

Bogusław Półtorak

LIST ZASTAWNY NA NIEMIECKIM RYNKU FINANSOWYM

1. Wstęp

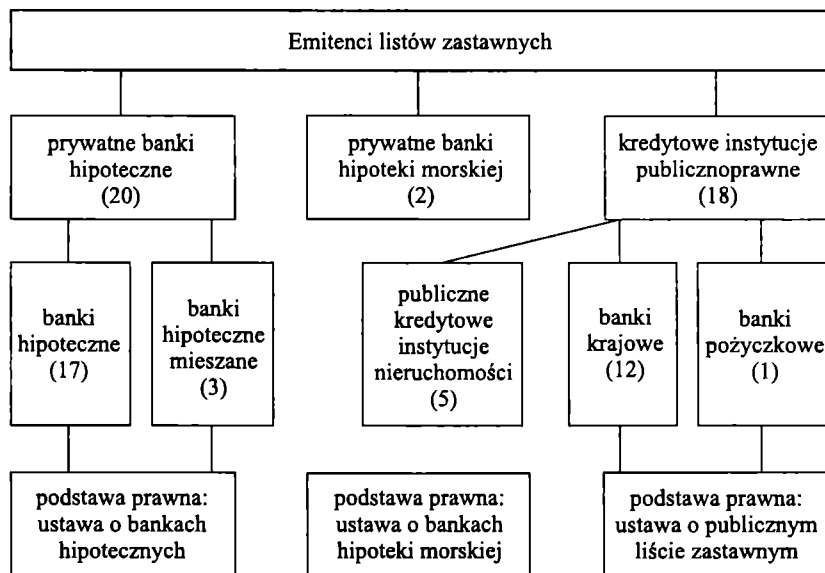
Celem niniejszego artykułu jest prezentacja roli i znaczenia listów zastawnych¹ jako źródła finansowania dla działalności kredytowej instytucji finansowych, w tym przede wszystkim banków hipotecznych i banków krajowych, na rzecz sektora publicznego i finansowania rynku nieruchomości mieszkaniowych oraz komercyjnych w Niemczech. List zastawny jako instrument dłużny stał się istotnym elementem systemu finansowania niemieckiej gospodarki i przykład Niemiec w tym zakresie może być istotny dla krajów dopiero rozwijających u siebie instytucje długoterminowego kredytowania hipotecznego.

2. Zasady emisji listów zastawnych

Większość regulacji w zakresie banków hipotecznych i listów zastawnych, w tym również w Polsce, wzorowane jest w większości przypadków na niemieckiej ustawie o bankach hipotecznych, która została uchwalona w swym pierwotnym kształcie już 13 lipca 1899 r. O jej wartości świadczy m.in. to, że przez cały okres jej obowiązywania żaden bank hipoteczny nie ogłosił upadłości, a listy zastawne stały się istotnym instrumentem na rynku papierów dłużnych. Ustawa ta sprowadza podstawowy zakres działania banków hipotecznych w Niemczech do udzielania pożyczek na zakup nieruchomości (przede wszystkim krajowych, ale także umiejscowionych w jednym z krajów należących do Unii Europejskiej lub Europejskiego Obszaru Gospodarczego lub Szwajcarii) zabezpieczonych hipotecznie lub gwarancjami instytucji publicznych oraz emitowanie listów zastawnych na podstawie tak utworzonych wierzytelności hipotecznych [6 § 1, 5]. Papiery wartościowe

¹ List zastawny – papier wartościowy, którego podstawę emisji stanowią wierzytelności banku zabezpieczone hipoteką lub gwarancjami instytucji publicznych. W liście zastawnym bank zobowiązuje się wobec uprawnionego do spełnienia określonych świadczeń pieniężnych.

we noszące miano listów zastawnych mogą emitować wyłącznie banki hipoteczne (z pewnymi wyjątkami), sama nazwa list zastawny jest prawnie chroniona i zastrzeżona² W prawie niemieckim obowiązuje więc w tym zakresie zasada pełnej specjalizacji.



