

Andrzej Laskowski  
Adam Pietrasik  
Andrzej Sadowski

## **LIST ZASTAWNY JAKO SZANSA NA FINANSOWANIE INWESTYCJI W INFRASTRUKTURĘ, INNOWACJE I NOWE TECHNOLOGIE**

*„...odczuwam wyraźnie to kłębownisko sprzeczności sądów, które targa dziś każdym inteligentnym Polakiem. Oto tu macie niezbite dowody i dokumenty nie tylko wielkiej tężyzny narodu, ale i świadectwo wszystkich cudów dokonanych w okresie niepodległości w przemyśle i w rolnictwie w nauce i technice, w miastach i na wsi, na morzu i na lądzie; są to liczne dzieła o historycznej wartości. Ale zaraz obok tego roją się zestawienia ‘stanu faktycznego’ w porównaniu ze stanem faktycznym wielkich państw zachodu i natychmiast urok wszelkich osiągnięć i triumfów pryska...”*

Fragment przedmowy Eugeniusza Kwiatkowskiego, wicepremiera Polski  
w latach 1935-1939, do albumu *Budujemy Polskę*, Warszawa 1939

Polska odzyskała niepodległość w roku 1918 i do września 1939 roku była państwem suwerennym. Później, w 1939 roku, nastąpił rozbiór tego państw pomiędzy dwóch sąsiadów i po wojnie zależność od Związku Radzieckiego. Długi okres, który nas dzieli od tamtej Polski między wojnami, przyczynił się do sprzecznych sądów o tym, czym było życie w niezależnym państwie. Dzisiaj bez przesady można powiedzieć, iż tamta Polska jest krainą mityczną. Ale były to czasy, o których można powiedzieć wszystko, ale nie to, że były lepsze od dzisiejszych.

W 2018 roku minęło dziewięćdziesiąt lat od podpisania przez Prezydenta Rzeczypospolitej Ignacego Mościckiego i Prezesa Rady Ministrów i Ministra Spraw Wojskowych Józefa Piłsudskiego „Rozporządzenia o prawie bankowem” i dwadzieścia lat od ponownego przywrócenia publicznego listu zastawnego. Dlaczego czas ten nie jest wykorzystywany na działania intensyfikujące dążenie do

realizacji wielkiego zamierzenia dawnej Polski, realnego doświadczenia, dorównania wysoko rozwiniętemu światu. Jednym z przejawów tego powinno być przywrócenie obywatelom oraz instytucjom działającym na rynku finansowym niewykorzystanego publicznego listu zastawnego. Pozwoliłoby to zapewnić finansowanie dla planowanych wielkich inwestycji sektora rządowego (Mieszkanie+, Mosty+, nowe porty morskie, rozbudowa terminala LNG, przekop Mierzei Wiślanej etc.), a także dla inwestycji samorządów terytorialnych w infrastrukturę komunalną i ochronę środowiska oraz w gospodarowanie zasobami. Niewątpliwie też publiczne listy zastawne mogłyby okazać się pomocne w procesie sekurytyzacji zobowiązań sektora publicznego. Pomogą one również uruchomić istniejący kapitał jako swego rodzaju lewar finansowy. Zwiększą także kapitalizację giełdy, borykającej się obecnie z procesem odpływu kapitału, niemogącej podnieść się po odpływie środków z OFE. Z powyższych względów oraz umożliwiając pozyskanie niespekulacyjnego kapitału, publiczne listy zastawne będą pomocne w uniezależnieniu się od zewnętrznych nacisków finansowych.

Obecna sytuacja listu zastawnego - papieru dłużnego, który jest naturalnym, stabilizującym, a nawet immunologicznym instrumentem finansowym - nie wymaga dopasowania, ale zaktualizowania, uzupełnienia o wydarzenia i doświadczenia dziewięćdziesięciu i ostatnich dwudziestu lat, które minęły od powołania tego aktu normatywnego przywracającego jego instytucję w Polsce.

### **Narodziny instytucji listu zastawnego. Rozwój i funkcjonowanie.**

Listy zastawne jako instrument długoterminowego kredytu hipotecznego ukształtowały się jako wynik poszukiwań dróg wyjścia ze zniszczeń wojennych (wojny śląskie ) i oddłużenia rolnictwa w XVIII - wiecznych Prusach. Jako pierwszy z myślą powołania instytucji, która udzielałaby kredytów właścicielom ziemskim na odbudowę i oddłużenie, wystąpił berliński kupiec Wolfgang Buehring.

Minister sprawiedliwości Prus baron Johann von Carmer zaproponował plan sanacji Śląska na zasadach analogicznych do idei Buehringa. Carmer miał się wzorować na prawie partykularnym Księstwa Świdnickiego, które dopuszczało emisję tzw. listów skórzanych „pod zastaw” nieruchomości. Główne założenie Carmera sprowadzało się do tego, że wszyscy właściciele zadłużonych dóbr połączą się w jednym stowarzyszeniu, zaś ich majątki solidarnie dadzą zabezpieczenie zaciągniętemu kredytowi pod ich zastaw. Wszystkie jednostkowe długi zostaną wpisane do ksiąg wieczystych indywidualnie prowadzonych dla każdej nieruchomości z osobna. W ten sposób zorganizowane towarzystwo wystawi każdemu stowarzyszonemu właścicielowi procentowe papiery wartościowe o wartości nominalnej nie przekraczającej połowy szacunkowej wartości danej nieruchomości. Walorami tymi można będzie następnie swobodnie obracać.

W oparciu o powyższe założenia w 1770 r. zostało zawiązane pierwsze w historii Śląskie Ziemstwo Kredytowe, zwane potocznie Landszaftą Śląską (Schlesische Landschaft ). Emitowane walory zaczęto nazywać listami zastawnymi

(Pfandbriefe), gdyż opiewały na kwoty zabezpieczone dobrami niejako zastawionymi w Ziemstwie.

Idea powołania instytucji finansowych dla oddłużenia rolnictwa (prowadzenie akcji kredytowej miało charakter wtórny) spotkała się w Polsce z przychylnym przyjęciem wobec chronicznego braku kapitałów. Listy zastawne emitowane przez towarzystwa kredytowe stały się jednym z podstawowych instrumentów rynku kapitałowego, z pomocą którego skutecznie finansowano rozmaite inwestycje: od budowy nowych budynków mieszkalnych aż po np. system wodociągów miejskich w Warszawie. W latach 1887/88 magistrat warszawski przeprowadził wielką akcję kanalizacji miasta, zaciągając na ten cel kredyt długoterminowy. Zamierzano obowiązkowo łączyć domy wodociągami i instalować w mieszkaniach urządzenia sanitarne. Tym sposobem dużą część kosztów budowy kanalizacji przerzucono na właścicieli nieruchomości, którzy jako często stowarzyszeni w Towarzystwie Kredytowym Miasta Warszawy wnioskowali o wsparcie z jego strony. Na zwołanym na ich żądanie zebraniu w 1888 r. postanowiono o udzielaniu pożyczek długoterminowych z przeznaczeniem na spłatę długów (tzw. pożyczki kanalizacyjne).

