zabezpieczyć interesy inwestorów.

List zastawny postrzegany był przez inwestorów jako substytut obligacji skarbowej i odczuły to kraje gdzie ryzyko kryzysu finansów publicznych było oceniane jako wysoce prawdopodobne. Rynek wyodrębnił grupę krajów stabilnych i zawęził *spread*. Można było zaobserwować nieproporcjonalne zmiany rentowności w przypadku niemieckich *Pfandbriefe*, wobec instrumentów emitowanych przez podmioty z krajów peryferyjnych. Dla stabilnego już rynku na przełomie 2014/2015 r. *spread* pomiędzy krajami strefy euro postrzeganymi jako bezpieczne i peryferyjne bardzo się zawęził.

Aktualnie rozwiązania prawne w poszczególnych państwach członkowskich różnią się pod względem poziomu bezpieczeństwa dla inwestorów. Należy zwrócić uwagę, że w momencie nasilonego kryzysu ocena inwestorów skupiała się głównie na sytuacji finansowej państwa emitenta oraz kondycji sektora bankowego w danym kraju. Elementy związane z wysoką jakością zabezpieczenia oraz wyodrębnieniem rejestru zabezpieczeń zeszyły na drugi plan podobnie jak rozwiązania prawne.

c) Czy były jeszcze inne przyczyny, które doprowadziły do zróżnicowania się rynku listów zastawnych oprócz tych opisanych poniżej, a jeśli tak to jakie?

- W pierwszym etapie kryzysu, w krajach gdzie załamał się rynek nieruchomości, inwestorzy byli coraz bardziej niepewni co do samodzielnej stabilności finansowej emitentów oraz jakości aktywów zabezpieczających emisje.
- Listy zastawne stały się substytutem ryzyka skarbu państwa w oczekiwaniu na domniemane lub jawne wsparcie publiczne, w sytuacji ryzyka rozpadu strefy euro.
- Nastąpiła stygmatyzacja rynków listów zastawnych krajów, które najbardziej ucierpiały z powodu kryzysu, wynikająca ze spadku zaufania do instytucji i rozwiązań prawnych w tych krajach w zakresie zabezpieczenia inwestorów, w szczególności w związku z nieprzetestowanym w praktyce wydzieleniem aktywów zabezpieczających od emitenta w sytuacji jego upadłości lub likwidacji, niewystarczającym zakresem informacji o aktywach zabezpieczających w niektórych krajach oraz postrzeganiem efektywności publicznego nadzoru zabezpieczającego inwestorów w sytuacji kryzysu finansów publicznych.

Inne wybrane przyczyny, które doprowadziły do zróżnicowania się rynku listów zastawnych to:

- zróżnicowanie w podejściu inwestorów do ryzyka związanego z poziomem zadłużenia poszczególnych państw;

- załamanie się rynku nieruchomości w niektórych krajach doprowadziło do sytuacji, w której wycena nieruchomości (aktywów) znajdujących się w *pool'u* zabezpieczającym stała się bardzo problematyczna (z uwagi na brak możliwości oszacowania i ewentualnej realizacji zabezpieczenia oraz z uwagi na wpływ sprzedaży portfela na ceny);
- rosnące wymagania płynnościowe wśród posiadaczy listów zastawnych, różne w różnych krajach i dla różnych typów inwestorów oraz zróżnicowana płynność poszczególnych rynków listów zastawnych skutkowałą tym większym przesunięciem cen rynkowych, im mniej płynny był rynek;
- podział rynku pod względem kryteriów *ECB eligibility*.

3. Czy bardziej zintegrowane ramy prawne listów zastawnych w UE, oparte o zdrowe zasady i najlepsze praktyki rynkowe mogą przynieść korzyści w postaci:

a) poprawy dyscypliny i efektywności rynku (poprzez lepszy dostęp do informacji, łatwiejszą porównywalność emisji z różnych krajów i ograniczenie ryzyka hazardu moralnego),

Bardziej zintegrowane ramy prawne listów zastawnych mogłyby przyczynić się z pewnością do łatwiejszej porównywalności emisji z różnych krajów oraz ograniczenia ryzyka hazardu moralnego.

Aktualnie, zgodnie z *CRR*, obowiązuje system przekazywania informacji na temat rejestru listów. *Cover Pool Report* jest publikowany przez emitentów minimum dwa razy do roku, ale są istotne różnice w np. metodyce liczenia *LTV*, zatem i raporty z różnych krajów są nieporównywalne (np. Niemcy stosują inną metodę wyliczenia *LTV* i korzystniejszą dla emitenta od tej używanej w Polsce).

Na rynku występują różne modele banków hipotecznych (uniwersalne, specjalistyczne i *SPV*), różne są limity *LTV* oraz różne są limity dla rejestru i metod limitowania aktywów w rejestrze. Niektóre jurysdykcje ograniczają zasięg terytorialny nieruchomości do jednego kraju, inne do obszaru europejskiego, a najbardziej liberalne nie mają ograniczenia i pule nieruchomości mogą obejmować lokalizacje na całym świecie.

b) uproszczenia i standaryzacji praktyk rynkowych prowadzących do pogłębienia i poprawy płynności rynku (a w efekcie trwale bezpiecznego i przewidywalnego źródła finansowania),

Bardziej zintegrowane ramy prawne listów zastawnych mogłyby przyczynić się do poprawy płynności rynku.

Jest to duży obszar do poprawy i jest to zarazem trudne do osiągnięcia z racji ogromnych różnic prawnych. Skrócenie procesu emisji i łatwiejsze rozliczanie papierów pomiędzy izbami rozliczeniowymi różnych krajów obniżyłoby koszty systemowe (obejmujące izby rozliczeniowe i giełdy) oraz ułatwiłoby obrót.

