

Paweł Węgrzyn

Wzrost wartości nominalnej obligacji podporządkowanej – zasadność i konsekwencje

Na rynku obligacji korporacyjnych w Polsce zachodzą dynamiczne zmiany. W 2018 roku uczestnicy tego rynku musieli zmierzyć się z wieloma wyzwaniami. Wszystkie były bezpośrednio związane z instytucjami finansowymi i ich najbliższym otoczeniem.

Pierwszym wyzwaniem okazała się niewypłacalność spółki windykacyjnej GetBack. Szacuje się, że w wyniku problemów GetBack zostało poszkodowanych około 20 tys. inwestorów, w tym 9 tys. obligatariuszy (Rogowski, Gemra, 2018). Nieco ponad pół roku później, zaufanie inwestorów do rynku finansowego zostało poddane kolejnej próbie. Właściciel Getin Noble Banku, oskarżył przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego o zaferowanie przychylności dla banku w zamian za około 40 mln zł. Niedługo po tym, przewodniczący KNF złożył dymisję z pełnionej funkcji. Trzecim wydarzeniem, które pomimo mniejszego rozgłosu medialnego miało negatywny wpływ na rozwój krajowego rynku obligacji korporacyjnych, było podwyższenie wartości nominalnej pojedynczych obligacji podporządkowanych do 400 tys. zł. Podwyższenie to dotyczy obligacji podporządkowanych, emitowanych m.in. przez takie instytucje finansowe jak banki, spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe, domy maklerskie, zakłady ubezpieczeń

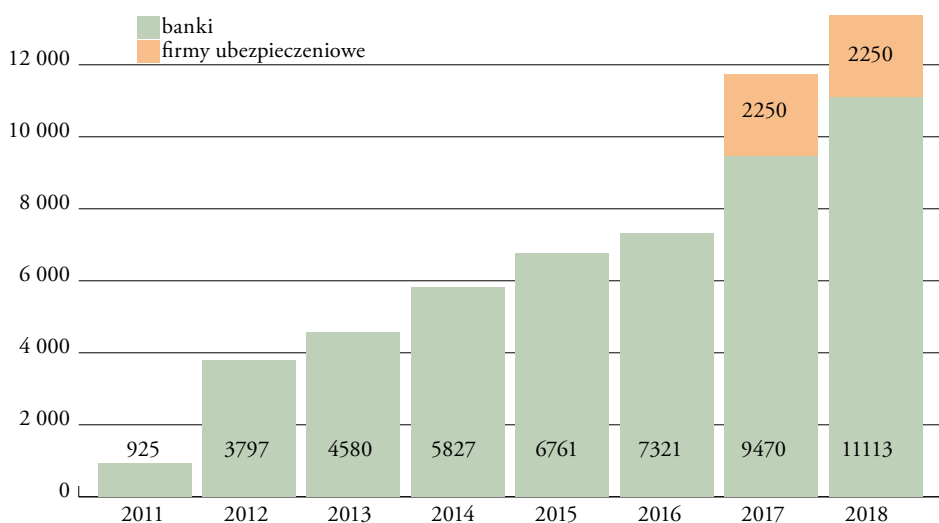
oraz zakłady reasekuracji (Ustawa, 2015, poz. 238, art. 22, ust. 2).

To właśnie ostatnie z wyżej opisanych wyzwań jest przedmiotem badawczym niniejszego opracowania. Analizie poddane zostały zasadność i konsekwencje wprowadzenia takiego rozwiązania. Zgodnie z hipotezą postawioną w artykule, podwyższenie wartości nominalnej pojedynczych obligacji podporządkowanych do 400 tys. zł, będzie miało negatywny wpływ na rozwój rynku obligacji bankowych w Polsce. W celu weryfikacji powyższej hipotezy, wykorzystane zostaną analizy literatury, regulacji prawnych oraz danych wtórnych w zakresie obligacji podporządkowanych notowanych na rynku Catalyst.

Znaczenie obligacji podporządkowanych

Obligacje podporządkowane są dłużnymi instrumentami finansowymi, przy emisji których emitent postanawia, że wiarytelności wynikające z emitowanych przez niego obligacji w przypadku upadłości lub likwidacji, będą zaspokojone po zaspokojeniu wszystkich innych wiarytelności przysługujących wierzycielom wobec tego emitenta (Ustawa, 2015, poz. 238, art. 22, ust. 1). Emisja tego typu instrumentów jest atrakcyjnym źródłem finansowania instytucji finansowych. W ostatnich latach instytucje te chętnie korzystały z emisji obligacji podpo-

Rysunek 1 **Wartość nominalna obligacji podporządkowanych notowanych na Catalystr (stan na koniec roku) w latach 2011-2018 (w mln PLN)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Catalystr, <https://gpwcatalystr.pl/statystyki>, dostęp: 02.02.2019.

rządkowanych. Wyraża się to rosnącym udziałem wartości obligacji podporządkowanych w wartości wszystkich nieskarbowych instrumentów dłużnych notowanych na rynku Catalystr. Udział ten w latach 2012-2018 wzrósł dwukrotnie, z 7,9 do 15,8 proc.