### **Ustalenie podstaw prawnych długoterminowego kredytu hipotecznego w Drugiej Rzeczypospolitej**

Instytucje listów zastawnych oraz bankowości hipotecznej regulowały w Drugiej Rzeczypospolitej trzy podstawowe akty prawne. Mowa o Rozporządzeniu Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 17 marca 1928 r. o prawie bankowym<sup>1</sup>, Rozporządzeniu Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 17 marca 1928 r. w sprawie statutów towarzystw kredytowych ziemskich i miejskich oraz zmiany statutów instytucji kredytowych, zatwierdzonych w drodze ustawodawczej przez b. władze zaborcze<sup>2</sup>, jak również Rozporządzeniu Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 28 grudnia 1924 r. o organizacji giełd<sup>3</sup>. Do czasu wejścia w życie wspomnianych rozporządzeń z mocą ustawy moc obowiązującą zachowywały odpowiednie przepisy ustawodawstw zaborczych.

Nowe akty normatywne szły w kierunku stworzenia nowoczesnego systemu kredytu długoterminowego opartego o emisję listów zastawnych, przy wykorzystaniu dotychczasowych bogactw, przeszło stuletnich doświadczeń. Miały też na względzie dostosowanie omawianych instytucji do potrzeb gospodarki odrodzonego państwa, istniejącej w poważnie zmienionym środowisku politycznym i makroekonomicznym.

Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej w sprawie statutów towarzystw

---

<sup>1</sup> Dz. U. RP Nr 34, poz. 321

<sup>2</sup> Dz. U. RP nr 35, poz. 326

<sup>3</sup> Rozporządzenie o organizacji giełd zostało wydane w oparciu o przepisy ustawy z dnia 31 lipca 1924 r. o naprawie Skarbu państwa i poprawie gospodarstwa społecznego (art. 1 i 2, pkt E6, Dz. U. z 1924 r. Nr 71, poz. 687) oraz zgodnie z uchwałą Rady Ministrów z dnia 22 grudnia 1924 r.

kredytowych ziemskich i miejskich oraz zmiany statutów instytucji kredytowych, zatwierdzonych w drodze ustawodawczej przez byłe władze zaborcze.

Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej w sprawie statutów towarzystw kredytowych ziemskich i miejskich oraz zmiany statutów instytucji kredytowych, zatwierdzonych w drodze ustawodawczej przez byłe władze zaborcze zawierało przepisy normujące funkcjonowanie i działalność wspomnianych instytucji kredytowych.

Art. 1 wskazywał jako właściwego w sprawach związanych z zatwierdzaniem i zmianą statutów towarzystw kredytowych ziemskich i miejskich oraz innych instytucji kredytowych, które w drodze ustawodawczej zatwierdziły byłe władze zaborcze, ministra skarbu. Urzędnik ten powinien w ustalonym powyżej zakresie działać w porozumieniu z ministrem sprawiedliwości. Artykuł ten zawierał ponadto normę generalną, dotyczącą niesprzeczności przepisów statutowych z przepisami *iuris cogentis*. Wyjątek stanowiły tu specjalne przywileje proceduralne i egzekucyjne, przyznawane na podstawie art. 3 omawianego rozporządzenia.

Przepisy art. 2 regulowały zasady członkostwa w Towarzystwach. Istniały według tej normy dwie kategorie członków - pierwsza obejmowała tych właścicieli nieruchomości, którzy zaciągając pożyczkę w instytucji kredytowej nabywali prawa i obowiązki stowarzyszonego, druga zaś dotyczyła tych, którzy nabyli nieruchomość, która w chwili zawierania umowy kupna - sprzedaży była obciążona pożyczką towarzystwa. W pierwszym przypadku - jak wiadomo z szeroko powyżej analizowanej praktyki - potrzebne było złożenie odpowiednich dokumentów i wniosku, a decyzja o przyjęciu wnioskodawcy w poczet członków należała do władz towarzystwa. Tryb ten określano jako pierwotne nabycie członkostwa. Drugi sposób nie wymagał spełnienia żadnych formalności, gdyż osoba wstępująca w prawo własności danej nieruchomości obciążonej kredytem zabezpieczonym hipoteką, stawała się członkiem towarzystwa *ex lege*. Obowiązywało tu domniemanie jawności i pewności wpisu do ksiąg wieczystych, nabywca powinien bowiem sprawdzić, jakie zobowiązania obciążają nabywaną nieruchomość i uwzględnić je w swoich planach inwestycyjnych. Osoba nabywająca obciążoną nieruchomość i stająca się wskutek oświadczenia woli o zawarciu umowy członkiem towarzystwa, uzyskiwała swoje członkostwo niejako wtórnie. Dlatego też wskazany sposób zyskał sobie miano wtórnego nabycia członkostwa w instytucji kredytowej.

Dalej art. 2 wprowadzał obowiązek zawarcia w statutach i innych wewnętrznych aktach normodawczych instytucji kredytowych przepisów stanowiących, że terminowa wypłata procentów od listów zastawnych albo kuponów wypuszczonych przez poszczególne towarzystwa jest zabezpieczona hipoteką na obciążonych nieruchomościach, całym majątkiem danej instytucji kredytowej i "określoną w statucie dodatkową odpowiedzialnością członków". W przypadku towarzystw miejskich był to kapitał zasobowy. Rozporządzenie z dnia 17 marca 1928 r. w części poświęconej bezpieczeństwu inwestycji nie wnosiło nic nowego ponad to, co wypracowała długa praktyka. Państwowy akt normatywny jedynie potwierdzał w

tym zakresie wagę już stosowanych zabezpieczeń, pośrednio przyznając słuszność twórcom towarzystw, którzy stworzyli system ograniczenia ryzyka inwestycyjnego.

W dalszej kolejności ustawodawca deklarował możliwość przyznawania przywilejów proceduralnych i egzekucyjnych w zakresie, w jakim je posiadało pięć instytucji kredytowych uznanych tym samym za wzorcowe. Ze względu na podział administracyjny kraju i obowiązujące przepisy będące spuścizną po obcych rządach za modelowe towarzystwa uznano w zakresie kredytu rolnego Ziemstwo Kredytowe w Poznaniu (były zabór pruski), Towarzystwo Kredytowe Ziemskie w Warszawie (byłe Królestwo Polskie) i Towarzystwo Kredytowe Ziemskie we Lwowie (były zabór austriacki). Z kolei odnośnie kredytu miejskiego ustawodawca wyróżnił Towarzystwo Kredytowe Miasta Warszawy dla powyższych trzech dzielnic, natomiast dla Kresów Wschodnich charakter wzorcowy, i to bez względu na rodzaj udzielanego kredytu, nadano statutowi Wileńskiego Banku Ziemskiego w Wilnie.<sup>4</sup> Był to *notabene* pierwszy nowoczesny, operatywny bank hipoteczny w Polsce Wschodniej (podmiot ten szerzej omawiamy poniżej, pozostałe instytucje były już przedmiotem opisu).

Na koniec trzeba jeszcze wspomnieć o regulacji zawartej w art. 4 omawianego rozporządzenia, które na wszystkie istniejące instytucje kredytowe nakładało obowiązek zapewnienia zgodności swych statutów z rozporządzeniem. Oprócz tego, w celu prawnego stwierdzenia dostosowania przepisów wewnętrznych do norm *iuris cogentis*, poszczególne podmioty zostały obowiązane do przedstawienia swoich statutów do zatwierdzenia ministrowi skarbu działającemu w porozumieniu z ministrem sprawiedliwości, w określonym terminie do dnia 31 grudnia 1928 r.