Obecnie płynność rynku jest wyższa jedynie dla pierwszych 6 miesięcy po emisji. W późniejszym okresie płynność emisji, nawet dla tzw. *Jumbo* (emisji powyżej 500 milionów EUR), nie jest satysfakcjonująca. Zdarza się, że największe emisje *Pfandbriefe* nie odnotowują ani jednej transakcji na rynku wtórnym. Największy obrót wtórny osiągają hiszpańskie *Cedulas*, ale kwoty transakcji są niskie (do 5mln EUR). Powodem tego jest wysoka marża przyciągająca krótkoterminowy kapitał. Z powodu nadpłynności na rynku inwestorzy niechętnie pozbywają się papierów i jest to główny powód braku płynności.

c) zmniejszenia przewagi w portfelu inwestorów inwestycji krajowych i zachęcenia do zwiększenia emisji i inwestycji zagranicznych (w ramach UE i z krajów trzecich),

Bardziej zintegrowane ramy prawne listów zastawnych mogłyby przyczynić do zwiększenia emisji i inwestycji zagranicznych.

Regulacje w tym zakresie powinny zostać rozluźnione, ale wykorzystanie możliwości inwestycji zagranicznych powinno pozostać indywidualnym wyborem ekonomicznym.

Obecnie rynki peryferyjne mają swoją szansę rozwoju, głównie z powodu niskiej marży w Niemczech (Niemcy są głównym inwestorem w listy zastawne). Widać to na przykładach silnego rozwoju w ostatnich latach emisji z Australii, Nowej Zelandii, a w Europie z Czech. Aby przyciągnąć nabywców do Polski konieczne jest zwiększenie wolumenów emisji.

d) zmniejszenia kosztu i skrócenia czasu analizy listów zastawnych z różnych jurysdykcji (co stanowi obecnie barierę dla mniejszych i mniej wyrafinowanych inwestorów, a także barierę rozwoju dla mniejszych rynków krajowych),

Bardziej zintegrowane ramy prawne listów zastawnych mogłyby być szczególnie interesujące dla mniejszych krajów, poszerzając istotnie ich krąg inwestorów.

Obecnie mniejsze kraje wykorzystują emisje pod inną jurysdykcją (np. RCB Czechy wyemitował w grudniu 2014 r. listy zastawne o wielkości 500 mln EUR). Wzrost wolumenu emisji jest konieczny do zaktywizowania inwestorów. Umożliwienie emisji na bazie innego porządku prawnego poszerza istotnie krąg nabywców.

e) ułatwienia spójnego stosowania wymogów ostrożnościowych (*UCITS, CRR, Solvency II, LCR, BRRD*) zmniejszając zależność od mechanicznego polegania na zewnętrznych ocenach ratingowych (większe wyczulenie na ryzyko i bardziej kompletne podejście ostrożnościowe),

Bardziej zintegrowane ramy prawne listów zastawnych, poprzez konieczność spełnienia tych samych standardów regulacyjnych, mogłyby przyczynić się do zwiększenia zaufania inwestorów, a także dać możliwość spójnego traktowania listów zastawnych jako aktywów płynnych przy wyliczaniu wskaźnika LCR, aczkolwiek wydaje się, że rating co najmniej dwóch liczących się agencji pozostanie kluczowy.

- f) zwiększenia efektywności i spójności polityki monetarnej *ECB* z polityką krajowych banków centralnych (poprzez zwiększenie puli listów zastawnych dla transakcji *outright*).**

Bardziej zintegrowane ramy prawne mogłyby przyczynić do zwiększenia puli listów zastawnych dla transakcji *outright*.

Gdyby krajowe banki centralne powieliły mechanizm *ECB* i skupowały listy zastawne, z pewnością takie działania zwiększyłyby efektywność emisji i zaufanie do rynku poprzez jego większą stabilizację. Emisje polskich listów zastawnych obecnie są marginalne w relacji do długu krajowego.

- g) zwiększenia zaufania inwestorów, a w efekcie zmniejszenia wysokich poziomów nadzabezpieczenia w krajach szczególnie dotkniętych obecnym kryzysem (ryzyko nadmiernego obciążenia aktywów może być częściowo ograniczone poprzez odpowiednio wąską definicję kwalifikowanych aktywów zabezpieczających, zmniejszając zachętę do obciążania większej populacji aktywów o niższej jakości)?**

Bardziej zintegrowane ramy prawne mogłyby przyczynić do zwiększenia zaufania inwestorów, a w efekcie zmniejszenia wysokich poziomów nadzabezpieczenia, chociaż w przypadku krajów, gdzie poziom nadzabezpieczenia wynika nie tyle z ryzyka portfela czy emitenta ile z ryzyka kraju *per se*, zmniejszenie poziomu nadzabezpieczenia może nie mieć pozytywnego wpływu na zaufanie inwestorów i doprowadzić do zakłócenia funkcjonowania rynku listów zastawnych w danym kraju.

- h) Ewentualną wadą proponowanej integracji może być zakłócenie sprawnie funkcjonujących krajowych rynków listów zastawnych lub ograniczenie innowacji.**

Rzeczywiście, harmonizacja rynku listów zastawnych jest dużym wyzwaniem, szczególnie w przypadku bezpośredniego stosowania przepisów dyrektywy, co wiązałaby się ze znacznym ryzykiem regulacyjnym dla państw, w których rynki te zostały już szczegółowo uregulowane, a zmiany mogłyby zaburzyć ich dotychczasowe funkcjonowanie. Standaryzacja może też odbić się niekorzystnie na elastyczności oferty. Niejednokrotnie poszczególne serie listów zastawnych są bowiem kierowane do wąskich grup inwestorów. Niezwykle trudne jest połączenie kilku dobrze działających od lat rozwiązań systemowych przy tak

istotnych wolumenach emisji w obrocie. Harmonizacja rynku listów zastawnych nie będzie miała negatywnego wpływu o ile nie zmieni w zasadniczym stopniu podstaw stanowiących o sukcesie najlepiej postrzeganych i najbardziej rozwiniętych rynków (w tym np. rynku niemieckiego).