W latach 2011-2018 wartość nominalna obligacji podporządkowanych notowanych na rynku Catalystr rosła systematycznie. Pod koniec 2018 r. wartość tych papierów wyniosła blisko 13,4 mld zł.

Było to prawie 14,5 razy więcej niż na koniec 2011 roku i ponad 3,5 razy więcej niż na koniec 2012. Spośród obligacji podporządkowanych notowanych na Catalystr pod koniec 2018 roku, ponad cztery piąte (83 proc.) pod względem wartości nominalnej było obligacjami bankowymi. Dodatkowe dane dotyczące emisji obligacji podporządkowanych z rynku Catalystr zostały zaprezentowane w tabelicy 1.

Na koniec 2017 r. wszystkie obligacje podporządkowane notowane na Catalystr

Tablica 1 **Dane dotyczące emisji obligacji podporządkowanych 10. emitentów o największej wartości nominalnej tych instrumentów notowanych na Catalystr w 2018 roku**

Lp.	Nazwa emitenta	Wartość nominalna emisji [mln zł] (stan na koniec roku)	Liczba notowanych serii (stan na koniec roku)	Wartość obrotów [mln zł]	Liczba transakcji	Średnia wartość transakcji [zł]
1.	PKO BP	2700,00	2	67,35	214	314 736
2.	PZU	2250,00	1	168,30	516	326 166
3.	GETIN NOBLE BANK	1860,68	35	150,75	12 478	12 081
4.	ALIOR BANK	1815,20	9	91,31	2227	41 001
5.	PEKAO	1250,00	1	48,91	527	92 816
6.	MBANK	1250,00	2	28,22	177	159 454
7.	BZ WBK	1000,00	1	19,75	27	731 497
8.	BANK MILLENNIUM	700,00	1	26,51	35	757 450
9.	BOŚ SA	150,00	1	32,54	107	304 068
10.	BS SANOK	95,41	6	7,27	2125	3424

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Catalystr, <https://gpwcatalystr.pl/statystyki>, dostęp: 02.02.2019.

cechowały się wartością nominalną pojedynczych instrumentów poniżej 400 tys. zł. W tym ponad połowa była dostępna dla większości inwestorów indywidualnych (pojedyncza wartość nominalna równa lub mniejsza niż 10 tys. zł). Dopiero po zmianie w Ustawie o obligacjach, dotyczącej podwyższenia wartości nominalnej pojedynczej obligacji podporządkowanej do kwoty co najmniej 400 tys. zł, na rynku Catalyst pojawiły się instrumenty podporządkowane o wartości 400 tys. zł lub więcej. Według stanu na koniec 2018 r. stanowiły one nieco więcej niż jedną piątą (21,3 proc.) notowanych obligacji podporządkowanych, pod względem wartości nominalnej. W konsekwencji o 13,7 punktów procentowych (z 53,5 do 39,8 proc.) spadł udział obligacji podporządkowanych o pojedynczej wartości nominalnej na poziomie równym lub mniejszym niż 10 tys. zł.

Przyczyn dynamicznego rozwoju rynku obligacji podporządkowanych należy doszukiwać się przede wszystkim w uwarunkowaniach regulacyjnych. Jest to zasadne biorąc pod uwagę fakt, że emitentami obligacji notowanych na rynku Catalyst były wyłącznie banki (w latach 2011-2018) oraz firma ubezpieczeniowa PZU S.A. (w latach 2017-2018). W odniesieniu do banków, zgodnie z art. 63 rozporządzenia w sprawie wymogów ostrożnościowych (CRR) (Rozporządzenie nr 575/2013, art. 63), Komisja Nadzoru Finansowego (KNF) może wyrazić zgodę na uwzględnienie obligacji podporządkowanych w kapitale Tier II (Ustawa, 1997, poz. 939, art. 127. ust. 1). Umożliwia to zwiększenie łącznego współczynnika kapitałowego, pozwalając bankom na sprostanie nowym, zwiększonym wymogom w zakresie adekwatności kapitałowej (Capiga, 2011). Celem jest zapobieganie rozprzestrzenianiu się ewentualnych przyszłych kryzysów finansowych na sferę gospodarki realnej (Kornas,