Wprowadzenie w życie omówionych przepisów rozporządzenia z dnia 17 marca 1928 r. nie zmieniło zasadniczo sytuacji towarzystw kredytowych. Jednakże stanowiło ustalenie nowej podstawy prawnej dla ich funkcjonowania w Polsce Niepodległej, gdyż dotychczas prowadziły swą działalność w oparciu o ustawodawstwo państw zaborczych. Ponadto nowe przepisy wymogły uaktualnienie statutów tam, gdzie było to potrzebne.<sup>5</sup>

## **Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej o organizacji giełd**

Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 28 grudnia 1924 r. o organizacji giełd stwarzało podstawę prawną dopuszczenia do publicznego obrotu, to jest na giełdę, między innymi listów zastawnych. Do daty wejścia w życie cytowanego aktu prawnego podstawę tę stanowiły przepisy aktów prawnych wydanych przez odnośne władze państw zaborczych. Omawiane rozporządzenie wprowadzało podział na giełdy towarowe i pieniężne. Oba ich rodzaje podlegały nadzorowi sprawowanemu przez właściwego ministra. Urzędnik ten wykonywał swe uprawnienia nadzorcze nie bezpośrednio, lecz poprzez mianowanego przez siebie

---

<sup>4</sup> Art. 3 Rozporządzenia Prezydenta RP z dnia 17 marca 1928 r. w sprawie statutów towarzystw kredytowych ziemskich i miejskich oraz zmiany statutów instytucji kredytowych, zatwierdzonych w drodze ustawodawczej przez byłe władze zaborcze (Dz. U. RP Nr 35, poz. 326).

<sup>5</sup> A. Pietrasik, R. Rykowski: Hipoteczny list zastawny, Zakamycze 2000, str. 32-34.

dla każdej z giełd z osobna komisarza giełdowego, względnie nawet jego zastępcy. Koszty nadzoru obciążały daną giełdę w granicach ustalonych przez szefa nadzorującego organu naczelnego.<sup>6</sup> Ministrem właściwym w sprawach nadzoru nad giełdami pieniężnymi był minister skarbu, z tym że wydanie przezeń pozwolenia na utworzenie nowej giełdy wymagało “porozumienia” (*verba legis*) z ministrem przemysłu i handlu. W przypadku giełd towarowych właściwość rzeczowa w zakresie nadzoru ulegała odwróceniu, właściwym bowiem stawał się minister przemysłu i handlu, a “porozumienie” musiał osiągnąć z ministrem skarbu. Jeżeli chodziło o giełdę, której przedmiot miał stanowić obrót płodami rolnymi, to obowiązywało ponadto zachowanie trybu “porozumiewawczego” z ministrem rolnictwa. Cytowane rozporządzenie zawierało również delegację dla ministra przemysłu i handlu działającego w porozumieniu z ministrem skarbu do wydania aktów wykonawczych odnośnie warunków przynależności do giełdy. W stosunku do giełd, których przedmiot miał stanowić obrót płodami rolnym, minister przemysłu i handlu powinien szukać “porozumienia” z ministrem rolnictwa.

Giełda w rozumieniu przepisów rozporządzenia z dnia 28 grudnia 1924 r. była osobą prawną. Zasadniczym aktem prawnym, na podstawie którego giełda funkcjonowała, był jej statut. Dokument ten podlegał zatwierdzeniu przez właściwego ministra.<sup>7</sup>

Z punktu widzenia długoterminowego kredytu hipotecznego i jego instrumentu, listu zastawnego, największe znaczenie miały §§ 3 i 4 cytowanego rozporządzenia. Przepis §3 statuował katalog przedmiotów posiadających określoną wartość, które mogły być przedmiotem obrotu giełdowego. Wymieniano tu zatem “papiery wartościowe, weksle, czeki, przekazy, waluty, monety i szlachetne kruszce (złoto i srebro)”. Listy zastawne zawierały się w pierwszej wymienionej kategorii, to jest w “papierach wartościowych”. Przepis § 4 stanowił, że minister skarbu po wysłuchaniu rady giełdowej, czyli *de facto* na jej wniosek, był uprawniony do wydania zezwolenia na dopuszczenie danego rodzaju papieru wartościowego do obrotu i notowania go na giełdzie, jak również do wykluczenia w tej samej formie notowanych walorów z obrotu giełdowego. Zgoda na dopuszczenie do obrotu publicznego papierów wartościowych oraz decyzja o ich wycofaniu z tego obrotu była podejmowana przez ministra skarbu w drodze wydania rozporządzenia.<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> W przepisie § 2 zdanie trzecie cytowanego Rozporządzenia ustawodawca określił zakres kompetencji komisarza giełdowego na: 1) czuwanie nad przestrzeganiem obowiązujących na giełdzie przepisów i usuwanie ujawnionych nieprawidłowości łącznie z wnioskowaniem o wszczynanie postępowań dyscyplinarnych; 2) uczęszczanie na zebrania giełdowe i ogólne zgromadzenie członków giełdy w charakterze organu kontrolującego; 3) składanie wniosków do rozpatrzenia przez radę giełdową; 4) udział w obradach rady giełdowej z głosem doradczym oraz w komisji dyscyplinarnej; 5) zawieszanie na okres do 8 dni sprzecznych z prawem powszechnie obowiązującym bądź ze statutem uchwał rady giełdowej w terminie 48 godzin od powzięcia zaskarżonej uchwały; właściwy minister w ciągu 8 dni mógł uchylić zawieszoną uchwałę bądź uchylić zawieszenie uchwały.

<sup>7</sup> W ten oto sposób odnaleźć można jeden nielicznych przypadków, kiedy określonej czynności musiał dokonać, działając “osobiście”, członek rządu, nie zaś za pośrednictwem komisarza giełdowego.

<sup>8</sup> Op. cit. 118, str. 34-36.

## Przepisy dawnego prawa bankowego jako podstawa działania banków hipotecznych

Art. 68 Rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 17 marca 1928 r. o prawie bankowym<sup>9</sup> formułował definicję ustawową dawnego banku hipotecznego. Przepis ten stanowił, że w rozumieniu cytowanego rozporządzenia jest to przedsiębiorstwo bankowe, które albo wyłącznie, albo też obok innych czynności bankowych przewidzianych w statucie zajmuje się udzielaniem pożyczek na hipotekę nieruchomości i na tej podstawie wydaje listy zastawne. Do zakresu działania banku hipotecznego, obok udzielania pożyczek hipotecznych i emitowania listów zastawnych, mogły wchodzić tylko następujące, enumeratywnie wymienione czynności bankowe:

- 1) nabywanie i zbywanie sum hipotecznych;
- 2) skup weksli opatrzonych co najmniej trzema podpisami;
- 3) nabywanie i sprzedaż na rachunek własny listów zastawnych swoich i cudzych, papierów wartościowych państwowych lub gwarantowanych przez państwo, jak również papierów emitowanych przez samorząd;
- 4) komisowe nabywanie i sprzedawanie wszelakich papierów wartościowych dopuszczonych do urzędowego notowania na giełdach polskich;
- 5) udzielanie pożyczek terminowych na hipotekę nieruchomości oraz pod zastaw papierów wartościowych, określonych w punkcie 3);
- 6) *inkaso* weksli i przekazów;
- 7) przyjmowanie do depozytu wszelkich papierów wartościowych;
- 8) przyjmowanie zapisów na emisje państwowe, komunalne oraz na obligacje przedsiębiorstw państwowych i samorządowych;
- 9) przyjmowanie wkładów do wysokości kapitału zakładowego.