Rys. 1. Emitenci listów zastawnych w Niemczech

Źródło: [13, s. 20].

Emisja listów zastawnych przeprowadzana jest na podstawie udzielonych pożyczek zabezpieczonych hipotecznie dla firm, osób fizycznych oraz udzielonych dla instytucji sektora publicznego lub innych podmiotów posiadających pełne gwarancje rządu federalnego, instytucji sektora publicznego oraz rządów krajów należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju. Bank hipoteczny może także wyemitować listy zastawne o łącznej wartości odpowiadającej 60-krotności funduszy własnych banku [6, § 7]. Emisje publicznych listów zastawnych są specyficzne dla niemieckiego rynku finansowego; wartość publicznych listów zastawnych do hipotecznych listów zastawnych na tym rynku jest ponaddwukrotnie, a nawet trzykrotnie wyższa. W sumie niemieckie banki hipoteczne

² Nazwa list zastawny stosowana jest w różnych krajach na określenie dłużnego papieru wartościowego w różnych kontekstach podmiotowym i przedmiotowym; jak na razie brak jest rozwiązań międzynarodowych normujących tę kwestię. O ile niemiecka nazwa „Pfandbrief” odpowiada zakresowi polskiemu listowi zastawnemu, o tyle np. czeski „hipotecní zástavní list” odpowiada innemu zakresowi prawnemu. Może to rodzić problemy w przypadku oferowania listów zastawnych inwestorom na rynkach międzynarodowych, dlatego w takim wypadku słuszne wydaje się operowanie pojęciem listu zastawnego w kontekście prawa krajowego miejsca emisji.

emitują najwięcej listów zastawnych w Europie, według stanu na koniec 2001 r. wartość emisji wyniosła nieco ponad 1,1 bln euro. Oprócz prywatnych banków hipotecznych możliwość emitowania publicznych listów zastawnych niemieckie ustawa-dawstwo przewiduje dla innych banków i instytucji finansowych (rys. 1).

Rola prywatnych banków hipotecznych działających na podstawie ustawy o bankach hipotecznych, w tym również w formule tzw. banków „mieszanych”, jest największa, ale ważnymi uczestnikami rynku są banki krajowe (emitenci około 30% listów zastawnych [5, s. 27], a także publiczne instytucje kredytowe, banki pożyczkowe czy też, w zakresie finansowania inwestycji w statki, banki hipoteki morskiej. Banki krajowe swoją pozycję zawdzięczają zaszcłociom historycznym, gdyż prowadziły działalność jeszcze przed uchwaleniem ustawy o bankach hipotecznych.

3. Niemiecki rynek listów zastawnych

Na rynku niemieckim banki hipoteczne za pomocą listów zastawnych finansują przede wszystkim pożyczki dla sektora publicznego oraz udzielają pożyczek i kredytów zabezpieczonych hipotecznie dla sektora prywatnego (rys. 2). Silne związki pomiędzy sektorem publicznym i bankami hipotecznymi w znacznym zakresie przyczyniają się do zwiększenia możliwości inwestycyjnych zarówno rządu federalnego, państw federalnych, jak i samorządów lokalnych. Największymi beneficjentami kredytów z banków hipotecznych dla sektora publicznego są państwa federalne, których zadłużenie osiągnęło 165,9 mld euro, kolejno samorządy lokalne z zadłużeniem bliskim 29,6 mld euro oraz rząd federalny i specjalne fundusze centralne z 19,2 mld euro oraz 15,4 mld euro³