Obecnie sposób emisji listów zastawnych uregulowany jest w różny sposób na poziomie poszczególnych państw członkowskich UE (bank specjalistyczny, bank uniwersalny, struktura *SPV*) i w każdym przypadku środki stanowiące zabezpieczenie wyemitowanych listów zastawnych stanowią odrębną masę upadłości i służą zaspokojeniu w pierwszej kolejności zobowiązań wynikających z listów zastawnych. Rozwiązania te z reguły dobrze się sprawdzają i nie było dotąd przypadku upadłości podmiotu emitującego listy zastawne. Mają one wiele wspólnych cech i podlegają też doskonaleniu, czego przykładem może być ostatnia zmiana polskiej ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz prawa upadłościowego i naprawczego. Wszystko zatem zależy od tego, w jaki sposób proponowane zmiany zostaną zaimplementowane do porządku prawnego na poziomie unijnym i poszczególnych państw członkowskich. Należy jednak zwrócić uwagę, że standaryzacja może doprowadzić do zmniejszenia bazy inwestorów, którzy obecnie mają do wyboru różne struktury listów zastawnych (*hard bullet, soft bullet, conditional pass-through*), co pozwala zaadresować ich różne potrzeby inwestycyjne.

W 2015 r. Polska dokonała istotnych zmian w zakresie regulacji dotyczących listów zastawnych, które powinny pozwolić na szybki rozwój tego rynku. Wprowadzanie kolejnych zmian, które mogłyby nie być spójne z dotychczasowym kierunkiem zmian mogłoby utrudnić rozwój bankowości hipotecznej w Polsce oraz zaburzyć funkcjonowanie tego rynku.

Niezależnie od dotychczasowych doświadczeń danego rynku w zakresie emisji listów zastawnych proponowana integracja, wprowadzając zmiany, które należy wdrażać bardzo ostrożnie, będzie prowadziła do pewnych zakłóceń we wszystkich jurysdykcjach jednak spodziewane korzyści powinny w dłuższej perspektywie czasu zdecydowanie przeważać nad kosztami.

i) Jak można wymienić inne korzyści i wady integracji ram prawnych listów zastawnych w UE?

Korzyści:

- zintegrowanie produktu pozytywnie wpływa na rozwój rynku;
- obniżenie kosztów, możliwość większej dywersyfikacji portfela dla inwestorów, wzrost znaczenia rynków peryferyjnych;
- ułatwienie podejmowania decyzji i inwestowania poza granicami danego kraju poprzez zmniejszenie wysiłku organizacyjnego i finansowego po stronie inwestora (zarówno dla osoby fizycznej jak i prawnej), umożliwiające w rozsądnym czasie dokonanie analizy inwestycji pod kątem ekonomicznym

i prawnym (obejmującej co najmniej weryfikację minimalnych wymogów formalnych i biznesowych);

- wyrównanie pozycji emitentów w dostępie do rynków europejskich w zakresie struktury listów zastawnych oraz sposobu rozliczania (np. aby wszystkie listy denominowane w EUR miałyby status *ECB eligible*).

Wady:

- zły sposób implementacji może osłabić te rynki listów zastawnych, które dobrze funkcjonują w chwili obecnej;
- konieczność zmiany dotychczasowej praktyki oraz dostosowania regulacji i praktyki do nowych wymogów, a także powstanie nowych (i w większej ilości) regulacji prawnych;
- czas wprowadzenia (oczekiwanie na finalne ramy prawne), brak precyzji regulacji, dodatkowe koszty procesowe biurokracji;
- ograniczenie dostępności dla rynków małych i peryferyjnych;
- ryzyko, iż nie każdy kraj będzie w stanie dostosować się do modelu zharmonizowanego biorąc pod uwagę rozmiar swojej emisji i prawodawstwo (np. prawo upadłościowe, prawo mieszkaniowe itp.);
- zaimplementowane może zostać rozwiązanie wypadkowe, w którym nikt nie będzie uprzywilejowany, za to każdy będzie pokrzywdzony.

4. Czy KE powinna kontynuować politykę dalszej konwergencji legislacyjnej w zakresie listów zastawnych w celu podniesienia standardów i promowania integracji rynku? Jeśli tak, to jaką opcję powinna wybrać i dlaczego:

A - pośredniej harmonizacji (zachęcenie do większej konwergencji prawa w zakresie listów zastawnych poprzez dobrowolne, nielegislacyjne środki koordynacji – rekomendacje EBA dla krajów członkowskich w zakresie najlepszych praktyk i zaostrzenie kryteriów kwalifikacji aktywów dla zachowania preferencyjnego traktowania przez CRR),

czy

B - prawa wspólnotowego (poprzez wprowadzenie dedykowanych ram prawnych UE regulujących listy zastawne w różnym stopniu harmonizujących poszczególne ich parametry, regulację zastępująca przynajmniej częściowo prawa krajowe albo kompleksowe ramy prawne UE jako alternatywę dla praw krajowych)?

Wydaje się, iż opcja pośredniej harmonizacji jest lepszym rozwiązaniem ponieważ:

- jest bardziej realna, gdyż alternatywne rozwiązanie wymagałoby wprowadzenia jednolitego prawa wspólnotowego w wielu dziedzinach, w tym w obszarze instytucji wspierających (nie tylko wycinkowo w obszarze listów zastawnych) i trudno byłoby uzyskać standaryzację w pełnym zakresie;
- ten model wydaje się być bardziej realny do wdrożenia ze względu na brak konieczności pełnej i skomplikowanej standaryzacji i unifikacji w sytuacji różnego poziomu rozwoju rynków w ramach UE;

- takie rozwiązanie umożliwiłoby z jednej strony funkcjonowanie pewnej pan-europejskiej puli instrumentów opartych o ujednoczone zapisy powstałe w wyniku samoregulacji w oparciu o wspomniane rekomendacje (np. *EBA*), a z drugiej strony mogłyby nadal funkcjonować pewne pule instrumentów na rynkach krajowych, oparte już na regulacjach lokalnych i być może lepiej odpowiadające specyficznym cechom danych rynków, co może być wymagane zarówno przez część inwestorów, jak i emitentów;
- przynajmniej na początkowym etapie harmonizacja powinna odbywać się w formie dobrowolnego dostosowania się poszczególnych państw, ponieważ pozwoliłoby to na wstępne oszacowanie wpływu tych zmian na poszczególne rynki, a także pozwoliłoby na stopniowe dostosowywanie się państw w zależności od poziomu rozwoju rynków krajowych oraz zakresu i charakteru krajowych regulacji (Komisja Europejska mogłaby wydać rekomendacje dla państw członkowskich aby zaimplementowały w krajowych regulacjach dotyczące obligacji zabezpieczonych najlepsze praktyki w tym zakresie określone przez EUNB).