2016). Istotne z perspektywy instytucji bankowych było także wypracowanie dyrektywy Banku Recovery and Resolution Directive – BRRD. Dyrektywa ta ustanawia ramy prawne przymusowej restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych. Przymusowa restrukturyzacja (*resolution*) jest uregulowanym przez prawo postępowaniem, prowadzonym wobec zagrożonych upadłością instytucji kredytowych lub firm inwestycyjnych (Ustawa, 2016, poz. 996, art. 100-126). Banki zostały zobowiązane do utrzymywania wymaganego poziomu funduszy własnych i kwalifikowanych zobowiązań, tj. MREL (*minimum requirement for own funds and eligible liabilities*). Co ważne, do zobowiązań tych zaliczane są wyemitowane obligacje podporządkowane. Ma to zapewnić, że w procesie przymusowej restrukturyzacji możliwe będzie umorzenie lub konwersja długu banków (*bail-in*), rozumiana jako zamiana instrumentów dłużnych na inne instrumenty finansowe (np. akcje). To alternatywa dla wcześniejszych praktyk, w ramach których – kierując się niejasnymi zasadami – rządy udzielały wsparcia finansowego wybranym bankom (*bail-out*), znajdującym się na skraju bankructwa (Lu, Whidbee, 2016). Co istotne, w przypadku uruchomienia wobec danego banku procesu *resolution*, pojawia się zagrożenie koniecznością pokrycia kosztów przymusowej restrukturyzacji przez posiadaczy obligacji podporządkowanych (w drugiej kolejności, zaraz po akcjonariuszach banku).

Należy zwrócić także uwagę na ekonomiczne uwarunkowania rozwoju rynku obligacji podporządkowanych. Z perspektywy banków i firm ubezpieczeniowych, obligacje te są stosunkowo tanim źródłem kapitałów. Obligacje podporządkowane mogą również służyć wydłużaniu średniego terminu zapadalności zobowiązań emitentów (Papież, 2015). Odgrywa to ważną rolę zwłaszcza w kontekście znaczącego

udziału depozytów krótkoterminowych w strukturze finansowania instytucji kredytowych. Udział ten stwarza zagrożenie w postaci tzw. ujemnej luki płynnościowej, rozumianej jako niedobór środków pieniężnych do wywiązywania się banku z wymagalnych płatności w danym przedziale czasowym (Iwanicz-Drozdowska, Jaworski, Zawadzka, 2010). Odległy termin zapadalności obligacji podporządkowanych przyczynia się do redukcji ryzyka utraty płynności, wynikającego z niedopasowania terminów spłaty kredytów i depozytów bankowych. Dane z rynku Catalyst potwierdzają różnice w zakresie terminów zapadalności pomiędzy obligacjami podporządkowanymi a obligacjami senioralnymi. Według stanu na koniec 2018 r., średni pierwotny termin zapadalności notowanych podporządkowanych papierów wartościowych wynosił 9 lat i 3 miesiące. Z kolei, w przypadku obligacji senioralnych wyemitowanych przez banki i firmy ubezpieczeniowe, średni pierwotny termin zapadalności był aż o 5 lat krótszy. Należy mieć przy tym na uwadze, że większość obligacji podporządkowanych notowanych na Catalyst ma wbudowaną opcję wykupu (*call*). Daje to emitentowi prawo do przedterminowego wykupu tych papierów. Opcje te mogą zostać wykorzystane w przypadku, gdy instrumenty zostaną zakwalifikowane do funduszy własnych banku, a od dnia emisji upłynie co najmniej 5 lat.

Podkreślając znaczenie obligacji podporządkowanych należy nawiązać do mechanizmu dyscypliny rynkowej. Mechanizm ten umożliwia dokonywanie przez inwestorów oceny kondycji banku i generowanie na tej podstawie odpowiednich sygnałów (Jackiewicz, 2004). To z kolei daje uczestnikom rynku możliwość wpływania na decyzję kierownictwa instytucji finansowych emitujących dług podporządkowany. Odbywa się to m.in. poprzez wpływanie na koszt kapitału tych insty-

tucji (Flannery, 2001). Można spotkać również pogląd, zgodnie z którym emisja obligacji podporządkowanych skłania instytucje finansowe do większej troski o własną reputację, zwiększając tym samym poziom zaufania publicznego do całego sektora (Dąbrowski, 2017). Tezę o wpływie emisji obligacji podporządkowanych na wzmacnianie dyscypliny rynkowej potwierdzają liczne badania empiryczne (Jackiewicz, 2004).

Cel podwyższenia wartości nominalnej obligacji podporządkowanej

Podjętą próbę oceny zasadności wprowadzenia w ustawie o obligacjach zapisów dotyczących podwyższenia wartości nominalnej pojedynczych obligacji podporządkowanych do kwoty co najmniej 400 tys. zł, należy poznać motywy przemawiające za przyjęciem takiego rozwiązania. W tym celu warto przytoczyć zapisy komunikatu KNF z 24 października 2017 r. w tej sprawie. Komisja zwracała w nim uwagę, że w odróżnieniu od lokat do wysokości równowartości kwoty 100 tys. euro, obligacje oferowane przez banki nie są objęte przepisami o ochronie depozytów. Sugeruje to, że jednym z argumentów przemawiających za podwyższeniem wartości obligacji podporządkowanych była obawa o inwestorów detalicznych, którzy dokonują błędnej interpretacji przepisów o ochronie depozytów. W wyniku tej interpretacji, inwestorzy indywidualni mogliby uznać, iż inwestycje w obligacje podporządkowane – podobnie jak w przypadku depozytów – są chronione przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny (BFG) do wysokości równowartości kwoty 100 tys. euro.