Według art. 74 obowiązkiem banku hipotecznego było wydawanie na podstawie udzielonych pożyczek hipotecznych listów zastawnych. Hipoteczny list zastawny był definiowany ustawowo jako papier wartościowy na okaziciela, zapewniający jego posiadaczom wypłatę odsetek i kapitału pod warunkami, wyszczególnionymi w tekście listu zastawnego. Nominalna wysokość emisji listów zastawnych nie mogła przekraczać piętnastokrotnej sumy kapitałów własnych banku oraz rezerwy specjalnej, przeznaczonej na zabezpieczenie praw posiadaczy listów zastawnych. Ograniczenie to nie obowiązywało jednak, jeżeli listy zastawne gwarantował Skarb Państwa lub związek samorządowy. Zakazane zostało wydawanie listów zastawnych zapewniających w razie wylosowania dopłatę ponad wartość nominalną waloru. Stopa procentowa listów zastawnych powinna była równać się stopie procentowej pożyczek, na których podstawie listy zastawne zostały wydane.

---

<sup>9</sup> Dz. U. RP z 1928 r. Nr 34, poz. 321

Terminy przedawnienia należności z listów zastawnych wynosiły 30 lat od dnia płatności, ale pod warunkiem, że zostały uprzednio wylosowane. Termin przedawnienia należności za kupony dodawane do listów zastawnych był odpowiednio krótszy i wynosił tylko 5 lat.

Ogólna suma kwoty nominalnej listów zastawnych znajdujących się w obiegu nie mogła przekraczać ogólnej sumy wierzytelności hipotecznych banku, będących ich zabezpieczeniem. W razie spłaty pożyczek hipotecznych przed upływem ustanowionego terminu bank był prawnie zobowiązany do wycofania z obiegu listów zastawnych na kwotę odpowiadającą spłaconemu kapitałowi.

Wzory wydawanych przez bank hipoteczny listów zastawnych wymagały zatwierdzenia przez ministra skarbu. Podstawą udzielenia pożyczki w omawianych walorach mogły być jedynie nieruchomości o urzędzonych księgach wieczystych. Wierzytelności hipoteczne zabezpieczające emitowane listy zastawne, stanowiły przede wszystkim zabezpieczenie posiadaczy tych listów niezależnie od odpowiedzialności z całego majątku banku, co w księdze wieczystej przy wpisie pożyczki powinno być zaznaczone. Czynności tej zazwyczaj dokonywano przy okazji wpisu, w formie wzmianki znanej również teraz w postępowaniu wieczysto-księgowym. Bankowi wolno było udzielać pożyczek hipotecznych w zasadzie na pierwsze miejsce hipoteki, a w każdym razie jego pożyczki powinny być zabezpieczone w taki sposób, żeby łącznie z ewentualnie poprzedzającymi ją w hipotece ciężarami mieściła się w pierwszej połowie szacunku nieruchomości.

Nieruchomości, które nie zabezpieczały trwałego dochodu, ulegały ekonomicznej dyskwalifikacji i nie mogły być przedmiotem pożyczki hipotecznej udzielonej w listach zastawnych.

Budynki, na które udzielono pożyczki i budynki uwzględnione przy ustalaniu wysokości pożyczki na nieruchomość rolną, musiały być ubezpieczone od ognia w jednym z zakładów ubezpieczeń wskazanych w specjalnym obwieszczeniu przez ministra skarbu. Do polisy należało dołączyć zastrzeżenie, w którym organ zakładu ubezpieczeń oświadczał, że odszkodowanie należne w razie pożaru nie będzie wypłacone właścicielowi spalonej nieruchomości bez uprzedniego zezwolenia banku – emitenta hipotecznych listów zastawnych.

Bank oceniał wartość nieruchomości mającej służyć za podstawę pożyczki według norm określonych w jego statucie i regulaminie uchwalonym przez naczelny organ banku i zatwierdzonym przez ministra skarbu po przedłożeniu mu tego dokumentu. Miał to być w zamyśle ustawodawcy instrument kształtowania przez państwo polityki bezpiecznych emisji. W tym kontekście dziwić może pewna nieufność władz administracyjnych pod adresem instytucji kredytowych. Wcześniejsze etapy ich rozwoju wskazywały przecież, że i bez nadzoru państwowego czy wręcz wbrew niemu, jak miało miejsce na przykład pod zaborami rosyjskim i niemieckim, podmioty kredytu hipotecznego potrafiły wypracować niezwykle efektywne i bezpieczne metody szacowania dóbr. Krytykowaną regulację uzasadniał wzmagający się etatyzm.

W razie obniżenia się wartości nieruchomości sięgającej tak dalece, że w



stosunku do dłużnego kapitału nie osiągała ona już granic wymaganych statutem, bank miał prawo domagać się od dłużnika innego, odpowiadającego zapisom statutu zabezpieczenia dla nie mającej pokrycia części pożyczki. Nadto mógł żądać wcześniejszej spłaty odpowiedniej jej części, dokonując trzymiesięcznego wypowiedzenia, niezależnie od terminów ustanowionych przy udzielaniu pożyczki. Inne wypadki wypowiedzenia pożyczki ze strony banku były prawnie dopuszczalne pod warunkiem ich sprecyzowania w statucie banku.

Wszystkie spłaty pożyczek należało uiszczać bądź w przepisanych ratach, bądź jednorazowo w razie wypowiedzenia pożyczki. Kwoty z tego tytułu powinny wpływać do osobnego funduszu zwanego funduszem umorzenia listów zastawnych i przeznaczonego wyłącznie na umorzenie tych walorów. Samego procesu umorzenia listów zastawnych dokonywano na dwa sposoby: w drodze losowania przez bank według ich wartości nominalnej albo też przez kupienie listów zastawnych od osoby ich posiadacza.

W celu zapewnienia terminowej wypłaty należności za wylosowane listy zastawne i kupony ustawa nałożyła na bank hipoteczny obowiązek stworzenia rezerwy, dopóki jej wysokość liczona łącznie z kapitałem zakładowym nie osiągnie dziesiątej części kwoty nominalnej danej emisji listów zastawnych. Wartość wspomnianej, wyspecjalizowanej rezerwy kreowano z następujących wpływów:

- 1) części wpisowego uiszczanego przy zaciągnięciu pożyczki w wysokości, którą określał statut, po uprzednim potrąceniu kosztów oszacowania nieruchomości;
- 2) z zysków osiągniętych przez bank ze skupu listów zastawnych przeznaczonych na umorzenie;
- 3) z dochodów uzyskanych z przedawnionych kuponów i wylosowanych listów zastawnych;
- 4) z oznaczonej w statucie części zysków banku.

