

DOI: 10.52335/dvqigiykff16

MARCIN BORSUK\*  
KAMIL KLUPA\*

## Wybrane uwarunkowania stosowania instrumentu umorzenia lub konwersji długu (*bail-in*)<sup>1</sup>

### Wprowadzenie

W następstwie globalnego kryzysu finansowego gruntownie przemodelowano osnovę prawno-regulacyjną działalności bankowej, co miało umożliwić przywrócenie zaufania do podmiotów rynku finansowego oraz bardziej efektywną ochronę stabilności systemu finansowego jako całości.

Zdając sobie sprawę, że samo udoskonalenie mechanizmów o charakterze prewencyjnym (zestaw zharmonizowanych, bardziej rygorystycznych minimalnych wymogów kapitałowych i płynnościowych) nie pozwoli całkowicie wyeliminować ryzyka wystąpienia strat skutkujących upadłością banków, zdecydowano się stworzyć nowe instrumentarium, dzięki któremu możliwe będzie przeprowadzenie restrukturyzacji albo likwidacji banków przez organy publiczne w sposób niejako wyprzedzający, pozwalający ograniczyć do minimum negatywne efekty zewnętrzne zdarzeń kryzysowych w sektorze bankowym. Większość tych nowych rozwiązań zdefiniowana została w ramach tzw. procesu naprawy oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (ang. *recovery and resolution*). Zaprojektowana z myślą o specyfice działalności bankowej nowa procedura restrukturyzacyjna pozwala na utrzymanie funkcji krytycznych z punktu widzenia gospodarki oraz określa przejrzyste zasady podziału strat i kosztów między akcjonariuszy, wierzycieli i niektórych deponentów banków, dzięki czemu mniej powszechne będą sytuacje, kiedy proces taki będzie musiał być wspierany ze środków publicznych.

\* Dr Marcin Borsuk – Polska Akademia Nauk, Instytut Nauk Ekonomicznych. ORCID: 0000-0002-7687-0948. Autor zawodowo związany jest z Narodowym Bankiem Polskim; e-mail: mborsuk@inepan.waw.pl

\*\* Mgr Kamil Klupa – Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Katedra Zarządzania i Finansów. ORCID: 0000-0001-5650-8231. Autor zawodowo związany jest z Narodowym Bankiem Polskim; e-mail: kp.klupa@gmail.com

<sup>1</sup> Artykuł powstał w wyniku realizacji projektu badawczego finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki (nr projektu: 2020/37/N/HS4/03761); artykuł wyraża wyłącznie opinie autorów.

Spośród nowych dedykowanych uprawnień organów publicznych, dostępnych w ramach procesu *recovery and resolution*, tym najdalej idącym jest bez wątpienia możliwość umorzenia lub konwersji instrumentów dłużnych (ang. *bail-in*), gdy bank znajdzie się na progu upadłości lub będzie nią zagrożony. Mechanizm *bail-in* pozwala na przeprowadzenie restrukturyzacji z zasobów dostępnych wewnątrz banku poprzez rozszerzenie kręgu interesariuszy ponoszących odpowiedzialność za sytuację finansową banku, co do zasady przypisywaną przede wszystkim posiadaczom akcji – dostarczycielom kapitału własnego, o wybrane kategorie obligatariuszy. Gdy bank znajdzie się na progu upadłości, obligatariusze w ramach *bail-in* mogą zostać zmuszeni do przejęcia części ciężaru strat poprzez umorzenie ich wierzytelności.

Praktyka zarządzania kryzysowego po uchwaleniu nowego ustawodawstwa pokazała jednak, że w przypadku większości sytuacji krytycznych w sektorze bankowym organy sieci bezpieczeństwa finansowego nie stosowały instrumentu *bail-in* albo wręcz unikano reżimu *resolution* w okolicznościach, w których możliwe było przypisanie strat wierzycielom uprzywilejowanym. W takich przypadkach najczęściej zdecydowano się na działania stosowane powszechnie przed wdrożeniem ram prawnych *resolution*, tj. wykorzystywano dla celów sanacyjnych środki publiczne. Brak jakościowych zmian w prowadzeniu działań restrukturyzacyjnych wobec banków legitymizuje pytania o wiarygodność zharmonizowanego procesu *resolution*, który w zamyśle jego twórców miał właśnie ograniczyć ryzyko ponoszenia kosztów ratowania banków przez podatników.