Dodatkowo Komisja zwraca uwagę, że zgodnie z ustawą o BFG, w określonych przypadkach możliwe jest przeprowadzenie przymusowej restrukturyzacji banków oraz przeprowadzenie procedur umorzenia lub konwersji instrumentów

kapitałowych i zobowiązań (w tym obligacji podporządkowanych). Złożony charakter tego procesu może utrudnić inwestorom detalicznym zrozumienie ryzyka wynikającego z zakupu obligacji podporządkowanych. KNF założyła, że źródłem możliwego braku zrozumienia ryzyka jest fakt, iż niektórzy inwestorzy indywidualni nie mają doświadczenia na rynku kapitałowym oraz dysponują niewielkimi zasobami pieniężnymi. W opinii nadzocy uniemożliwia to ograniczenie ryzyka inwestycyjnego poprzez dywersyfikację portfela.

Związek pomiędzy podwyższeniem wartości nominalnej obligacji podporządkowanej a możliwością objęcia banków procesem przymusowej restrukturyzacji ma jednak dychotomiczny charakter. Z jednej strony – jak opisano powyżej – *resolution* utrudnia inwestorom detalicznym zrozumienie ryzyka wynikającego z inwestycji w obligacji podporządkowane. Z drugiej strony, sytuacja, w której inwestorzy indywidualni są w posiadaniu znacznej części obligacji podporządkowanych wyemitowanych przez banki, implikuje utrudnienia dla skutecznego przeprowadzenia procesu przymusowej restrukturyzacji. Jest tak ze względu na wątpliwy interes publiczny umorzenia długu podporządkowanego, co wiąże się ze znacznymi konsekwencjami społecznymi. Przykładem takiego zdarzenia było zakwalifikowanie w 2016 r. do procesu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji Monte dei Paschi di Siena, najstarszego banku na świecie. Planowane umorzenie obligacji podporządkowanych tego podmiotu wiązałoby się ze stratą poniesioną przez obligatariuszy. Miało to szczególne znaczenie, biorąc pod uwagę wysoki udział inwestorów indywidualnych posiadających obligacje wyemitowane przez bank. Finalnie dokonano konwersji długu podporządkowanego na akcje oraz dofinansowania podmiotu ze środków

publicznych. Rząd włoski, przy aprobacie Komisji Europejskiej, udzielił bankowi pomocy publicznej w wysokości ponad 12 mld euro. Zdarzenie to skutkowało refleksją nt. zasadności oferowania obligacji podporządkowanych inwestorom detalicznym.

Analiza zasadności podwyższenia wartości nominalnej obligacji podporządkowanej

Komisja Nadzoru Finansowego przyjęła, że próg 400 tys. zł wartości nominalnej obligacji podporządkowanej, ograniczy inwestorom indywidualnym dostęp do tych instrumentów. Warto przytoczyć w tym miejscu wyniki ogólnopolskiego badania inwestorów, przeprowadzonego w 2018 roku na grupie prawie 4 tys. respondentów. Zgodnie z badaniem, aż 17,8 proc. ankietyowanych inwestorów detalicznych deklaroowało, że ma w portfelu inwestycyjnym środki finansowe na poziomie od 100 do 500 tys. zł, natomiast 5,3 proc. respondentów zadeklarowało, iż posiada powyżej 500 tys. zł (12,7 proc. respondentów odmówiło odpowiedzi na pytanie o wartość portfela inwestycyjnego) (Ogólnopolskie Badanie Inwestorów, 2018). Powyższe dowodzi, że również niektórzy inwestorzy indywidualni dysponują środkami finansowymi, wystarczającymi do zakupu obligacji podporządkowanych o nominalnie 400 tys. zł. Co gorsza, w przypadku inwestorów, których kapitał nieznacznie przekracza 400 tys. zł, zakup tego instrumentu – zgodnie z obawami KNF – uniemożliwi dywersyfikację portfela inwestycyjnego. Zagrożenie staje się bardziej realne biorąc pod uwagę nisko oprocentowane depozyty bankowe, dla których bardziej rentowną alternatywą jest obecnie dług podporządkowany. Uwzględniając powyższe należy przyjąć, iż propozycja podwyższenia wartości nominalnej pojedynczych obligacji podporządkowanych opiera się na założeniu, że inwestor indywidualny, który dokonuje

inwestycji o wartości co najmniej 400 tys. zł, będzie postępował w sposób staranny, dokona świadomej oceny ryzyka inwestycyjnego, a posiadane przez niego aktywa zostaną odpowiednio zdywersyfikowane w celu ryzyka inwestycyjnego. Nasuwa się jednak pytanie, czy uzasadnione jest sugerowanie, iż majątność inwestorów detalicznych może przesądzać o ich zdolności do podejmowania bardziej przemyślanych decyzji inwestycyjnych?