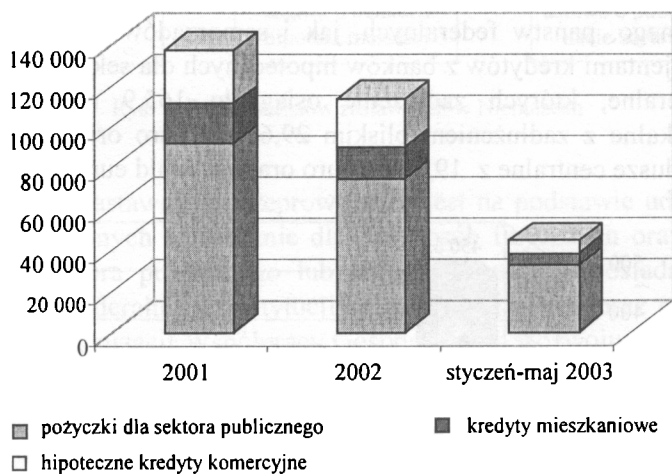
Rys. 2. Struktura kredytów w niemieckich bankach hipotecznych według stanu na 31 maja 2003 r. (w mln euro)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Verband Deutscher Hypothekenbanken [14].

³ Dane według stanu na 31.05.2003 r.: Verband Deutscher Hypothekenbanken [14].

Udział sektora prywatnego jest niższy niż sektora publicznego i wyniósł według stanu na 31 maja 2003 r. 42,7% portfelu kredytowego banków hipotecznych⁴. W ramach tego sektora wyodrębnić można sektor pożyczek mieszkaniowych dla osób indywidualnych oraz pożyczek komercyjnych udzielanych firmom. Rola banków w finansowaniu rynku mieszkaniowego budowlanego i na wynajem jest trudna do przecenienia. Udział w finansowaniu rynku mieszkaniowego banków hipotecznych sięga 20-25% wszystkich pożyczek mieszkaniowych (w tym również przeznaczanych na refinansowanie zadłużenia o mniej korzystnych warunkach). W zakresie kredytów udzielanych na cele komercyjne, przed wszystkim na budowę biur, budynków administracyjnych, obiektów dla rolnictwa, warsztatów i obiektów przemysłowych, magazynów i centrów logistycznych (zwłaszcza na wynajem), hoteli i restauracji, banki hipoteczne odgrywają już rolę pierwszoplanową – blisko połowa pożyczek udzielonych na ten cel w Niemczech pochodzi z banków hipotecznych (choć udział ten z roku na rok zmniejsza się o kilka procent).

W ciągu ostatnich kilku lat, w związku ze światowym spowolnieniem gospodarczym, na rynku niemieckim wyraźnie można zauważyć spadek aktywności inwestycyjnej i mniejsze zainteresowanie rynkiem nieruchomości. Niekorzystna sytuacja w otoczeniu gospodarczym przyczyniła się do 17-procentowego spadku nowych kredytów w bankach hipotecznych w roku 2002 (rys. 3).



Rys. 3. Struktura kredytów w portfelach kredytowych niemieckich banków hipotecznych w poszczególnych latach (w mln euro)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Verband Deutscher Hypothekenbanken [14].

Największy spadek można odnotować dla kredytów z przeznaczeniem na finansowanie budownictwa mieszkaniowego. W relacji do roku 2001 w 2002 r. wartość nowych kredytów spadła 23%, podczas gdy dla sektora publicznego o 18%

⁴ Obliczenia własne na podstawie Verband Deutscher Hypothekenbanken [14].

Tabela 1. Udział w rynku posiadany przez prywatne banki hipoteczne (w %)

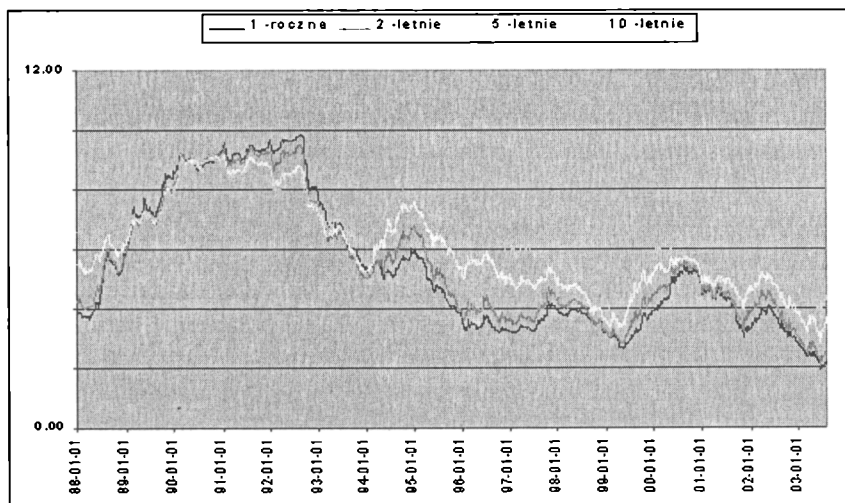
Wyszczególnienie	1995	1999	2001	2002
Finansowanie mieszkań	22,1	21,7	22,5	21,8
Finansowanie obiektów komercyjnych	49,4	45,6	45,2	43,7
Pożyczki dla sektora publicznego	42,6	50,1	55,0	44,8
Obligacje bankowe	42,2	42,0	40,3	37,2
Listy zastawne	59,7	58,9	60,5	61,4