Twórcy mechanizmu *bail-in* w ramach jego ewaluacji wskazują m.in. na trzy kategorie czynników, które w największym stopniu warunkowały dotychczas jego efektywną operacjonalizację (Restoy 2018). Pierwszą grupę stanowią uwarunkowania ekonomiczne, które objawiają się m.in. w ten sposób, że przypisanie strat określonej grupie wierzycieli lub kategorii instrumentów dłużnych może wywoływać negatywne zjawiska systemowe np. poprzez efekt zarażania. Drugą kategorię tworzy zespół uwarunkowań powstałych przez kontekst polityczny prowadzenia działań ratunkowych w stosunku do banków. Trzecia grupa czynników to aspekty techniczno-proceduralne, takie jak zapewnienie szybkiego przebiegu postępowania administracyjnego i wiarygodności wyceny oraz stosowanie efektywnej strategii komunikacyjnej. Dodatkowo katalog ten rozszerzyć można o uwarunkowania *stricte* prawne (np. związane z hierarchią zaspokajania roszczeń w postępowaniu upadłościowym) oraz strukturalne (brak w pasywach banków instrumentów, które mogłyby podlegać *bail-in* lub ich niewystarczająca stratyfikacja) (Borsuk i Klupa 2020).

Czerpiąc inspirację z refleksji formułowanych przez architektów reżimu *resolution*, autorzy artykułu zdecydowali się zweryfikować hipotezę o występowaniu specyficznych czynników wpływających na niską jak dotychczas skłonność do stosowania mechanizmu *bail-in* oraz podejmują próbę ich scharakteryzowania i oceny. W pierwszej kolejności opisują uwarunkowania polityczno-społeczne, których siła oddziaływania objawia się przede wszystkim ze względu na istotny zakres dyskrecjonalności przyznanej organom publicznym w ramach zharmonizowanego na poziomie UE procesu *resolution*. Mając na uwadze, że administracyjne umorzenie instrumentów dłużnych lub kapitałowych może wpływać na za-

chowania szerokiego grona uczestników rynków finansowych, analizie poddano również występowanie tzw. efektu zarażania poprzez kanał rynkowy, ponieważ ewentualność wystąpienia napięć na rynku finansowym może także oddziaływać na proces decyzyjny organów publicznych.

Materia objęta artykułem zdeterminowała wyodrębnienie czterech części. W sekcji pierwszej zawarto ogólną, wprowadzającą charakterystykę procesu *resolution*, instrumentu *bail-in* oraz zasad jego stosowania. W rozdziale drugim, odwołując się do przykładów, opisano uwarunkowania polityczno-społeczne wpływające na praktykę stosowania mechanizmu *resolution*. W części trzeciej zbadano empirycznie występowanie tzw. efektu zarażania poprzez kanał rynkowy. Artykuł kończy się podsumowaniem, w którym zawarte zostały główne wnioski z przeprowadzonej analizy.

## **1. Nowe ramy prawne zarządzania kryzysowego w odniesieniu do banków**

Światowy kryzys finansowy z lat 2007–2009 obnażył niedostatki ówczesnej architektury prawno-regulacyjnej, w tym przede wszystkim nadmierną koncentrację organów nadzoru na perspektywie mikroostrożnościowej oraz brak adekwatnego instrumentarium dla zarządzania kryzysowego w odniesieniu do sektora bankowego (Pruski 2014).

Przed globalnym kryzysem finansowym pozornie rygorystyczny wymógów kapitałowych oraz przekonane o istnieniu tzw. pośrednich gwarancji publicznych (banki dostarczały coraz szerszego strumienia finansowania gospodarce realnej, co umożliwiało utrzymanie lub zwiększanie jej tempa wzrostu, w związku z tym organy publiczne gotowe były udzielać wsparcia bankom, które doświadczały problemów) umacniały negatywne tendencje na rynkach finansowych – banki ulegały pokusie nadużycia i podejmowały nadmierne ryzyko w swojej działalności. Co więcej, mogły przy tym zwiększać rentowność działalności poprzez wykorzystywanie kapitału obcego, który udostępniany był im po relatywnie niskim koszcie, ponieważ inwestorzy chętnie kupowali obligacje banków z uwagi na wysokie spozycjonowaniu tych instrumentów finansowych w hierarchii roszczeń w przypadku upadłości (straty z działalności pokrywane były bowiem co do zasady wyłącznie z kapitału własnego).