5. a) Czy obecny system licencji powinien zostać uproszczony do jednorazowej autoryzacji dla wszystkich emitentów na bazie wspólnych, wysokich standardów?

System licencji powinien zostać uproszczony do jednorazowej autoryzacji dla wszystkich emitentów na bazie wspólnych, wysokich standardów, z zastrzeżeniem dopuszczalności ich spełniania przez różne kategorie emitentów (w tym banki specjalistyczne, o ile takie będą funkcjonowały w porządkach krajowych), ponieważ:

- jasne i wysokie standardy to gwarancja przejrzystości rynku;
- prostsze rozwiązania pozwalają na szybszą weryfikację przez rynek;
- zostanie skrócony proces, co powinno skutkować zwiększeniem emisji listów zastawnych.

b) Jakie konkretne wymogi ostrożnościowe (ponad *CRR* i *CRD*) powinny zostać zastosowane jako warunek udzielenia licencji na emisję listów zastawnych?

Wymogi ostrożnościowe *CRR* i *CRD* wydają się być wystarczające jako warunek udzielenia licencji na emisję listów zastawnych. *EBA* jednoznacznie preferuje model *SPV* jako najefektywniejszy i najprostszy, natomiast w Polsce obowiązuje system banków specjalistycznych. Nie ma przeciwwskazań dla określenia wspólnych standardów autoryzacji dla wszystkich emitentów, z zastrzeżeniem dopuszczalności ich spełniania przez różne kategorie emitentów (w tym banki specjalistyczne, o ile takie będą funkcjonowały w porządkach krajowych).

6. a) Czy nowe ramy prawne w zakresie listów zastawnych powinny nakładać wspólne obowiązki i uprawnienia na kompetentne organy w zakresie nadzoru programów listów zastawnych oraz emitentów?

Wspólne obowiązki i uprawnienia kompetentnych organów w zakresie nadzoru programów listów zastawnych oraz emitentów można ocenić pozytywnie ponieważ:

- pozwoliłyby na ujednoczenie poziomu nadzoru i dałyby możliwość jego weryfikacji;
- uprościłyby procedury licencjonowania i kontroli rynku;
- przyczyniłyby się do wzmocnienia bezpieczeństwa całego sektora, a wprowadzenie tych samych reguł ustaliłoby jednolitą praktykę rynkową;
- stanowiłyby naturalne rozwinięcie standaryzacji ram prawnych emisji listów zastawnych dające większą rękojmię egzekwowania wypracowanych ustaleń;
- doprowadziłyby do większego zaufania inwestorów pochodzących z innych państw członkowskich niż kraj emitenta, a wzrost zaufania do lokalnych mechanizmów nadzorczych przyczyniałby się do większej efektywności rynku.

b) Jakie to powinny być obowiązki i uprawnienia?

Proponowane wspólne obowiązki i uprawnienia kompetentnych organów w zakresie nadzoru programów listów zastawnych oraz emitentów w kontekście nowych ram prawnych listów zastawnych:

- szczegółowe postępowanie licencyjne, obligatoryjne zatwierdzanie regulaminu bankowo-hipotecznego wartości nieruchomości, działalność niezależnego audytora monitorowania zabezpieczeń;
- zasady i częstotliwość ustalania bankowo-hipotecznego wartości nieruchomości (w celu ujednoczenia stosowanych podejść) oraz zasady zarządzania portfelem zabezpieczeń;
- kryteria dopuszczalności aktywów zabezpieczających, weryfikacja wyceny zabezpieczeń, monitorowanie rejestru zabezpieczeń, weryfikacja pokrycia zobowiązań wynikających z emisji przez zabezpieczenia objęte rejestrem zabezpieczeń oraz uprawnienia do przeprowadzania okresowych inspekcji i kontroli;
- narzędzia monitorujące, zasady kontrolowanej upadłości oraz funkcjonowanie zespołu wierzycieli listów zastawnych.

7. Czy w zakresie ustanowienia i reżimu prawnego monitoringu zabezpieczeń należałoby przyjąć następujące rozwiązania:

a) nałożenie wymogu na emitenta lub organ nadzorczy powołania niezależnego audytora do monitorowania zabezpieczeń,

W zakresie ustanowienia i reżimu prawnego monitoringu zabezpieczeń, nałożenie wymogu na emitenta lub organ nadzorczy powołania niezależnego

audytora do monitorowania zabezpieczeń byłoby pozytywnym rozwiązaniem, zwiększającym zaufanie inwestorów.

W Polsce za wpisy do rejestru listów zastawnych i nadzór nad limitami odpowiada niezależny powiernik i nie ma potrzeby dublowania tej roli. Raporty dotyczące wpisów i wykreśleń przekazywane są KNF w trybie miesięcznym. Ponadto, zgodnie z nowymi regulacjami wchodzącymi w życie od 1 stycznia 2016 r., powiernik monitorować będzie przeprowadzone testy płynności mające wykazać pokrycie odsetkowe oraz testy nadzabezpieczenia sprawdzające czy jest zagwarantowana odpowiednia ilość kapitału. Wydaje się, że to rozwiązanie wypełnia istotę proponowanego zalecenia. Niezależny powiernik gwarantuje prawidłową ocenę wiarygodności stanowiących podstawę spłaty zobowiązań z tytułu listów zastawnych. Ponadto zewnętrzny monitoring przeprowadzany przez niezależny podmiot trzeci zwiększa bezpieczeństwo inwestorów.