Źródło: [13, s. 20].

i w kategorii nieruchomości komercyjnych już tylko o 9% [14]. Z tego około 55% pożyczek dla sektora publicznego w roku 2001 udzieliły prywatne banki hipoteczne, co oznacza wzrost ich udziału w porównaniu do 2000 r. o 5% (tab. 1).

4. List zastawny jako instrument lokowania środków

Na popularność listów zastawnych jako formy lokowania środków wpływa ich rentowność. Średnioroczny poziom rentowności listów zastawnych w ciągu 11 lat, od stycznia 1992 r. do 31 grudnia 2002 r., zmniejszył się z 8,54 punktu procentowego do 4,27 punktu procentowego. *Spread* pomiędzy oprocentowaniem listów zastawnych 10-letnich i rocznych zmniejszył się z 3,05 punktu procentowego w roku 1996 do 1,6 punktu procentowego w 2002 r. (rys. 4).



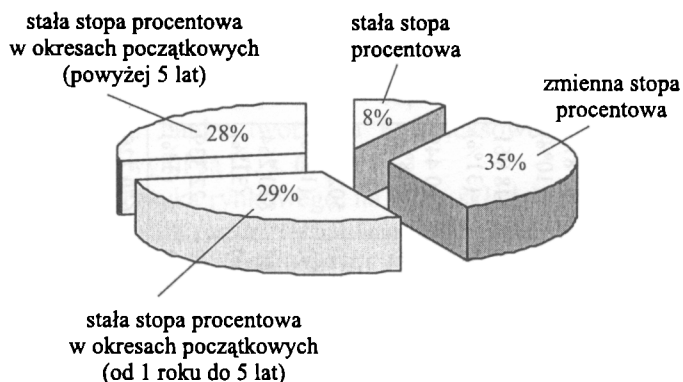
Rys. 4. Porównanie rocznych rentowności listów zastawnych o różnych okresach zapadalności w okresie od 1 stycznia 1988 r. do 1 sierpnia 2003 r. w Niemczech (w %)

Źródło: opracowanie własne danych: Verband Deutscher Hypothekenbanken [14].

Głównymi nabywcami listów zastawnych na rynku niemieckim są kolejno [11, s. 24]:

- firmy ubezpieczeniowe (z około 25-procentowym udziałem),
- banki (z 22-procentowym udziałem),
- gospodarstwa domowe (z 16-procentowym udziałem),
- fundusze inwestycyjne (z 13-procentowym udziałem),
- przedsiębiorstwa (z jedynie 2-procentowym udziałem),
- podmioty zagraniczne (22-procentowy udział).