Przy okazji spektakularnych upadłości takich spółek z sektora finansowego jak Lehman Brothers (Quinn 2008) czy Washington Mutual (Comlay i Stempel 2008) oraz kosztownych nacjonalizacji (z uwagi na konieczność udzielenia znacznego wsparcia kapitałowego na pokrycie strat) m.in. American International Group – AIG (Dugua 2008) i Allied Irish Bank – AIB (*AIB nationalized...* 2010) z całą mocą objawił się przede wszystkim brak odpowiednich ram prawnych pozwalających na przeprowadzenie uporządkowanej restrukturyzacji albo likwidacji instytucji finansowych, które poniosły straty w wysokości uniemożliwiającej dalsze niezakłócone prowadzenie działalności. Brak efektywnych procedur upadło-

ściowych wzmagał efekt paniki rynkowej, a przeprowadzane *ad hoc* interwencje publiczne negatywnie oddziaływały na kondycję finansów publicznych i sytuację w gospodarce realnej (tzw. efekt negatywnego sprzężenia zwrotnego – *negative feedback loop*).

Formułując założenia pokryzysowych ram prawnych, legislatorzy zdawali sobie już sprawę, że samo udoskonalenie dotychczasowych mechanizmów o charakterze prewencyjnym (zestaw zharmonizowanych, bardziej rygorystycznych minimalnych wymogów kapitałowych i płynnościowych) nie pozwoli całkowicie wyeliminować ryzyka wystąpienia strat skutkujących upadłością banków. W związku z tym, mając na uwadze perspektywę stabilności systemu finansowego, konieczność ograniczenia negatywnych efektów zewnętrznych i ochrony interesu publicznego, zdecydowano, że w odniesieniu do instytucji bankowych prowadzących działalność na wysoce reaktywnych rynkach finansowych w warunkach błyskawicznych reakcji łańcuchowych potęgujących proces spadku wartości należy stworzyć nowe, zharmonizowane ramy prawne zarządzania kryzysowego, których mechanizmy byłyby wyprzedzające i aktualizowałyby się po odpowiednio wczesnym zdiagnozowaniu stanu zagrożenia upadłością (FSB 2014).

W tak przedstawionym kontekście narodziła się koncepcja procedury *resolution* jako pozasądowego postępowania upadłościowego *sui generis*, zaprojektowanego specjalnie dla banków. W zamyśle jego autorów już sama nazwa wskazywać miała na pewne nowe cechy jakościowe. W reżimie *resolution* banki bowiem nie mają upadać (ang. *to fail, to go bankrupt*), ale mają być rozwiązywane, rozszczerzane (ang. *to resolve*)<sup>2</sup>.

Dzięki wprowadzeniu postępowania *resolution* do systemów prawnych możliwa stać się miała uporządkowana likwidacja każdego banku, niezależnie od jego wielkości, zakresu powiązań z innymi podmiotami rynku finansowego albo skali finansowania gospodarki realnej. W tak skonstruowanym reżimie banki miały przestać być postrzegane jako „nieśmiertelne” i utracić możliwość nadużywania pośrednich gwarancji publicznych, ponieważ organom sieci bezpieczeństwa przyznano swoistą „licencję na ich zabijanie” (Borsuk i Klupa 2017).

WUE konieczność stworzenia ram prawnych dla procesu *resolution* po raz pierwszy zaproponowała tzw. ekspercka grupa robocza Jacques’a de Larosièrè’a w raporcie z 2009 r. (de Larosièrè 2009). Komisja Europejska zrealizowała tę rekomendację, przedkładając w 2010 r. projekt dyrektywy BRR (ang. *Bank Recovery and Resolution Directive*)<sup>3</sup>, który został ostatecznie uchwalony w 2013 r.