Obecnie banki w Polsce mają dużą dowolność w ustalaniu regulaminów wyceny bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości, co może prowadzić do różnych standardów tej wyceny u różnych emitentów. Rozszerzenie funkcji powiernika w tym zakresie skutkowałoby ujednoczeniem standardów wyceny.

b) osoba lub podmiot audytora musiałby spełniać formalne kryteria profesjonalne, aby móc zostać powołanym do tej roli,

W zakresie ustanowienia i reżimu prawnego monitoringu zabezpieczeń, wymóg aby osoba lub podmiot audytora musiał spełniać formalne kryteria profesjonalne byłby pozytywnym rozwiązaniem, ponieważ:

- minimum ściśle określonych kwalifikacji jest niezbędne w tej roli (w tym: wykształcenie prawnicze lub ekonomiczne, praktyka rynkowa czy umiejętności z zakresu wyceny nieruchomości);
- eliminacja podmiotów nie dających rękojmi profesjonalnego przeprowadzenia takiego audytu zwiększa bezpieczeństwo instrumentów i inwestorów.

c) konkretny zakres obowiązków i czynności audytora oraz jego odpowiedzialność,

W zakresie ustanowienia i reżimu prawnego monitoringu zabezpieczeń, wymóg konkretnego zakresu obowiązków i czynności audytora oraz jego odpowiedzialność, byłby pozytywnym rozwiązaniem. Powinien być on nakierowany na ocenę i dbałość o wiarygodności wchodzące w skład *cover pool*'a oraz sposób wyceny nieruchomości.

Należałoby ustalić listę minimalnych obowiązków i czynności audytora, co w połączeniu z nałożeniem na niego odpowiedzialności za jakość wyników takiego audytu zwiększa siłę rękojmi dla inwestujących w tego typu instrumenty.

Takie rozwiązanie pozwoliłoby na zwiększenie zaufania do rynku oraz ułatwiłoby ocenę emisji w różnych jurysdykcjach. Wyniki przeprowadzonych audytów byłyby bardziej porównywalne dla inwestorów.

d) mechanizm paszportu europejskiego umożliwiający audytorowi wykonywanie swoich obowiązków w innych krajach członkowskich.

W zakresie ustanowienia i reżimu prawnego monitoringu zabezpieczeń, wprowadzenie mechanizmu paszportu europejskiego umożliwiającego audytorowi wykonywanie swoich obowiązków w innych krajach członkowskich, byłoby pozytywnym rozwiązaniem, ponieważ:

- możliwość szerokiego świadczenia takich usług wpłynęłaby pozytywnie na wymianę doświadczeń i stosowanie tych samych dobrych praktyk w dowolnym kraju UE;
- zwiększyłaby się porównywalność wyników takiego audytu pomiędzy poszczególnymi krajami.

8. Jaki podmiot powinien spełniać funkcję nadzorczą nad wydzieloną pulą zabezpieczeń, w sytuacji bankructwa lub likwidacji emitenta: właściwy bankowy organ nadzorczy czy organ nadzoru upadłościowego?

Mimo równowagi opinii w zakresie wyboru obu rozwiązań wydaje się, że funkcję nadzorczą nad wydzieloną pulą zabezpieczeń, w sytuacji bankructwa lub likwidacji emitenta pełnić powinien organ nadzoru upadłościowego. Konstrukcja przyjęta w znowelizowanym w 2015 r. polskim *prawie upadłościowym i naprawczym* w części dotyczącej banków hipotecznych powinna zostać utrzymana. Rolę właściwego organu nadzoru upadłościowego pełni syndyk.

9. Czy ramy prawne powinny określać następujące wymogi w zakresie powoływania i reżimu prawnego dla specjalnego administratora wydzielonej puli zabezpieczeń w sytuacji bankructwa lub likwidacji emitenta:

a) specjalny administrator powinien być prawnikiem posiadającym uprawnienia syndyka,

Specjalny administrator powinien być prawnikiem posiadającym uprawnienia syndyka, ponieważ:

- gwarantowałyby to odpowiednie przygotowanie takiej osoby do powierzonego zadania;
- zapewniałyby to mu niezbędną dogłębną znajomość procedur dla uzyskania maksimum bezpieczeństwa *cover pool'a* i minimalizacji ryzyka roszczeń (spoza grona inwestorów zabezpieczonych), na skutek ewentualnych błędów proceduralnych;
- ułatwiałyby to takiej osobie administrowanie i korzystną likwidację *cover pool'a*.

- b) specjalny administrator powinien być powoływany i odpowiedzialny przed sądem upadłościowym, a instytucja nadzorcza lub prowadząca likwidację emitenta powinna odgrywać rolę w tym procesie (np. opiniowania lub wskazania kandydatów),**

Specjalny administrator powinien być powoływany i odpowiedzialny przed sądem upadłościowym, a instytucja nadzorcza lub prowadząca likwidację emitenta powinna odgrywać rolę w tym procesie. Powinien istnieć organ, który będzie sprawował kontrolę i nadzorował działania takiej osoby. Dana instytucja powinna odgrywać w tym procesie rolę opiniodawczą lub wskazywać kandydata.

- c) podstawowym obowiązkiem specjalnego administratora powinno być działanie w interesie inwestorów w celu ich pełnego zaspokojenia z wydzielonej puli zabezpieczeń,**

Podstawowym obowiązkiem specjalnego administratora powinno być działanie w interesie inwestorów w celu ich pełnego zaspokojenia z wydzielonej puli zabezpieczeń. Jest to kluczowa przesłanka do uznania listów zastawnych za instrument bezpieczny z punktu widzenia inwestora. Specjalny administrator winien działać zgodnie z celem tzw. *dual recourse*, w celu pełnej spłaty zobowiązań wobec inwestorów (w pierwszej kolejności z aktywów wchodzących w skład *cover pool*'a, a następnie z całego majątku emitenta, jeżeli *cover pool* okaże się niewystarczający).

- d) specjalny administrator powinien mieć zapewniony szereg uprawnień, które powinny być adekwatne i wystarczające do wykonania jego podstawowego zadania,**

Specjalny administrator, podobnie jak obecnie syndyk w polskim ustawodawstwie, winien mieć zapewniony szereg uprawnień, które powinny być adekwatne i wystarczające do wykonania jego podstawowego zadania, tj. działania w interesie inwestorów, w celu ich pełnego zaspokojenia z wydzielonej puli zabezpieczeń. Niezbędne jest zapewnienie stosownych uprawnień dla skutecznego działania specjalnego administratora i ochrony inwestorów. W przeciwnym razie wyższe byłoby zagrożenie roszczeniami ze strony np. wierzycieli niezabezpieczonych.