Zainteresowanie zagranicznych podmiotów niemieckimi listami zastawnymi związane jest z istnieniem rynku emisji *jumbo* i emisji globalnych kierowanych na rynki międzynarodowe. Większość emisji typu *jumbo* dotyczy publicznych listów zastawnych. Muszą one spełniać jednolity standard, emisja musi opiewać na co najmniej 500 mln euro. Oprocentowanie jest z reguły stałe (roczna wypłata odsetek), a emisję powinny organizować przynajmniej trzy banki. Za utrzymanie płynności odpowiadają organizatorzy konsorcjum, którzy zobowiązani są do regularnego kwotowania kursów kupna i sprzedaży przy z góry określonej rozpiętości. Obecnie emisje tego typu stanowią około 50% wartości wyemitowanych listów zastawnych przez prywatne banki hipoteczne, wartość tego typu emisji według stanu na maj 2003 r. wyniosła 413,5 mld euro [12, s. 9]. Rynek emisji globalnych obejmuje emisje o wartościach jeszcze większych niż dla emisji *jumbo* i kierowane wyłącznie na rynki międzynarodowe. Niemieckie banki hipoteczne są coraz bardziej otwarte na rynki międzynarodowe, gdzie mogą poszukiwać kapitału po niższych cenach, a jednocześnie dostarczają nowych instrumentów dla inwestorów nie znających listów zastawnych z doświadczeń na rynkach międzynarodowych. Oferty banków hipotecznych w zakresie emitowanych listów zastawnych stają się również coraz bardziej wyszukane pod względem konstrukcji ekonomicznej. Niepisana zasada, że oprocentowanie listu zastawnego powinno być stałe, przestaje być obowiązująca wobec coraz bardziej różnorodnych oczekiwań inwestorów w zakresie warunków nabywanych instrumentów finansowych. Coraz częstsze są emisje oparte na zmiennych stopach procentowych, np. na stawkach oprocentowania na rynku międzybankowym, czy też oprocentowaniu ustalonym w powiązaniu z indeksami zarówno rynku listów zastawnych, jak i giełd akcji oraz papierów dłużnych, czy też innymi derywatami [3, s. 69]. Takie połączenie listu zastawnego z możliwościami, jakie dają inne instrumenty finansowe, zwiększa ich atrakcyjność i elastyczność jako sposobu lokowania środków z uwzględnieniem ochrony przed ryzykiem spadku opłacalności w wyniku pogorszenia się warunków rynkowych. Takie konstrukcje listów zastawnych wymagają również innego określania warunków kredytowych, muszą być one bardziej elastyczne. Kredyty hipoteczne o zmiennych stopach procentowych według stanu na koniec roku 1999 stanowiły 35% [7, s. 3] wszystkich pożyczek udzielonych przez banki hipoteczne (rys. 5).



Rys. 5. Udział poszczególnych rodzajów oprocentowania pożyczek hipotecznych refinansowanych poprzez emisję listów zastawnych

Źródło: [7, s. 3].

Technika ustalania oprocentowania pożyczek hipotecznych i dalej listów zastawnych została wymuszona wymogami rynków w zakresie elastyczności instrumentów finansowych. W zmiennym otoczeniu, gdzie coraz więcej rodzajów ryzyka wpływa na wycenę instrumentów, zasada stosowania wyłącznie stałej stawki procentowej nie sprawdza się i nie spełnia obecnych oczekiwań inwestorów. W postaci zmodyfikowanej określone są stałe stawki procentowe w okresach początkowych lub na podstawie różnego rodzaju instrumentów bazowych. Potencjał rynku listów zastawnych w coraz większym zakresie wyznaczają inwestorzy zagraniczni, w tym szczególnie z takich krajów, jak Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Holandia, Szwajcaria i Japonia [3, s. 102, 103]. Udział nabywców z tych krajów niemieckich listów zastawnych kształtuje się na poziomie blisko 30% w 2002 r. zwiększył się o 5% w stosunku do 2001 r.

Listy zastawne stanowią ważny element niemieckiego rynku papierów dłużnych. Ich udział w ciągu dziesięciolecia 1993-2002 kształtował się od 37 do 44% (tab. 2). W ciągu trzech ostatnich lat (2000-2002) udział listów zastawnych zmniejszył się o 5% (z 44 do 39%), ale trudno w tym upatrywać trwałej tendencji; rola listów zastawnych wydaje się w Niemczech silnie ugruntowana. Cechą charakterystyczną dla całego rynku jest blisko 60-procentowy udział publicznych papierów dłużnych w całym rynku [1, s. 10]. W Niemczech silne powiązanie systemu bankowego z finansami publicznymi jest szczególnie wyraźne – publiczne listy zastawne stanowiły w roku 2002 29% całego rynku papierów dłużnych, a w 1999 r. było to aż 34%.