Zoperacjonalizowanie nowego reżimu postępowania na wypadek upadłości albo konieczności restrukturyzacji banków wymagało wyposażenia organów publicznych w nowe uprawnienia władcze, umożliwiające m.in. administracyjną

<sup>2</sup> W polskiej doktrynie prawnej nie wypracowano jak dotąd równie funkcjonalnego określenia w języku polskim, stąd proces *resolution* określa się jako proces restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji.

<sup>3</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (Dz.Urz. UE L 173/190 z 12.6.2014).

ingerencję w wykonywanie praw majątkowych właścicieli i wierzycieli instytucji kredytowych (Lintner i in. 2017).

Dyrektywa BRR zdefiniowała zharmonizowany zestaw dedykowanych instrumentów *resolution*, na który składają się: zbycie wyodrębnionej części przedsiębiorstwa (przeniesienie aktywów lub zobowiązań instytucji, która spełnia warunki uruchomienia procedury *resolution*, na rzecz niepublicznego nabywcy), utworzenie instytucji pomostowej (umożliwia przeniesienie całości lub części działalności, w tym praw udziałowych, instytucji objętej działaniami ratunkowymi do podmiotu publicznego), wydzielenie aktywów (pozwala na przeniesienie tzw. toksycznych aktywów do podmiotu zarządzającego aktywami, który jest w całości lub w części własnością organu publicznego albo jest kontrolowany przez organ *resolution*) oraz umorzenie lub konwersję instrumentów dłużnych.

Spośród nowych uprawnień tym najdalej idącym jest bez wątpienia możliwość umorzenia lub konwersji instrumentów dłużnych (ang. *bail-in*) w celu pokrycia strat i ewentualnego dokapitalizowania z zasobów dostępnych wewnątrz banku, w sytuacji gdy znajdzie się on na progu upadłości lub będzie zagrożony upadłością.

Koncepcja *bail-in* narodziła się bezpośrednio w reakcji na bankructwo banku Lehman Brothers – jako próba znalezienia systemowego rozwiązania, które pozwoliłoby przeciwdziałać niekontrolowanym bankructwom dużych instytucji kredytowych w przyszłości. Za autorów tego pomysłu uznawani są Wilson Ervin oraz Paul Calello z banku Credit Suisse, którzy uczestniczyli w roboczych naradach Banku Anglii i Federalnej Korporacji Ubezpieczeń Depozytów (*Federal Deposit Insurance Corporation* – FDIC) dotyczących strategii zarządzania skutkami bankructwa banku Lehman Brothers (Ervin 2015). Zaprezentowali oni wówczas swoją koncepcję jako swoistą trzecią drogę pomiędzy publicznym *bail-out* (wsparcie kapitałowe ze środków publicznych na pokrycie strat) a standardową upadłością sądową (czyli w efekcie dopuszczeniem do wielowątkowego systemowego kryzysu finansowego, z uwagi na dotychczasową aktywną rolę rynkową i skalę działalności banku Lehman Brothers).

Wstępne założenia mechanizmu *bail-in* W. Ervin i P. Calello przedstawili po raz pierwszy oficjalnie na łamach tygodnika „The Economist” i oparli go na wyjściowym założeniu, że restrukturyzacja banku powinna dokonywać się w pierwszej kolejności z zasobów dostępnych już niejako wewnątrz spółki (Calello i Ervin 2010). W założeniach nowego konstruktu odpowiedzialność za sytuację finansową banku, która z zasady była przypisywana przede wszystkim akcjonariuszom – jako dostarczycielom kapitału własnego – miała zostać rozszerzona także na wybrane kategorie obligatariuszy. W modelu *bail-in*, w sytuacji gdy bank znajdzie się na progu upadłości, obligatariusze zostają zmuszeni do poniesienia części ciężaru nadzwyczajnych strat poprzez umorzenie lub konwersję ich wierzytelności na instrumenty kapitałowe (Komisja Europejska 2013). Zasadność rozciągnięcia odpowiedzialności za nadzwyczajne straty banku także na jego wierzycieli tłumaczona była przede wszystkim dążeniem do zminimalizowania zaangażowania publicznych środków finansowych – ponieważ kapitał w bankach pozwala na absorpcję strat, a tym samym stanowi bufor bezpieczeństwa dla deponentów i do



pewnego stopnia podatników, przypisanie niektórym kategoriom obligacji zdolności do absorpcji strat znacząco zwiększa zasób środków, które można wykorzystać w ramach restrukturyzacji.