Po stworzeniu tej rezerwy podlegała ona osobnemu zarządzaniu, a środki z niej pochodzące były lokowane w sposób, który zabezpieczał prawne, to jest pupilarne bezpieczeństwo. Rezerwę wykazywano w bilansach pod osobną pozycją. W tym miejscu należy się jeszcze uwaga o rozumieniu pojęcia bezpieczeństwa pupilarnego. Nazwa, pochodząca z prawa rzymskiego, oznaczała obowiązek zapewnienia pewności lokowanych środków pieniężnych w sposób bliski bezpieczeństwu inwestycji w papiery wartościowe Skarbu Państwa. W praktyce chodziło o wyeliminowanie możliwości poniesienia jakichkolwiek strat przez inwestora. Stąd zasoby należące do omawianej rezerwy lokowano przeważnie w obligacje Skarbu Państwa i bony skarbowe, nieco rzadziej w obligacje komunalne, a także składano na korzystnie oprocentowanych rachunkach w bankach państwowych lub innych bankach korzystających z gwarancji państwowych.

Każdą hipotekę służącą pokryciu listów zastawnych bank był obowiązany wpisać do rejestru hipotek z podaniem jej wartości. W styczniu i lipcu każdego roku kalendarzowego organy księgowe instytucji kredytowej sporządzały odpis z rejestru

hipotek z uwzględnieniem zmian, które nastąpiły w ciągu mijającego półrocza. Odpis powinien następnie zostać poddany kontroli komisarza rządowego, który na dowód jego poprawności winien go opatrzyć swym podpisem. Następnie odpowiednie organy banku były zobowiązane złożyć odpis ministrowi skarbu.

W lutym każdego roku bank ogłaszał w dzienniku urzędowym "Monitor Polski" dane dotyczące ogólnej sumy nominalnej wartości listów zastawnych, jakie się znajdowały w obiegu z końcem roku. Poza tym instytucja kredytowa obwieszczała o wielkości ogólnej kwoty nie umorzonych pożyczek hipotecznych z końca minionego roku, jak również podawała do wiadomości publicznej sumę znajdującą się w tym samym czasie w funduszu umorzenia listów zastawnych. Za nieprzestrzeganie zasad jawności zarząd banku ponosił odpowiedzialność.

W razie ogłoszenia upadłości banku, czyli "otwarcia konkursu do majątku banku" – *verba legis*<sup>10</sup> wierzytelności zabezpieczające listy zastawne, fundusz umorzenia listów zastawnych i specjalny fundusz rezerwowy składały się na osobną masę upadłości nie mającą nic wspólnego z resztą majątku wchodzącą do podstawowej masy upadłości. Powstawały więc dwie masy upadłości. Pierwsza z nich miała służyć przede wszystkim zaspokojeniu praw posiadaczy listów zastawnych z pierwszeństwem przed innymi wierzycielami konkursowymi. Co do żądań zaspokojenia z innych części majątku banku, posiadacze listów zastawnych znajdowali się na pozycji odpowiadającej pozostałym wierzycielom "konkursowym" i mogli zgłaszać swe wierzytelności do drugiej masy upadłości. Ta masa upadłości legitymowała się ogólnym charakterem, podpadała bowiem pod przepisy rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 24 października 1934 r. – Prawo upadłościowe<sup>11</sup>, niczym nie różniąc się poza tym od mas upadłości tworzonych w razie wszczęcia postępowania upadłościowego innych podmiotów.

Na podstawie przepisu art. 67 pkt 1) analogiczne zastosowanie do banków hipotecznych miały przepisy art. 40 - 66 prawa bankowego dotyczące między innymi zasad funkcjonowania funduszy banku, zabezpieczeń udzielanych pożyczek innych niż hipoteczne, władz banku i reżimu odpowiedzialności członków organów zarządzających bankiem.

Po wojnie omawiany akt prawny zasadniczo zachował moc obowiązującą. Jednak w celu dostosowania jego norm do wprowadzanego, odmiennego od przedwojennego systemu politycznego i gospodarczego, ukazał się dekret o zmianie niektórych przepisów rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 17 marca 1928 r. o prawie bankowym.<sup>12</sup> Dekret ten, jak również prawo bankowe z 1928 r., zostały ostatecznie uchylone na podstawie przepisu art. 49 ust. 1 pkt 1 ustawy z dnia

---

<sup>10</sup> Art. 83 Rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 17 marca 1928 r. o prawie bankowym.

<sup>11</sup> Tekst jedn. wersji obecnie obowiązującej: Dz. U. z 1991 r. Nr 118, poz. 512 z późn. zm.

<sup>12</sup> Dz. U. z 1946 r. Nr 2, poz. 10.

13 kwietnia 1960 r. - Prawo bankowe, o czym szerzej poniżej.<sup>13</sup>

### **Podstawa prawna likwidacji emitentów listów zastawnych**

Niektóre instytucje, jak np. Towarzystwo Kredytowe Miasta Warszawy, funkcjonowały w ograniczonym zakresie nawet pod okupacją niemiecką.

Ostateczna ich likwidacja nastąpiła dopiero w ramach systemowej reformy bankowej z drugiej połowy lat czterdziestych. Nastąpiło to w oparciu o przepisy:

- 1) dekretu z dnia 25 października 1948 r. o zasadach i trybie likwidacji niektórych instytucji kredytu długoterminowego;<sup>14</sup>
- 2) dekretu z dnia 25 października 1948 r. o reformie bankowej<sup>15</sup> oraz
- 3) dekretu z dnia 25 października 1948 r. o zasadach i trybie likwidacji niektórych przedsiębiorstw bankowych.<sup>16</sup>

Powołany na początku dekret o zasadach i trybie likwidacji niektórych instytucji kredytu długoterminowego był nowelizowany jeden raz, na podstawie art. 1 ustawy z dnia 25 maja 1951 r. o zmianie tegoż dekretu.<sup>17</sup>

Dekret o reformie bankowej był zmieniony przez ustawę z dnia 22 marca 1951 r. o zmianie przepisów dekretu o reformie bankowej.<sup>18</sup> Dekret o reformie bankowej w brzmieniu nadanym mu przez ustawę z dnia 22 marca 1951 r. obowiązywał do 1960 r., kiedy to został uchylony przez przepis art. 49 ust. 1 pkt 2 ustawy z dnia 13 kwietnia 1960 r. - Prawo bankowe.<sup>19</sup>

Dekret o zasadach i trybie likwidacji niektórych przedsiębiorstw bankowych znoveelizowała ustawa z dnia 25 maja 1951 r. zmieniająca tenże dekret.<sup>20</sup> Moc obowiązującą omawiany akt normatywny utracił w oparciu o przepis art. 49 ust. 2 pkt 1 prawa bankowego z 1960 r.<sup>21</sup>

Powyżej zdecydowano się bardzo skrótowo wskazać zestaw aktów

---

<sup>13</sup> Dz. U. z 1960 r. Nr 20, poz. 121.

<sup>14</sup> Dz. U. Nr 52, poz. 411.