Ze względu na to, że listy zastawne są papierami wartościowymi średnio- i długoterminowymi, w obrocie pozostaje znaczny ich wolumen. Pozwala to zapewnić płynność wtórnemu rynkowi obrotu listami zastawnymi, co wraz z odpowiednią organizacją rynku (np. w zakresie określenia obowiązku kwotowania przez

Tabela 2. Niemieckie listy zastawne na rynku papierów dłużnych znajdujących się w obrocie w poszczególnych latach (w mln euro)

Wyszczególnienie	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Listy zastawne, w tym:	509 375 (38%)	564 317 (37%)	642 967 (39%)	731 643 (41%)	814 515 (42%)	932 359 (44%)	1 056 290 (44%)	1 106 130 (44%)	1 104 834 (41%)	1 088 031 (39%)
Hipoteczne listy zastawne*	146 222 (11%)	164 465 (11%)	181 156 (11%)	194 923 (11%)	209 758 (11%)	226 607 (11%)	235 800 (10%)	247 484 (10%)	255 873 (10%)	261 165 (9%)
Publiczne listy zastawne	363 153 (27%)	399 852 (26%)	461 811 (28%)	536 720 (30%)	604 757 (31%)	705 752 (33%)	820 490 (34%)	858 646 (33%)	848 961 (31%)	826 866 (29%)
Obligacje instytucji kredytowych	122 427 (9%)	120 342 (8%)	123 533 (8%)	130 779 (7%)	139 766 (7%)	153 273 (7%)	191 982 (8%)	175 048 (7%)	220 440 (8%)	242 873 (9%)
Inne obligacje bankowe	173 884 (13%)	200 749 (13%)	230 303 (14%)	260 466 (15%)	284 243 (15%)	316 703 (15%)	378 805 (16%)	485 420 (19%)	502 248 (19%)	556 474 (20%)
Obligacje sektora publicznego	549 855 (40%)	628 405 (42%)	644 785 (39%)	666 662 (37%)	701 141 (36%)	731 959 (34%)	768 783 (32%)	805 786 (31%)	820 264 (31%)	881 541 (31%)
Obligacje przedsiębiorstw	1 617 (0%)	1 586 (0%)	1 404 (0%)	1 703 (0%)	2 501 (0%)	4 095 (0%)	6 280 (0%)	13 599 (0%)	22 339 (1%)	36 646 (1%)
Razem	1 357 158	1 515 399	1 642 992	1 791 253	1 942 166	2 138 389	2 402 140	2 585 983	2 670 125	2 805 565
Obligacje zagranicznych emitentów	163 396	174 458	205 656	241 422	273 725	316 831	339 560	322 856	292 199	247 655

* Łącznie z listami hipotecznymi hipoteki morskiej.

Źródło: [1, s. 10].

banki hipoteczne cen kupna i sprzedaży) przyczynia się do wzrostu jego atrakcyjności dla inwestorów. Cechą banków hipotecznych, na które silny nacisk kładą zarządy tych banków, jest uwzględnianie i odpowiednio wysokie pozycjonowanie w strategiach rozwoju banku tworzenia kompleksowego systemu zarządzania ryzykiem. Jego składowymi są [4, s. 61]:

- aktywna kontrola ryzyka rynkowego, na którą składają się metody zarządzania wartością w warunkach ryzyka (VAR – *value at risk*), analiza wrażliwości oraz stosowanie zachowawczych limitów dla ryzyka rynkowego,
- sprawność procesów i instrumentów osiągnięta przede wszystkim poprzez stosowanie wewnętrznego systemu ratingowego (ryzyko kredytowe oraz transakcyjne), systematyczna i wczesna identyfikacja ryzyka oraz określenie właściwych procedur kredytowych,
- aktywne zarządzanie portfelem; dywersyfikacja w celu optymalizowania relacji ryzyko a dochód, całościowe zarządzanie portfelem poprzez określanie celów nowych dziedzin biznesowych z uwzględnieniem możliwego do zaakceptowania poziomu ryzyka, ciągłą analizą portfela i zastosowaniem nowoczesnych instrumentów zarządzania portfelem,
- celowa alokacja kapitałów własnych bazująca na rachunku równoważenia relacji ryzyko a dochód oraz aktywne zarządzanie kapitałem ustawowym – współczynnik wypłacalności przynajmniej na poziomie 6% dla kapitału akcyjnego i 10% dla funduszy własnych (powyżej wymogów bazylejskich).

5. Podsumowanie

Po zmianie ustawodawstwa i zezwoleniu na udzielanie kredytów podmiotom zagranicznym możliwa stała się również kredytowa ekspansja niemieckich banków hipotecznych w zakresie zarówno kredytowania hipotecznego, jak i dla sektora publicznego [10, s. 4-5]. Odpowiednie zestawienie warunków zewnętrznych, dobrych regulacji prawnych w postaci ustawy o bankach hipotecznych, skutecznego nadzoru oraz w zakresie polityki wewnętrznej zauważenie wartości bezpieczeństwa i stabilności jako wartości banku hipotecznego przyczyniło się do sukcesu niemieckich banków hipotecznych. Można stwierdzić, że mają one bardzo dobre perspektywy, jeśli chodzi o utrzymanie znaczenia w systemie finansowania gospodarki niemieckiej w przyszłości.

Literatura

- [1] *Annual Report 2002*, Verband Deutscher Hypothekenbanken, Berlin 2003.
- [2] *Annual Report 2003*, European Mortgage Federation, Bruksela 2003.
- [3] Buehler A., Hies M., Zimmermann H., *Liquidität für den deutschen Pfandbrief*, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Mein 1996.

- [4] *Group Annual Report 2002*, Eurohypo, Frankfurt am Mein 2003.
- [5] *List zastawny w Europie*, Fundacja na rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 2001.
- [6] Mortgage Bank Act (HBG) of July 13 1899, BGBl, I 1998.
- [7] *Quarterly Figures, Volume 31*, European Mortgage Federation, Bruksela 4.06.2002.
- [8] Stoecker O., *Amendments of the German Mortgage Bank Act*, Verband Deutscher Hypothekenbanken, Berlin 1.07.2002.
- [9] Stoecker O., *Die Renaissance des Pfandbriefs in Europa*, „Der Langfristige Kredit” 2001 nr 4.
- [10] Stoecker O.: *Wprowadzenie*, [w:] *Materiały Konferencyjne VI Środkowo-Europejskiej Konferencji Listu Zastawnego*, Fundacja na Rzecz Kredytu Hipotecznego, Warszawa 7.11.2002.
- [11] *The Deutsche Pfandbrief*, Verband Deutscher Hypothekenbanken, Bonn 1999.
- [12] *The Pfandbrief. Europe's Biggest Bond Market*, Verband Deutscher Hypothekenbanken, Berlin 2003.
- [13] Tolckmitt J., Walburg Ch., *The Pfandbrief in the European Capital Market*, [w:] *The Pfandbrief. Europe's Biggest Bond Market*, Verband Deutscher Hypothekenbanken, Berlin 2003.
- [14] www.pfandbrief.org

ROLE AND MEANING OF MORTGAGE BONDS ON GERMAN FINANCIAL MARKET

Summary

Mortgage bonds were essential instrument on the mortgage market in Germany. Mortgage bonds were an important instrument on financial market. They were a substantial element of the financial debt market. A law on mortgage bonds and mortgage banks (which came into force on 13 July 1899) constituted existence of long-term credit institutions, such as mortgage banks. Currently 20 mortgage banks are present in German. They hold together ca. 21% in mortgage credits funded by commercial bank sector.

Dr Bogusław Półtorak jest doktorantem w Katedrze Finansów Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.