Potrzeba stworzenia kompletnie nowego instrumentu wpisana była także w szczególną charakterystykę procesu *resolution*, w odniesieniu do której dotychczasowe konstrukcje prawne nie dawały gwarancji osiągnięcia celów formułowanych po globalnym kryzysie finansowym (Borsuk i Klupa 2017). Wprowadzenie możliwości tak daleko idącej ingerencji w prawa wierzycieli uzasadniane było koniecznością ochrony interesu publicznego, skonkretyzowanego w tym przypadku do stabilności finansowej (Bank of England 2008).

Mechanizm *bail-in*, ze względu m.in. na swój samodzielny potencjał restrukturyzacyjny, miał w zamyśle jego twórców i unijnego ustawodawcy stać się jednym z podstawowych instrumentów zarządzania kryzysowego (Calello i Ervin 2010). Na terytorium UE ma on zastosowanie co do zasady od 1 stycznia 2016 r. (Komisja Europejska 2016), czyli od terminu końcowego na wdrożenie do ustawodawstw krajowych odpowiednich przepisów dyrektywy BRR. Belgia, Polska i Słowenia nie wdrożyły przepisów dotyczących *bail-in* w wymaganym terminie.

*Bail-in* może przyjąć formę umorzenia lub konwersji. Umorzenie wierzytelności to anulowanie całości lub części zadłużenia, z kolei konwersja wierzytelności na kapitał to przekształcenie przysługującej wierzycielowi wobec banku wierzytelności w udziały w kapitale.

Instrument umorzenia lub konwersji długu ma znajdować zastosowanie w dwóch sytuacjach modelowych. Po pierwsze, w celu dokapitalizowania instytucji objętej restrukturyzacją w stopniu wystarczającym do przywrócenia jej zdolności do wiarygodnego i dobrze rokującego wypełniania wymogów kapitałowych i płynnościowych (chodzi tutaj o tzw. funkcję podtrzymywania życia instytucji finansowej, w której wysiłki koncentrują się na utrzymaniu jej statusu jako przedsięwzięcia w toku – *going concern*). Instrument *bail-in* w trybie *going concern* można wykorzystywać tylko w sytuacji, gdy istnieją wiarygodne perspektywy, że zastosowanie tego narzędzia wspólnie z działaniami towarzyszącymi (np. wydzielenie portfela kredytów z wykazaną utratą wartości, zamknięcie nierentownych linii biznesowych, plan reorganizacji działalności) przywróci zdolność do samodzielnej obsługi zobowiązań w przyszłości (Gracie 2012). Druga sytuacja, w jakiej można wykorzystać narzędzie *bail-in*, to potrzeba zamiany na kapitał własny instrumentów dłużnych banku, którego pasywa w całości lub części zostaną następnie przeniesione do instytucji pomostowej. Instytucja poddana procesowi *resolution* posiada w tych okolicznościach status *gone concern* (D’Sousa i in. 2010).

W mechanizm *bail-in* wpisane są pewne zasady postępowania, które z jednej strony legitymizują nadzwyczajną procedurę *resolution* (administracyjna ingerencja w prawa wierzycieli), a z drugiej strony warunkują jej efektywność (ich przestrzeganie ogranicza możliwość dochodzenia roszczeń odszkodowawczych przez wierzycieli). Zasada *pari passu* (inaczej zasada jednakowego traktowania wierzycieli) oznacza, że wykonując uprawnienia do umorzenia lub konwersji, organy *resolution* przypisują straty po równo poszczególnym zobowiązaniom o tej samej

pozycji w hierarchii roszczeń, proporcjonalnie do ich wartości<sup>4</sup>. Z kolei zasada *no creditor worse off* (NCWO) stanowi, że gdy organy *resolution* stosują instrument umorzenia lub konwersji długu, wierzyciele, których roszczenia zostały umorzone lub poddane konwersji, nie mogą ponieść strat większych niż straty, które ponieśliby w przypadku likwidacji banku w ramach zwykłego postępowania upadłościowego (w przeciwnym wypadku inwestorzy pozostają uprawnieni do otrzymania odszkodowania z funduszu *resolution* w wysokości stwierdzonej różnicy)<sup>5</sup>.