- e) tam, gdzie prawa krajowe dają uprawnienia specjalnego administratora syndykowi, propozycje powyżej powinny odpowiednio dotyczyć syndyka.**

Tam gdzie prawa krajowe dają uprawnienia specjalnego administratora syndykowi, propozycje powyżej powinny odpowiednio dotyczyć syndyka.

10. Czy specjalny administrator powinien być zobowiązany do regularnego raportowania wobec organu nadzorczego, a zakres raportowania powinien być taki sam jak w przypadku emitenta?

Specjalny administrator powinien być zobowiązany do regularnego raportowania wobec organu nadzorczego, a zakres raportowania powinien być taki sam jak w przypadku emitenta, ponieważ:

- zwiększałoby to przejrzystość procesu nadzoru i spójności danych;
- umożliwiałoby to stały nadzór i kontrolę nad działaniami administratora;
- pozwalałoby to na zachowanie ciągłości nadzoru, co jest szczególnie ważne zwłaszcza w sytuacji kryzysowej (*defaultu*);
- z punktu widzenia inwestora syndyk wchodzi niejako we wcześniejszą rolę emitenta i ma doprowadzić (w sposób tak samo nadzorowany przez stosowne organy) do spłaty wyemitowanych instrumentów ze środków z puli wydzielonych aktywów;
- polepszałoby to wymianę informacji pomiędzy stronami zaangażowanymi w proces w sytuacji bankructwa lub likwidacji emitenta, która zawsze stwarza ryzyko zawirowań na rynku finansowym.

11. Czy określone bardziej ryzykowne kredyty mieszkaniowe i komercyjne (np. kredyty hipoteczne na mieszkania na wynajem, kredyty na drugi dom / mieszkanie, kredyty dla deweloperów) powinny być wyłączone z puli zabezpieczeń, bądź dopuszczone ale z podwyższonym wymogiem zabezpieczeń?

Bardziej ryzykowne kredyty mieszkaniowe i komercyjne (np. kredyty hipoteczne na mieszkania na wynajem, kredyty na drugi dom / mieszkanie, kredyty dla deweloperów) nie powinny być wyłączone z puli zabezpieczeń, nawet, jeśli istnieje empiryczne potwierdzenie ich gorszej spłacalności. Dopuszczenie tej klasy aktywów przyczynia się do rozwoju działalności oraz do dywersyfikacji *cover pool'a*.

Kredyty te mogłyby być dopuszczone pod następującymi warunkami:

- inwestorzy powinni posiadać pełną informację odnośnie kompozycji puli zabezpieczeń: należałoby odpowiednio skalibrować wymóg zabezpieczeń dla aktywów tego typu biorąc pod uwagę zarówno poziom *LTV* jak i wymagany poziom nadzabezpieczenia, wprowadzając np. ograniczenie w postaci maksymalnego udziału tego typu aktywów w puli zabezpieczeń (można rozważyć udostępnienia tego typu instrumentów jedynie inwestorom profesjonalnym);
- udział tej klasy aktywów powinien być transparentny i czytelny dla inwestora, znajdujący swoje odbicie w adekwatnej ocenie ratingowej lub/i w wyższym poziomie zabezpieczeń;
- wielkość i udział tych aktywów powinien być odpowiednio limitowany, np. dla kredytów na cele komercyjne rolę dodatkowego zabezpieczenia odgrywa (już obecnie) maksymalne *LTV*, a kredyty na nieruchomości w budowie np. deweloperskie mogłyby stanowić tylko określony niewielki procent portfela;

- aktywa te powinny mieć odpowiednio dostosowane parametry wyceny bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości, które powinny uwzględniać dodatkowe ryzyko;
- podstawowym kryterium, bez względu na rodzaj nieruchomości, winna być hipoteka wpisana do księgi wieczystej na pierwszym miejscu (z najwyższym prawem pierwszeństwa), a można też wprowadzić zróżnicowanie poziomu finansowania, tak jak to jest np. w Polsce w przypadku nieruchomości mieszkalnych (80% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości) i komercyjnych (60% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości);
- rozwiązania prawne powinny dawać możliwość kwalifikowania bardziej ryzykownych kredytów mieszkaniowych oraz kredytów komercyjnych do osobnych *cover pool*'i, tak by nie mieszać aktywów różnych klas i jakości.

12. Czy nowe ramy prawne powinny wyłączać z puli zabezpieczeń samoloty, statki i kredyty dla małych i średnich przedsiębiorstw, czy może powinny być one dopuszczone z wymogiem podwyższonych kryteriów i limitów oraz jakie kryteria i limity powinny być wtedy zastosowane?

Nowe ramy prawne powinny wyłączać z puli zabezpieczeń samoloty, statki i kredyty dla małych i średnich przedsiębiorstw, ponieważ:

- portfel kredytów służących zabezpieczeniu powinien być jednorodny i wystandaryzowany;
- te grupy aktywów charakteryzują się innymi parametrami ryzyka niż nieruchomości;
- powyższe aktywa stanowią na tyle inną klasę aktywów w porównaniu z szeroko pojętymi nieruchomościami, że powinny być podstawą do emisji odrębnych instrumentów;
- nie są portfelowo istotne nawet w Niemczech czy Luksemburgu, a w Polsce nie dopuszcza się takiej struktury zabezpieczeń.

13. Czy w zakresie kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw jest możliwe wydzielenie kategorii pierwszorzędnych kredytów, które mogłyby się kwalifikować do puli zabezpieczeń?

Opinia na temat możliwości wydzielenia kategorii pierwszorzędnych kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw, które mogłyby się kwalifikować do puli zabezpieczeń jest podzielona.

Z jednej strony jest ona pozytywna, zakładając:

- możliwość ich wydzielenia pod kątem przeznaczenia, wewnętrznych ratingów, wielkości;
- osobny *cover pool* i osobny instrument pod inną nazwą handlową;
- określenie rodzajów i przeznaczenia nieruchomości mogących stanowić zabezpieczenie, a do rozważenia jest również maksymalny udział tych kredytów w *pool*'u zabezpieczającym.