<sup>15</sup> Tekst jedn.: Dz. U. z 1951 r. Nr 36, poz. 279.

<sup>16</sup> Dz. U. Nr 52, poz. 410.

<sup>17</sup> Dz. U. z 1951 r., Nr 31, poz. 241.

<sup>18</sup> Dz. U. z 1951 r., Nr 18, poz. 143.

<sup>19</sup> Dz. U. z 1960 r., Nr 20, poz. 121.

<sup>20</sup> Dz. U. z 1951 r., Nr 31, poz. 240.

<sup>21</sup> Dz. U. z 1960 r., Nr 20, poz. 121.

normatywnych, które łącznie składały się na prawną część tak zwanej reformy bankowej z 1948 r. Stanowiły one również podstawę prawną likwidacji instytucji długoterminowego kredytu hipotecznego, między innymi towarzystw kredytowych ziemskich i miejskich.

Wybitna rola, jaką instytucje długoterminowego kredytu hipotecznego odegrały w historii polskiej gospodarki, na pewno nie skazywały ich na stałą, prawną eliminację z katalogu podmiotów dopuszczonych do legalnego obrotu gospodarczego. Nawet jeżeli w okresie międzywojennym radziły sobie nieco gorzej niż przed I. wojną światową (swoisty paradoks!), to i tak spełniały pozytywną gospodarczo rolę, oferując dostępny i dostosowany do zróżnicowanych potrzeb i wymagań kredyt. Godzi się też przypomnieć, że towarzystwa kredytowe miejskie i ziemskie okazały się być *per saldo* bezpieczniejsze od banków hipotecznych i uniwersalnych, ponieważ w przeciwieństwie do nich nigdy żadne z nich nie upadło.

Proces likwidowania instytucji długoterminowego kredytu hipotecznego miał często charakter już tylko formalnoprawny, ponieważ towarzystwa kredytowe i banki w przeważającej mierze uległy zagładzie podczas wojny z rąk obydwu okupantów. W wielu wypadkach przestały istnieć siedziby danych podmiotów i nieruchomości zabezpieczające emisje listów zastawnych, zniszczeniu uległa dokumentacja i - co najboleśniej - często odeszli ludzie, którzy swoimi osobami napełniali treścią działalność instytucji kredytowych. Zabrakło więc często pracowników towarzystw, banków i giełd, inwestorów i pożyczkobiorców...

## **Odrodzenie instytucji**

Problem przywrócenia gospodarce bankowości hipotecznej pojawił się w Polsce po przerwie spowodowanej przyczynami politycznymi na początku lat 90 ubiegłego wieku. Nie było całkiem jasne, w kierunku jakiego modelu należy zmierzać. Współcześnie na polu działalności kredytowo - hipotecznej dominują banki. Nie znaczy to jednak, że taki system obowiązuje wszędzie, a ponadto rodzime tradycje, obejmujące niemal 150 lat niezwykle bogatej praktyki i teoretycznej refleksji, odnoszą się w większym stopniu organizmów parabankowych. Samo to określenie, dziś wybitnie pejoratywne, dawniej nie budziło żadnych negatywnych skojarzeń, skoro podstawowymi instytucjami kredytu długoterminowego przez sto kilkadziesiąt lat były nie banki, lecz towarzystwa kredytowe. Nic też dziwnego, że na fali charakterystycznego dla poczoczątku lat 90. entuzjazmu związanego z odrodzeniem samorządności, popularny był pogląd, że lepiej sprosta wyzwaniom krajowej specyfiki, którą określa chroniczny brak kapitału, prywatne towarzystwo właścicieli - kredytobiorców, działające na zasadach non-profit. Była to próba nawiązania do znakomicie sprawdzonych w przeszłości towarzystw kredytowych ziemskich i miejskich (inicjatorem powołania Miejskiego Towarzystwa Kredytowego, jak i Ziemskiego Towarzystwa Kredytowego w Warszawie był założyciel Banku Handlowego Leopold Kronenberg) - inwestujących w mieszkalnictwo, przemysł czy ubezpieczenia.

Po przesądzeniu, iż udzielanie kredytów hipotecznych powinno zostać powierzone bankom, wyłonił się kolejny problem: czy mają to być banki uniwersalne oferujące tylko pod pewnymi ustawowo określonymi warunkami m.in. długoterminowy kredyt hipoteczny oparty o emisję listów zastawnych, czy też jedynie wyspecjalizowane banki hipoteczne. Sprawa ta budziła najwięcej kontrowersji i aż do końca procedury legislacyjnej nie była rozstrzygnięta. Ustawodawca zdecydował się ostatecznie na koncepcję powoływania banków hipotecznych jako nowych podmiotów prawnych.

### **Niedoszło przekształcenie banku uniwersalnego w hipoteczny**

O ile tworzenie banków hipotecznych od podstaw jako nowych podmiotów prawa nie nasuwało poważniejszych wątpliwości, o tyle spornym pozostawało, jak najskuteczniej przekształcić istniejący bank uniwersalny w hipoteczny. Kwestia ta stała się zwłaszcza przed grupą mniejszych banków, które usiłując znaleźć dla siebie dogodną niszę rynkową pozwalającą im przetrwać w warunkach narastającej konkurencji, zaczęły dopatrywać się w emisji listów zastawnych sposobu na ocalenie ich samodzielnego bytu. Modelowym przykładem takiego podmiotu był Bank Rozwoju Budownictwa Mieszkaniowego S.A., znany szerzej pod skróconą nazwą Bud-Banku S.A.

W celu przetransformowania banku uniwersalnego w hipoteczny należało dany podmiot poddać zmianom prowadzącym do skonsumowania warunków określonych w dziale III ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych, a następnie spełniwszy je i uzyskawszy licencję na prowadzenie działalności hipotecznej, mógłby przystąpić do emitowania listów zastawnych. W szczególności bank taki musiałby zrezygnować z komercji, co pociągnęłoby za sobą konieczność zbycia wszystkich niehipotecznych aktywów. Ewentualne kredyty budowlane i mieszkaniowe jako zabezpieczone hipotekami mogły zostać poddane konwersji na listy zastawne. Wszystkie powyższe zabiegi musiały znaleźć wyraz w statucie. Pierwszorzędne znaczenie dla powodzenia postulowanej operacji miało znalezienie odpowiednio zasobnego inwestora strategicznego. Mimo, że wiele banków niemieckich i skandynawskich poszukiwało w Polsce partnerów, nigdy do takiego procesu nie doszło, a Bud-Bank S.A., który ze względów zawodowych był bliski niżej podpisanym (Andrzej Laskowski był przez pewien czas członkiem Rady Banku, a Adam Pietrasik pracownikiem), odszedł do historii. Jest to przykład niewykorzystanych szans związanych z brakiem rozwoju rynku listów zastawnych, bowiem finansowanie mieszkalnictwa dokonało się w oparciu o produkty typowo komercyjne, w dodatku nienależycie zarządzane ryzykiem, skoro spuścizną po tym jest problem kredytów (wedle niektórych orzeczeń sądów raczej spekulacyjnych produktów finansowych) denominowanych w stosunku do walut obcych.