Inną kwestią poruszaną w komunikacie KNF jest powoływanie się na możliwość przeprowadzenia przymusowej restrukturyzacji banków. Warto przytoczyć, że również obligacje senioralne mogą zostać objęte tą procedurą. Zarówno obligatariusze senioralni jak i podporządkowani są zaliczani do grona wierzycieli nieubezpieczonych (czyli nieobjętych gwarancją depozytów), przy czym straty, poniesione przez instytucję finansową objętą procedurą *resolution* przed obligatariuszami senioralnymi, pokryją wierzyciele długu podporządkowanego. Jedyną różnicą pomiędzy tymi instrumentami jest zatem kolejność w zakresie potencjalnej konwersji lub umorzenia. Ponadto, porównując te instrumenty warto zauważyć, że obligacje senioralne wyemitowane przez Getin Noble Bank (WIBOR 6M + 1,70 proc.) nie wydają się być mniej ryzykowne niż obligacje podporządkowane wyemitowane przez PKO S.A. (WIBOR 6M + 1,64 proc.). Potwierdza to, że nie tylko stopień podporządkowania dłużnych papierów wartościowych, ale przede wszystkim sytuacja ekonomiczno-finansowa ich emitenta świadczy o ryzyku z potencjalnej inwestycji.

Zgodnie z dyrektywą BRRD, przy stosowaniu narzędzia *bail-in*, straty banku powinny być w pierwszej kolejności ponoszone przez akcjonariuszy, poprzez umorzenie akcji lub poprzez ich znaczne rozwodnienie. Dopiero jeżeli akcje okażą się niewystarczające, to konwersji lub

umorzeniu powinien ulec dług podporządkowany. Zapis ten sugeruje, że akcje instytucji bankowych są obciążone większym ryzykiem niż dług podporządkowany. Wszak na tej samej podstawie dług podporządkowany cechuje się większym ryzykiem i złożonością niż dług senioralny. Ponadto, akcje jako instrumenty udziałowe cechują się większym ryzykiem inwestycyjnym niż obligacje. Pojawia się zatem pytanie – czy akcje instytucji finansowych, które mogą zostać poddane procedurze *resolution* nie stanowią dla inwestorów indywidualnych większego zagrożenia niż obligacje podporządkowane tych podmiotów? A może to właśnie oferowanie instrumentów udziałowych banków inwestorom detalicznym powinno zostać ograniczone? Bez wątplenia, poddaje to pod wątpliwość ograniczenie inwestorom indywidualnym dostępu do obligacji podporządkowanych, umożliwiając im przy tym nabywanie bardziej ryzykownych instrumentów, które również mogą zostać poddane procedurze *resolution*.

Analizując zasadność podwyższenia wartości nominalnej obligacji podporządkowanej, warto wyjść poza schemat ustanowionych regulacji prawnych czy rozważań na gruncie *stricte* ekonomicznym. Argumentów podważających przyjęcie opisywanego w niniejszym artykule rozwiązania można doszukiwać się także w sferze politycznej. Jednym z tych argumentów jest kontrowersyjność tego, jak daleko należy się posuwać przy tworzeniu mechanizmów zabezpieczających społeczeństwo przed potencjalnym ryzykiem finansowym. M. Friedman wskazywał, że działania takie powodują ograniczenie swobody zawierania dobrowolnych transakcji między jednostkami (Friedman, 2018). A.F. von Hayek uważał z kolei, że przyjęcie mechanizmów ograniczających swobodę wyboru ma z zasady uwolnić nas od konieczności samodzielnego roz-

wiązywania naszych problemów ekonomicznych i że trudny wybór, którego nierzadko nie da się uniknąć, będzie za nas dokonywany przez innych (Hayek, 2009). Bez wątplenia, chęć ograniczenia inwestorom indywidualnym dostępu do obligacji podporządkowanych, wpisuje się w tzw. paternalistyczną koncepcję państwa. Koncepcja ta zakłada, że ludzie z jakiś powodów nie są w stanie samodzielnie dokonywać właściwych wyborów, dlatego też należy chronić tych ludzi przed ich własną niekompetencją (Friedman, 2018). Choć zakazanie inwestorom indywidualnym podejmowania dodatkowego ryzyka nie ma racjonalnego wytłumaczenia w oczach liberałów, można doszukiwać się uzasadnienia – bazując na podobnych doświadczeniach *ex post*. Przykładem są osoby, które zaciągnęły kredyty we frankach szwajcarskich. Ich doświadczenia umacniają w przekonaniu, iż ludzie powołują się na liberalne argumenty gdy dostrzegają potencjał zysku ekonomicznego. Na argumenty z zakresu sprawiedliwości społecznej powołują się natomiast wtedy, gdy potencjalny zysk przeobraża się w rzeczywistą stratę. Nasuwa się wówczas wnioski, że poważnych decyzji (a za takie możemy przyjąć zakup obligacji podporządkowanych wyemitowanych przez banki) nie powinno pozostawiać się w prywatnych rękach (Keynes, 2012). Warto przy tym podkreślić, że Polska jest jedynym krajem, w którym zastosowano tak restrykcyjne ograniczenie dostępu inwestorów indywidualnych do obligacji podporządkowanych.