A z drugiej strony:

- jest to bardziej ryzykowna klasa aktywów;
- kredyty dla małych i średnich przedsiębiorstw są zabezpieczane w inny sposób niż kredyty udzielane na zakup nieruchomości, więc mimo że jest możliwe wydzielenie kategorii pierwszorzędnych kredytów w tej klasie kredytów i emisji papierów wartościowych o zbliżonym profilu do listów zastawnych, jednak nie powinny one nosić nazwy listów zastawnych;
- jeżeli raport odnosi się do wszystkich kredytów dla MSP, nie zaś wyłącznie kredytów zabezpieczonych hipotecznie, to przy tym założeniu nie można zgodzić się z propozycją uznania kredytów dla MSP jako podstawy emisji listów zastawnych.

14. Czy powinny być dopuszczone pule zabezpieczeń o aktywach mieszanych (z określonymi limitami), obejmujące np. kredyty dla instytucji finansowych i firm inwestycyjnych, kredyty dla sektora publicznego w krajach trzecich, czy kredyty hipoteczne obejmujące nieruchomości w innych krajach?

Pule zabezpieczeń o aktywach mieszanych nie powinny być dopuszczone, ponieważ:

- powodowałyby to trudność oceny ryzyka i utrzymania wysokiej jakości *cover pool'a*;
- portfel kredytów służących zabezpieczeniu powinien być jednorodny i wystandaryzowany;
- ideą listu zastawnego jest homologiczność aktywów zabezpieczających, a mieszane aktywa mogą powodować utratę transparentności instrumentu, brak porównywalności, a w efekcie kłopoty z wyceną i znalezieniem inwestorów;
- homogeniczność aktywów zabezpieczających zwiększa przejrzystość i transparentność emitowanych w oparciu o nie instrumentów, bezpieczeństwo tych instrumentów powinno być osiąganym poprzez dywersyfikację w jednej grupie aktywów, a nie dywersyfikację pomiędzy różnymi grupami aktywów;
- pule zabezpieczeń powinny mieć charakter bardzo jednorodny i nie mogą skupiać w sobie tak bardzo zróżnicowanych zabezpieczeń, chociażby z uwagi na odmienne ryzyko i problemy ze zbyciem zabezpieczeń powiązanych z innymi krajami;
- takie rozwiązanie nie mieści się w kategorii zabezpieczeń i profilu ryzyka tego produktu (nie należy rozszerzać listu zastawnego w kierunku quasi sekurytyzacji, ponieważ groziłoby to powstaniem bańki spekulacyjnej);
- dla tych grup aktywów powinny być tworzone osobne pule;
- inwestorzy chcąc uzyskać taki miks mogą dodać do portfela aktywa sekurytyzowane, inaczej bank hipoteczny przestałby być jednostką specjalistyczną.

15. Czy powinien zostać określony minimalny obowiązkowy poziom nadzabezpieczenia, a jeśli tak to na jakim poziomie i czy taki sam dla wszystkich rodzajów listów zastawnych?

Powinien zostać określony minimalny obowiązkowy poziom nadzabezpieczenia:

- zależny od klasy i ryzyka puli oraz rodzajów listów, z możliwością podniesienia tego limitu na poziomie krajowej legislacji, a kalibracja poziomu nadzabezpieczenia powinna uwzględniać poziom *LTV* i wymaga dodatkowych analiz ilościowych we wszystkich krajach członkowskich;
- agencje ratingowe oczekują minimalnego nadzabezpieczenia zgodnie z tabelami ratingu (nadzabezpieczenie w Polsce wyniesie 10% od stycznia 2016 r. i będzie jednym z najwyższych wśród normujących to legislacji);
- stosowany w Polsce 10% poziom nadzabezpieczenia mógłby być bazową wielkością poddaną dyskusji przy opracowywaniu jednolitych zaleceń (np. co najmniej 10 proc. dla listów hipotecznych i 3 proc. dla listów publicznych).

16. Czy powinien zostać określony maksymalny dopuszczalny poziom nadzabezpieczenia, a jeśli tak to w jakich przypadkach i na jakim poziomie?

Maksymalny dopuszczalny poziom nadzabezpieczenia nie powinien być określany, ponieważ:

- swoboda ustalania maksymalnej wysokości tego parametru daje emitentom elastyczność w okresach stresowych na rynku, kiedy poziom zaufania inwestorów, a zatem generowany przez nich popyt, są na niskim poziomie;
- każdy z emitentów dostosowuje poziom nadzabezpieczenia do ratingu jaki chce osiągnąć;
- takie rozwiązanie pozwoli emitentom w większym stopniu sterować kosztem pozyskiwanego kapitału biorąc pod uwagę parametr *LTV*;
- wyższy poziom nadzabezpieczenia jest mile widziany przez inwestorów i agencje ratingowe;
- powinna to regulować praktyka rynkowa, aczkolwiek nadmierne nadzabezpieczenie jako czynnik cenotwórczy może mieć negatywny wpływ na rozwój rynku.

Nie wydaje się, żeby istniał powód dla wprowadzania maksymalnego dopuszczalnego poziomu nadzabezpieczenia w przypadku tych jurysdykcji, w których obligacje zabezpieczone są emitowane przez banki specjalistyczne i tym samym nie istnieje potrzeba ochrony „nieuprzywilejowanych” wierzycieli w przypadku upadłości emitentów. Jeśli taki poziom okazałby się potrzebny w legislacjach, gdzie obligacje zabezpieczone są emitowane przez banki uniwersalne, jego poziom i zasady nim rządzące mogłyby zostać określone na poziomie danego państwa członkowskiego UE. W Polsce do emisji listów zastawnych uprawnione są tylko banki hipoteczne, w związku z tym ryzyko nadmiernego obciążenia pozostałych aktywów nie ma takiego znaczenia jak w przypadku innych państw o odmiennych uwarunkowaniach prawnych.

17. W zakresie rekomendacji dotyczącej bufora płynności:

a) czy emitenci powinni utrzymywać bufor płynności, aby ograniczyć ryzyko płynności puli zabezpieczeń, a jeśli tak to w jakich sytuacjach?