### **Sytuacja obecna – szanse na wykorzystanie (zwłaszcza) publicznego listu zastawnego**

List zastawny w swej pierwotnej postaci hipotecznej – jak wyżej wskazano – ukształtował się jako zabezpieczony papier wartościowy emitowany przez uprawnione do tego podmioty, pozwalający realizować dwa podstawowe zadania: łączyć bezpieczeństwo długoterminowych inwestycji dla inwestorów z funkcją pozyskiwania długoterminowego finansowania przez emitentów. Listy zastawne umożliwiały uruchomienie kapitału zamrożonego w nieruchomościach przez posłużenie się prostym, ale niezwykle skutecznym mechanizmem zabezpieczenia hipotecznego, bezpośrednio na nieruchomości bądź pośrednio na wierzytelności już zabezpieczonej hipoteką (subintabulat). Dzięki temu wyemitowany papier wartościowy gwarantował inwestorowi dobrze zabezpieczony instrument finansowy o niskim ryzyku inwestycyjnym, gwarantujący zwrot kapitału w dacie wykupu oraz wypłatę odsetek wypłacanych na bazie stałej lub zmiennej stopy procentowej o częstotliwości ich płatności ustalonej indywidualnie dla każdej emisji. Czynnikiem dodatkowo wzmacniającym bezpieczeństwo inwestycji okazał się wypracowany system swoistego nad zabezpieczenia, czyli wymagania, aby wartość hipotek i subintabulatów przewyższała nominal listów zastawnych znajdujących się obrocie. Te elementarne cechy omawianej instytucji ustawodawca recypował również do współcześnie obowiązującej w Polsce ustawy.

Ze względu na podstawę emisji, wyróżnia się hipoteczne listy zastawne, których zabezpieczenie emisji stanowią wierzytelności z tytułu kredytów zabezpieczonych hipotekami oraz publiczne listy zastawne, których podstawę (zabezpieczenie) emisji stanowią wierzytelności z tytułu kredytów udzielonych jednostkom sektora publicznego lub kredytów posiadających gwarancje lub poręczenie instytucji publicznych.

Współcześnie publiczny list zastawny jest papierem wartościowym określonym przepisami ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (tekst jedn.: Dz. U. z 2016 r. poz. 1771).

Art. 3 ust. 2 definiuje go legalnie, jako papier wartościowy imienny lub na okaziciela, którego podstawę emisji stanowią wierzytelności banku hipotecznego z tytułu:

- 1) kredytów w części zabezpieczonej wraz z należnymi odsetkami, gwarancją lub poręczeniem Narodowego Banku Polskiego, Europejskiego Banku Centralnego, rządów lub banków centralnych państw członkowskich Unii Europejskiej, Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, z wyłączeniem państw, które restrukturyzują lub restrukturyzowały swoje zadłużenie zagraniczne w ciągu ostatnich 5 lat, oraz gwarancją lub poręczeniem Skarbu Państwa zgodnie z przepisami odrębnych ustaw, albo
- 2) kredytów udzielonych podmiotom wymienionym w pkt 1, albo
- 3) kredytów w części zabezpieczonej wraz z należnymi odsetkami, gwarancją lub poręczeniem jednostek samorządu terytorialnego oraz kredytów udzielonych jednostkom samorządu terytorialnego.

Zgodnie z art. 12 pkt 5 ustawy do wyłącznych czynności banku hipotecznego należy emitowanie publicznych listów zastawnych, których podstawę stanowią:

- a) wierzytelności banku hipotecznego z tytułu udzielonych kredytów niezabezpieczonych hipoteką – rezygnacja z zabezpieczenia hipotecznego następuje w rozważanym przypadku na rzecz podstaw emisji, o których mowa w art. 3 ust. 2,
- b) nabyte przez bank hipoteczny wierzytelności innych banków z tytułu udzielonych przez nie kredytów niezabezpieczonych hipoteką – o podstawach emisji jak powyżej.

Wspomnieć należy, że podstawą emisji listów zastawnych mogą być również środki banku hipotecznego ulokowane w papierach wartościowych emitowanych lub gwarantowanych przez rządy lub banki centralne państw członków Unii Europejskiej, ulokowane w Narodowym Banku Polskim oraz posiadana przez bank gotówka (art.18 ust.3 ustawy).

Kluczowy dla bezpieczeństwa emisji listów zastawnych art. 18 ust. 1a ustawy stanowi, że suma nominalnych kwot wierzytelności banku hipotecznego oraz praw i środków wpisanych do rejestru zabezpieczenia listów zastawnych, stanowiących podstawę emisji publicznych listów zastawnych, nie może być niższa niż 110% łącznej kwoty nominalnych wartości znajdujących się w obrocie publicznych listów zastawnych, przy czym suma nominalnych kwot wierzytelności banku hipotecznego stanowiących podstawę emisji publicznych listów zastawnych, nie może być niższa niż 85% łącznej kwoty nominalnych wartości znajdujących się w obrocie publicznych listów zastawnych.

W Polsce, mimo obowiązywania stosownego aktu normatywnego od początku 1998 r., barierą dla przywrócenia listom zastawnym dawnej, należytej pozycji wśród instrumentów refinansowania akcji kredytowej projektów inwestycyjnych, zawdzięczamy uchybieniom w warstwie regulacyjnej rynku. Banki hipoteczne, działające wedle ustawowo zakreślonego konserwatywnego podejścia do wyceny nieruchomości oraz posiadające ustawowo zakreślone limity relacji LTV, nie były w stanie konkurować z bankami uniwersalnymi podlegającymi bardziej liberalnym zasadom wyceny i wielkości udzielanego kredytu w relacji do wartości zabezpieczenia.

W efekcie, zamiast tworzenia i rozwoju banków hipotecznych, istniejące banki uniwersalne (z chlubnymi wyjątkami) zdominowały rynek długoterminowych kredytów mieszkaniowych, przy istotnym wykorzystaniu kredytów denominowanych w walucie, tworząc obecny problem „kredytów frankowych”, przy jednoczesnym wygenerowaniu powszechnego dla sektora problemu braku adekwatności terminów wymagalności źródeł finansowania do terminów zapadalności aktywów kredytowych, co powoduje wzrost ryzyka płynności.