Konsekwencje wprowadzenia minimalnej wartości pojedynczych obligacji podporządkowanych

Podwyższenie wartości nominalnej pojedynczych obligacji podporządkowanych do 400 tys. zł wiąże się z wieloma konsekwencjami w zakresie funkcjonowania rynku finansowego. W Polsce pierwszą z nich jest ograniczenie rozwo-

ju rynku obligacji bankowych. W tym kontekście warto przywołać dane liczbowe o rosnącym udziale wartości bankowych obligacji podporządkowanych do wartości wszystkich obligacji wyemitowanych przez banki, notowanych na rynku Catalyst (bez uwzględnienia obligacji wyemitowanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego oraz Europejski Bank Inwestycyjny). Udział ten w latach 2012-2018 wzrósł z 46,1 do 57 proc. Co więcej, stosunek wartości obrotów obligacjami podporządkowanymi do wartości obrotów obligacji bankowych ogółem w tym samym okresie wzrósł z 73,9 do 99,7 proc. Dane te potwierdzają duże, rosnące znaczenie obligacji podporządkowanych na rynku obligacji bankowych w Polsce. Ponadto, zgodnie z raportem Giełdy Papierów Wartościowych (GPW), w I połowie 2018 r. aż 38 proc. obrotów na rynku obligacji było generowanych przez inwestorów indywidualnych (GPW, 2018). Jest to istotne biorąc pod uwagę fakt, że zaangażowanie inwestorów indywidualnych w obrót obligacjami podporządkowanymi – na skutek podwyższenia wartości nominalnej tych instrumentów – zostało ograniczone zarówno na rynku pierwotnym jak i wtórnym. Konsekwencje tego zaangażowania są jednak większe niż tylko spowolnienie wzrostu lub spadek wartości instrumentów dłużnych notowanych na Catalyst, czy wartości obrotów tymi papierami. Na rynku obligacji korporacyjnych powstanie niewypełniona luka popytowa. Alternatywą dla inwestora indywidualnego pozostaną niżej oprocentowane obligacje senioralne instytucji finansowych bądź – obciążone dużym ryzykiem – obligacje emitowane przez małe i średnie przedsiębiorstwa niefinansowe.

Jak zostało zasygnalizowane powyżej, wzrost wartości nominalnej pojedynczych obligacji podporządkowanych do 400 tys. zł przyczyni się do zmniejszenia globalnego popytu na te instrumenty wśród inwestorów. Problemy z uplasowa-

niem obligacji podporządkowanych na rynku będą z kolei utrudniać instytucjom finansowym spełnienie wymogów regulacyjnych. Dotyczy to zwłaszcza łącznego współczynnika kapitałowego (TCR) oraz wymogu funduszy własnych i zobowiązań podlegających umorzeniu lub konwersji (MREL). Ponadto, emitując obligacje podporządkowane, instytucje finansowe będą musiały zaoferować inwestorom wyższe oprocentowanie. To z kolei wpłynie na zwiększenie kosztów finansowania tych podmiotów.

W analizie warto uwzględnić również dane dotyczące odległych okresów zapadalności obligacji podporządkowanych. Mniej długoterminowych źródeł finansowania banków stwarza zagrożenie dla stabilności systemu finansowego. Świadczy o tym przede wszystkim fakt, że w sytuacji nagłych wstrząsów na rynku, to właśnie kapitał krótkoterminowy – taki jak depozyty bankowe – jest najczęściej wycofywany z banków. Znaczny udział krótkoterminowych kapitałów jest z tego powodu uważany za jedną z przyczyn wrażliwości gospodarek na perturbacje zachodzące na rynkach finansowych (Dadush, Dasgupta, Ratha, 2000). Będzie miało to szczególne znaczenie w sytuacji, w której inwestorzy indywidualni – ze względu na ograniczony dostęp do obligacji podporządkowanych – zdecydują się przechowywać swoje środki finansowe na depozytach bankowych.

Biorąc pod uwagę nieproporcjonalnie mniejszą skalę działalności, zaproponowane przez nadzorcę rozwiązanie w największym stopniu dotknie prawdopodobnie banki spółdzielcze. Wszak wszystkie obligacje wyemitowane przez banki spółdzielcze i wprowadzone do obrotu na rynku Catalyst, były obligacjami podporządkowanymi. Publiczna emisja obligacji przez banki spółdzielcze wymuszała na nich prowadzenie otwartej polityki informacyjnej, a przynajmniej bardziej

otwartej w stosunku do podmiotów, które obligacji nie emitowały. To prowadzi zaś do ogólnej poprawy standardów informacyjnych w branży (Sironi, 2001). Zatem w przypadku pojawiających się problemów z emisją długu podporządkowanego przez banki spółdzielcze należy zakładać, że standardy te ulegną pogorszeniu.