Zagwarantowanie odpowiedniej skuteczności instrumentu *bail-in* wymagało określenia możliwie najszerszego zakresu przedmiotowego, który obejmowałby większość kategorii pasywów banku. Przyjęto więc, że *bail-in* ma co do zasady zastosowanie do wszystkich rodzajów zobowiązań (ang. *bail-inable debt*) z wyjątkiem tych wyłączonych z mocy prawa albo wyłączonych na mocy dyskrecjonalnej decyzji organu *resolution*.

Na zasadzie *ex lege* mechanizm *bail-in* nie znajduje zastosowania m.in. do depozytów gwarantowanych, zobowiązań zabezpieczonych oraz zobowiązań o pierwotnym terminie wymagalności poniżej siedmiu dni<sup>6</sup>. Krajowe organy *resolution* posiadają także uprawnienie do wyłączania wybranych zobowiązań z zakresu przedmiotowego mechanizmu *bail-in* w przypadku zajścia wyjątkowych okoliczności. *Numerus clausus* takich okoliczności definiuje art. 44 ust. 3 dyrektywy BRR, w którym wskazano, że organ *resolution* może wyłączyć całkowicie lub częściowo określone zobowiązania z zakresu umorzenia lub konwersji, gdy:

- poddanie danego zobowiązania umorzeniu lub konwersji nie jest możliwe w rozsądnym terminie;
- wyłączenie jest niezbędne i jest proporcjonalne w kontekście potrzeby utrzymania ciągłości funkcji krytycznych i głównych linii biznesowych danej instytucji;
- wyłączenie jest niezbędne i jest proporcjonalne w kontekście ograniczenia ryzyka zarażania, którego materializacja mogłaby zakłócić funkcjonowanie rynków finansowych i gospodarki państwa członkowskiego;
- zastosowanie instrumentu *bail-in* spowodowałoby takie obniżenie wartości zobowiązań, że straty poniesione przez pozostałych wierzycieli byłyby wyższe, niż gdyby zobowiązania te zostały wyłączone z mechanizmu *bail-in*.

Aby przeciwdziałać możliwym skutkom ubocznym wyłączenia niektórych kategorii zobowiązań, które mogłyby przejawiać się we wzroście skłonności banków do finansowania się przy wykorzystaniu źródeł podlegających wyłączeniu, wprowadzony został wymóg utrzymywania odpowiedniej tzw. zdolności absorpcyjnej (ang. *minimum requirement for own funds and eligible liabilities* – MREL), wyrażanej jako stosunek sumy kapitałów własnych i tzw. zobowiązań kwalifikowalnych (ang. *eligible liabilities*) do całkowitej sumy bilansowej (nieważonej ryzykiem) oraz całkowitej ekspozycji ważonej ryzykiem.

<sup>4</sup> Art. 34 ust. 1 lit. f oraz art. 48 ust. 2 dyrektywy BRR.

<sup>5</sup> Art. 34 ust. 1 lit. g oraz art. 73 lit. b dyrektywy BRR.

<sup>6</sup> Art. 44 ust. 2 dyrektywy BRR.