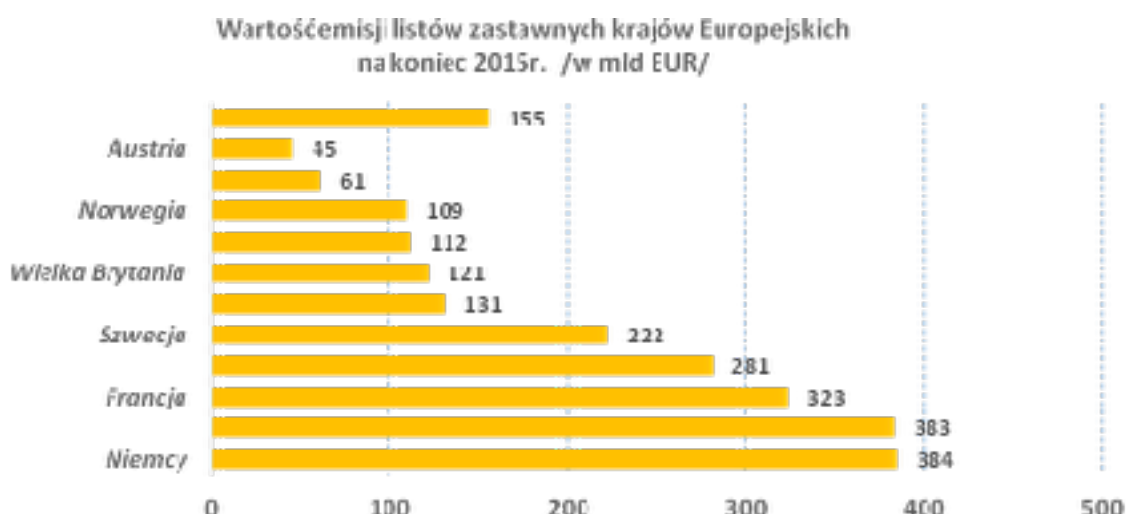
Rynek listów zastawnych, doskonale rozwinięty w Niemczech, Austrii, Czechach, Danii czy Francji, po kryzysie finansowym z 2008 r. zyskał na znaczeniu we Włoszech, Hiszpanii, Portugalii i krajach Beneluksu. Okazał się, bowiem odporny na zawirowania spowodowane spekulacją.

W Polsce pierwsze emisje listów zastawnych pod jurysdykcją nowej ustawy zostały przeprowadzone w trzecim roku jej obowiązywania /2000 r/, zaś publicznych listów zastawnych w dziesiątym roku jej obowiązywania /2007 r./

O słabym rozwoju polskiego rynku listów zastawnych może świadczyć aktualna wielkość tego rynku. Według danych European Mortgage Federation /EMF/ oraz European Covered Bond Council /ECBC/ - wartość emisji listów zastawnych w Polsce na koniec 2015 r. wynosiła **1,3 mld EUR**.

Dla porównania, według tych samych źródeł, wielkość Europejskiego rynku listów zastawnych na koniec 2015 r. to **2,3 bln EUR**, przy czym blisko 80% wartości emisji dotyczyło emitentów z 8 krajów tj.: z Niemiec /384 mld EUR/, Danii /383 mld EUR/, Francji /323 mld EUR/, Hiszpanii /281 mld EUR/, Szwecji /222 mld EUR/, Włoch /131 mld EUR/ i Wielkiej Brytanii /121 mld EUR/.

Wielkość emisji listów zastawnych jest w Polsce ponad 3 razy mniejsza niż na Słowacji, ponad 9 razy mniejsza niż w Czechach, nie mówiąc już o Niemczech, gdzie



wielkość ta jest ponad 300 razy większa niż Polsce.

Jest oczywiste, że ten ważny instrument w refinansowaniu długoterminowych kredytów, jest w Polsce niewykorzystany zarówno przez banki hipoteczne, jak i przez **Bank Gospodarstwa Krajowego, który ustawowo (od 2011 r.) i statutowo (od 2016 r.) ma możliwość emisji listów zastawnych.**

BGK powinien w szerszym niż dotychczas stopniu wykorzystać szczątkowo obecny na naszym rynku instrument publicznego listu zastawnego. BGK jest naturalnym partnerem dla sektora publicznego w finansowaniu inwestycji infrastrukturalnych, gdyż zgodnie ze swoim Statutem ma „wspierać politykę gospodarczą Rady Ministrów, rządowe programy społeczno-gospodarcze oraz programy samorządności lokalnej i rozwoju regionalnego”.

Bank ten posiada znaczące aktywa kredytowe ulokowane w sektorze publicznym (według danych na koniec 2015 r. ok. 6 mld PLN) a także znaczące aktywa w formie lokat w NBP (łącznie z gotówką blisko 5 mld PLN). Może to stanowić podstawę emisji publicznych listów zastawnych, zaś środki z nich pozyskane, mogą zwiększyć udział BGK w kredytowaniu programów infrastrukturalnych sektora



rządowego i inwestycji JST. Planowane łączne wydatki inwestycyjne w latach 2017-2023 na trzy kluczowe programy infrastrukturalne sektora rządowego, wyniosą ok. 183,3 mld złotych, z czego 66,4 mld złotych na inwestycje w ramach Krajowego Programu Kolejowego, 87,6 mld złotych na inwestycje w ramach Krajowego Programu Autostrad i 29,3 mld złotych na inwestycje w ramach Śródlądowych Dróg Wodnych. **Średnioroczny poziom wydatków inwestycyjnych na powyższe rządowe programy infrastrukturalne w okresie najbliższych 7 lat wyniesie 26,2 mld zł.** Ponadto, można zakładać, iż, poziom wydatków inwestycyjnych jednostek samorządu terytorialnego w okresie najbliższych 7 lat będzie zbliżony do poziomu tych inwestycji w latach 2009-2015, co oznacza **średnioroczny poziom wydatków inwestycyjnych JST w wysokości 39,1 mld złotych.** Czynnikiem ograniczającym wielkość nowych inwestycji JST, może być naruszenie indywidualnego wskaźnika zadłużenia.

Stosownie do założeń nowej perspektywy budżetowej EU, ostrożnie możemy zakładać, iż ok. 2/3 planowanych wydatków na inwestycje samorządowe oraz kluczowe rządowe programy infrastrukturalne, zostanie sfinansowane transferami z EU. Oznacza to, że corocznie, w latach 2017-2023 będzie potrzeba sfinansowania projektów inwestycyjnych o wartości ok. 22 mld złotych z innych źródeł krajowych i zagranicznych. Szacowana skala planowanych inwestycji infrastrukturalnych oraz inwestycji samorządowych wymaga zapewnienia możliwości ich sfinansowania długoterminowym długiem.

Zastosowanie przez BGK instrumentu publicznego listu zastawnego

- (i) znacząco zwiększy możliwości kredytowe BGK,
- (ii) zwiększy udział BGK w finansowaniu projektów infrastrukturalnych sektora publicznego,
- (iii) zapewni relatywnie tanie źródło finansowania o koszcie porównywalnym do obligacji skarbowych
- (iv) zapewni BGK stabilne, a zarazem długoterminowe źródło finansowania.

Wykorzystanie przez BGK publicznego listu zastawnego, przyczyni się do rozwoju tego instrumentu w Polsce. Pamiętać należy, że listy zastawne są instrumentem finansowym o niskim ryzyku inwestycyjnym, wynikającym z ustawowych wymogów wielostopniowego zabezpieczenia ich emisji i obrotu przez emitenta. – Nigdy dość przypominania o tym. Należy mieć nadzieję, że w ślad za popularyzacją tego instrumentu, rozwinie się także rynek wtórny listów zastawnych, zapewniając płynność tym papierom wartościowym.

Opracowano na podstawie: Adam Pietrasik, Andrzej Laskowski: *Historia i współczesność długoterminowego kredytu hipotecznego w Polsce*, Warszawa 2001

**Andrzej Laskowski – ekspert Centrum im. Adama Smitha**

**Adam Pietrasik – ekspert Centrum im. Adama Smitha**

**Andrzej Sadowski - prezydent Centrum im. Adama Smitha, Członek Narodowej Rady Rozwoju przy Prezydencie Rzeczypospolitej.**

Warszawa, 25 maja 2018 r.