Zakończenie

Na podstawie przeprowadzonej analizy autor wypuklił słabe strony podwyższenia wartości nominalnej obligacji podporządkowanej do 400 tys. zł. Bez wątplenia, jedną z nich jest możliwość objęcia tych instrumentów przez bardziej zamożnych inwestorów detalicznych. Sugeruje to, że majątność inwestorów indywidualnych może świadczyć o ich stanie wiedzy o inwestowaniu. Wątpliwości co do zasadności tego rozwiązania zostały także przedstawione poprzez porównanie cech obligacji podporządkowanych z cechami innych instrumentów finansowych. Dotyczy to instrumentów emitowanych przez instytucje finansowe, do których nie ograniczono dostępu inwestorom indywidualnym, pomimo również skomplikowanego charakteru (obligacje senioralne), a nawet większego ryzyka inwestycyjnego (akcje).

Nie ulega wątpliwości, że podwyższenie wartości nominalnej obligacji podporządkowanej wpływa na wiele aspektów funkcjonowania rynku finansowego. Przede wszystkim – zgodnie z hipotezą badawczą niniejszego artykułu – rozwiązanie te będzie miało negatywny wpływ na rozwój rynku obligacji bankowych w Polsce. Wynika to m.in. ze zmniejszenia globalnego popytu na obligacje podporządkowane wśród inwestorów. Powstała luka popytowa będzie szczególnie istotna biorąc pod uwagę fakt, że pod koniec 2018 roku, na rynku Catalyst obligacje podporządkowane stanowiły ponad 57 proc. spośród wszystkich obligacji bankowych (bez uwzględnienia obligacji wyemitowa-

nych przez Bank Gospodarstwa Krajowego oraz Europejski Bank Inwestycyjny). Ponadto, w ocenie autora, wprowadzona zmiana wpłynie na pogorszenie standardów informacyjnych w segmencie bankowości spółdzielczej. Bynajmniej nie należy jednak kwestionować faktu, że w przypadku zastosowania wobec banku procedury *resolution*, analizowane rozwiązanie może uchronić inwestorów detalicznych przed potencjalną stratą.

W kontekście rozważań nad alternatywą dla zastosowanego rozwiązania, M. Friedman uważał, że jeżeli ze względu na

brak odpowiedniej wiedzy nie jesteśmy w stanie ocenić ryzyka, to do dokonania wyboru wystarczy nam dobra informacja (Friedman, 2018). W ocenie autora, podobne zależności można zaobserwować na rynku instrumentów finansowych. Stąd warto zapewnić inwestorom indywidualnym wysokiej jakości informacje nt. sytuacji ekonomiczno-finansowej emitenta oraz powszechny dostęp do ocen ratingowych. Może to być dobrą alternatywą względem ograniczenia tym inwestorom możliwości nabywania obligacji podporządkowanych.

Bibliografia:

1. Capiga M. (2011), *Finanse banków*, Warszawa, Wydawnictwo Wolters Kluwer Polska.
2. Dadush U., Dasgupta D., Ratha D. (2000), *The Role of Short-Term Debt in Recent Crises*, "Finance and Development", Vol. 37 (4).
3. Dąbrowski T.J. (2017), *Finansjeryzacja jako systemowy czynnik erozji reputacji banków*, w: *Finansjeryzacja gospodarki i jej wpływ na przedsiębiorstwa*, Fierla A. (red.), Warszawa, Oficyna Wydawnicza SGH.
4. Flannery M.J. (2001), *The Face of "Market Discipline"*, "Journal of Financial Services Research", Vol. 20, No. 2/3.
5. Friedman M. (2018), *Kapitalizm i wolność*, Warszawa, Wydawnictwo Helion.
6. GPW (2018), *Zagregowane wyniki badania dot. udziału inwestorów w obrotach instrumentami finansowymi*, https://www.gpw.pl/pub/GPW/analizy/Udzial_inwestorow_1H2018.pdf, dostęp: 28.01.2019.
7. Hayek F.A. von (2009), *Droga do zniewolenia*, Wydanie 4, Kraków, Wydawnictwo Arcana.
8. Iwanicz-Drozdowska M., Jaworski W.L., Zawadzka Z. (2010), *Bankowość – zagadnienia podstawowe*, Warszawa, Wydawnictwo Poltext.
9. Jackiewicz K. (2004), *Dyscyplina rynkowa w bankowości – rodzaje i możliwości zastosowania*, Warszawa, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego.
10. Keynes J.M. (2012), *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Warszawa, Wydawnictwo Naukowe PWN.
11. Kornas J. [2016] *Kapitały Tier I oraz Tier II jako składniki funduszy własnych banków po wejściu w życie rozporządzenia CRR i implementacji do prawa polskiego dyrektywy CRD IV*, w: *Zmiany na rynku finansowym w dobie kryzysu. Wybrane zagadnienia prawne*, Lemonnier M., Kisiel S., Mariański M. (red.), Olsztyn, Wydział Prawa i Administracji Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego.
12. Lu W., Whidbee D.A. (2016), *US bank failure and bailout during the financial crisis: Examining the determinants of regulatory intervention decisions*, "Journal of Financial Economic Policy", Vol. 8 (3).