Emitenci powinni zawsze utrzymywać bufor płynności na wypadek sytuacji kryzysowych, aby ograniczyć ryzyko płynności puli zabezpieczeń, ponieważ:

- takie ryzyko powstaje ze względu na brak dopasowania przepływów po stronie pasywnej i aktywnej, a szczególnie uzewnętrznia się w warunkach upadłości banku czy listu zastawnego;
- może wystąpić niedopasowanie stóp procentowych, niedopasowanie walutowe, lub inne ryzyka operacyjne, prawne czy podatkowe;
- utrzymywanie przez emitenta bufora płynności wydaje się być wskazane w kontekście konieczności spełnienia norm płynnościowych przez instytucje finansowe w reżimie *CRDIV/CRR*;
- wymagają tego agencje do uzyskaniu odpowiedniego ratingu.

Bufor płynności powinien zabezpieczać terminową spłatę zobowiązań z listów zastawnych, w tym także po ogłoszeniu upadłości przez emitenta, a polskie rozwiązania w tym zakresie wprowadzają obowiązek utrzymywania przez banki hipoteczne nadwyżki środków w wysokości nie niższej niż łączna kwota nominalnych wartości odsetek od znajdujących się w obrocie listów zastawnych przypadających do wypłaty w okresie kolejnych 6 miesięcy. Wielkość buforów płynności powinna odpowiednio odzwierciedlać strukturę i działalność banku (grupy banków) w celu zminimalizowania skutków ewentualnych prawnych, regulacyjnych czy operacyjnych przeszkód w wykorzystaniu aktywów uwzględnianych w buforze.

b) czy bufor płynności powinien być wyznaczony na poziomie pokrywającym skumulowane wypływy netto programu listów zastawnych w określonym przedziale czasu, a jeśli tak to w jakim?

Bufor płynności powinien być wyznaczony na poziomie pokrywającym skumulowane wypływy netto programu listów zastawnych w określonym przedziale czasu. Powinno to być uzależnione od charakterystyki danej emisji tj. dłuższe okresy odsetkowe (większe płatności) powinny skutkować dłuższym okresem bufora płynności. Wydaje się zasadne, aby bufor płynności wyznaczany był na poziomie odpowiadającym co najmniej równowartości kwoty nominalnych wartości odsetek znajdujących się w obrocie listów zastawnych przypadających do wypłaty w okresie kolejnych 6 miesięcy (tak jak to jest uregulowane w Polsce).

c) Jakie kryteria powinny spełniać aktywa płynne / substytucyjne, aby zakwalifikować je do bufora płynności?

Aktywa płynne / substytucyjne, aby zakwalifikować je do bufora płynności, powinny spełniać następujące kryteria:

- stanowić aktywa absolutnie pierwszorzędne o niskim ryzyku i maksymalnie płynne, aby trudności emitenta, o których rynek może się dowiedzieć, nie stanowiły przeszkody w zbyciu tych aktywów;
- stanowić ekwiwalent gotówki / krótkoterminowych instrumentów dłużnych i obejmować: środki gotówkowe, środki ulokowane w krajowym banku centralnym lub środki ulokowane w papierach wartościowych emitowanych lub gwarantowanych przez: Europejski Bank Centralny, Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, rządy lub banki centralne państw członkowskich UE (z wyłączeniem państw, które się restrukturyzują lub zrestrukturyzowały swoje zadłużenie zagraniczne w określonym, ostatnim przedziale czasu);
- obejmować gotówkę i aktywa, które są uznane przez bank centralny jako zabezpieczenie i są wysoce płynne na rynkach prywatnych (szerszy zestaw aktywów płynnych uwzględnionych w buforze jest dopuszczalny pod warunkiem, że bank wykaże zdolność do generowania z nich płynności w określonym czasie w skrajnych warunkach);
- mieć wysoki rating i przejrzysty rynek wtórny;
- być zgodne z definicją aktywów płynnych wg *CRD IV* oraz z definicjami wykorzystywanym w wyznaczaniu *LCR* i *NSFR*.

18.Z jaką częstotliwością emitenci listów zastawnych powinni przekazywać informacje inwestorom?

Emitenci listów zastawnych powinni przekazywać informacje inwestorom kwartalnie.

19.Obecne i proponowane zakresy raportowania dla inwestorów przygotowane przez instytucje branżowe (*International Capital Markets Association's Reporting Template, ECBC's National Transparency Templates* oraz *ECBC's Common Harmonised Template*) obejmują:

- informacje na temat emitenta,
- informacje na temat emitowanych instrumentów dłużnych,
- wymogi wynikające z regulacji dotyczącej prospektu emisyjnego (*Prospectus Directive and Regulation*) dla emisji publicznych (aczkolwiek duża część listów zastawnych jest plasowana prywatnie),
- wymogi *CRR* określające preferencyjne wagi ryzyka dla inwestycji w listy zastawne (wartość puli zabezpieczeń i wyemitowanych listów zastawnych, rozkład geograficzny i rodzaj aktywów zabezpieczających, wielkość finansowania, stopa procentowa i ryzyko kursowe, struktura terminów zapadalności aktywów zabezpieczających i listów zastawnych, udział kredytów przeterminowanych powyżej 90 dni),
- rekomendację *EBA* wskazującą, że emitenci winni przedstawiać inwestorom informacje obejmujące ryzyko kredytowe, rynkowe i ryzyko płynności minimum na bazie kwartalnej.

Czy wyżej określony zakres raportowania jest wystarczająco szczegółowy, umożliwiając inwestorom przeprowadzenie pełnej analizy ryzyka, zgodnie z rekomendacją EBA?

Określony wyżej zakres raportowania jest wystarczająco szczegółowy. Informacje wymienione powyżej znajdują się w *Cover Pool Report*, który jest uznawany za standardowy zestaw danych. Podczas spotkań z inwestorami (*roadshow*) jest zawsze możliwość odpowiedzi na więcej pytań i taka formuła sprawdza się wystarczająco. Ponadto emitent powinien podlegać reżimowi informacyjnemu jak spółki giełdowe, w tym w zakresie publikacji sprawozdań finansowych.