13. Ogólnopolskie Badanie Inwestorów (2018), Warszawa, 6 grudnia 2018 r., <https://comparic.pl/wp-content/uploads/2018/12/OBI2018.pdf>, dostęp: 27.01.2019.
 14. Papiież P. (2015), *Obligacje bankowe jako narzędzie wydłużania średniego terminu wymagalności pasywów banków w Polsce*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H – Oeconomia.
 15. Rogowski W., Gemra K. (2018), *Wpływ przypadku firmy GetBack na polski rynek finansowy*, Warszawa, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, Nr 49(4).
 16. Rozporządzenie UE (2016), Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (Dz.U. L 176).
 17. Sironi A. (2001), *An Analysis of European Banks' SND Issues and its Implications for the Design of a Mandatory Subordinated Debt Policy*, „Journal of Financial Services Research”, Vol. 20, No. 2-3.
 18. Ustawa (2016), Ustawa z dnia 10 czerwca 2016 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, systemie gwarantowania depozytów oraz przymusowej restrukturyzacji (Dz.U. 2016 poz. 996).
 19. Ustawa (2015), Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. 2015 poz. 238).
 20. Ustawa (1997), Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r., Prawo bankowe (Dz.U. 1997 Nr 140 poz. 939).
-

Mgr **Paweł Węgrzyn**, doktorant, Zakład Zarządzania Finansami Przedsiębiorstwa, Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

On the margin

Chaos Warsaw?

Marek Bryx

A city is a complex creation, not only urban, occupying a specific space, but above all a collection of various socio-economic relations placed in space. The influence of space with the quality of these relations (created during the transformation under the influence of the global neoliberal economy) on shaping the space is unquestionable, hence the growing importance of sociology and sociologists in attempts to define the city and its development. The article is a voice in the discussion about the development of Warsaw, which was launched by the book Joanna Kusiak *Chaos Warsaw. Spatial orders of Polish capitalism*.

Keywords: spatial economy, capital, Warsaw, city functions, urban planning

Management workshops

Metrics of internal audit effectiveness in banking sector

Bartłomiej Iwanowicz, Tomasz Borowy

This article attempts to analyze the metrics of internal audit function effectiveness. The authors review and discuss the metrics perceived as most relevant and appropriate to the banking sector. The literature review is supported by an attempt to introduce an additional metric of the internal audit function effectiveness. The methodology adopted in this paper bases strongly on the qualitative approach. The article involves an analysis of available literature and own studies, as well as authors' professional experience in auditing. The metrics of internal audit function effectiveness presented in modern studies strongly favor qualitative approach, focused on assessing the input, process and output of internal auditors, and most notably recommendations issued and their implementation by organizations' management. The authors suggest supplementing the list of available metrics with an additional method, strongly connected to financial performance of the banks employing the internal audit function. This article introduces an additional possible way of measuring the effectiveness of the internal audit function. This metric can be considered by the banks and can be further empirically verified for appropriateness by entities from other industries, from both private and public sector.

Keywords: audit, internal audit, auditing standards, financial institution, market efficiency

Barriers of using Business Intelligence in enterprises

Kamil Soszka

The purpose of Business Intelligence (BI) systems is to support decision-making processes, which is to improve business management. Achieving this goal boils down to obtaining the right information, which is used by the right people and in the right way. The said process is related to the method of using BI and the elements that affect it. However, on the way to a certain level of efficiency when it comes to the use of BI, there are obstacles that inhibit or prevent its achievement. The aim of the work is to identify barriers that reduce the effectiveness of BI use in enterprises.

Keywords: Business Intelligence, information, barriers

Reports, research

Increase in the nominal value of subordinated bonds – validity and implications

Paweł Węgrzyn

In 2018, there were many changes in corporate bond market in Poland. One of them was an increase in the nominal value of subordinated bonds issued by some financial institutions to 400 000 PLN. The main aim of the article is to analyze the sense and consequences of the increase in the nominal value of subordinated bond. The author put forward a thesis, which assumes that increase nominal value of these instruments will have a negative impact on the bank bonds market development in Poland.

Keywords: subordinated bonds, financial stability, investor protection, financial supervision, banks

Financing and capital structure of family enterprises

Marcin Kawko

Financing family firms is one of the key aspects differentiating such enterprises from their competitors. The paper shows a wide range of financing sources available for family firms with special reference to the long-term financing forms such as patient capital. The author presents characteristics of family businesses' capital structure and dividend policy that are often important competitive advantages of such entities.

Keywords: family business, capital structure, dividend policy, patient capital, pecking order theory