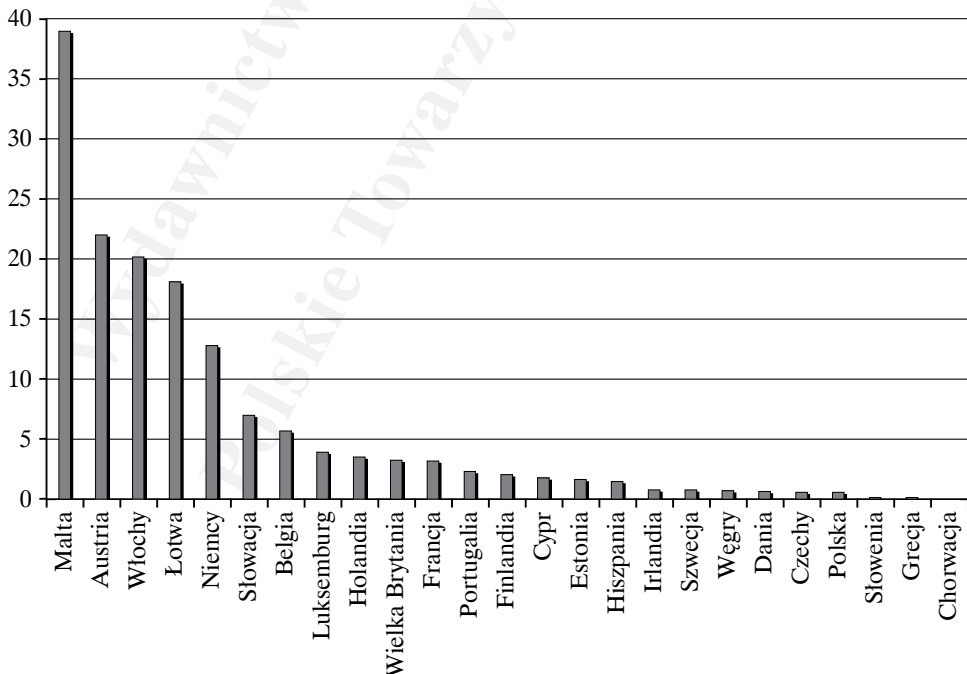
## 2. Stosowanie instrumentu *bail-in* w kontekście uwarunkowań o charakterze polityczno-społecznym

W początkowym okresie obowiązywania w UE mechanizmu *bail-in* ujawniły się okoliczności związane ze specyficzną charakterystyką obligatariuszy banków, która oddziaływała na wymiar polityczno-społeczny podejmowanych działań interwencyjnych i w konsekwencji wpływała nie tylko na możliwość efektywnego stosowania instrumentu *bail-in*, ale także na samą skłonność organów publicznych do inicjowania procesów *resolution*. Ta szczególna charakterystyka związana jest z istotnym udziałem inwestorów indywidualnych w grupie wierzycieli banków (zob. rys. 1).

Należy zwrócić uwagę, że zarówno banki, które posiadają liczną grupę wierzycieli detalicznych, jak i nadzorujące je organy muszą mierzyć się z pewnymi specyficznymi wyzwaniem (EBA, ESMA 2018). W sytuacji gdy obligatariusze detaliczni są równocześnie klientami banku, umorzenie albo konwersja ich zobowiązań może mieć negatywne skutki dla jego bazy klientowskiej i reputacji, a to w konsekwencji mogłoby istotnie utrudnić organom *resolution* utrzymanie wartości firmy przedsiębiorstwa bankowego i jego rentowności po przeprowadzeniu procesu *resolution*. Zastosowanie instrumentu *bail-in* w odniesieniu do obligacji inwestorów

Rysunek 1

Udział inwestorów detalicznych ze strefy euro w instrumentach dłużnych wyemitowanych przez banki w państwach członkowskich UE (% według stanu na II kwartał 2019 r.)





detalicznych, w szczególności gdy zobowiązania wobec takich podmiotów stanowią znaczącą część pasywów banków, może skutkować jednak przede wszystkim spadkiem publicznego zaufania do tych instytucji. Efekt ten może być dodatkowo wzmacniany, gdy umorzenie takich wierzytelności spowoduje istotny spadek majątku finansowego gospodarstw domowych. W sytuacji gdy procesy te wystąpią łącznie i na dużą skalę, mogą wywołać zjawisko runu i w konsekwencji generować istotne ryzyko dla stabilności finansowej.

Organy *resolution* mogą próbować uniknąć umarzania zobowiązań banków względem inwestorów detalicznych zarówno na etapie formułowania planów *resolution*, jak i na etapie ich wdrażania. Podstawę dla takich działań stwarza art. 44 ust. 3 dyrektywy BRR, który umożliwia dyskrecjonalne wyłączenie niektórych zobowiązań z zakresu przedmiotowego mechanizmu *bail-in*. Oceniając potrzebę takiego wyłączenia, organ *resolution* może wziąć pod uwagę w szczególności liczbę osób fizycznych bezpośrednio lub pośrednio dotkniętych umorzeniem lub konwersją długu oraz relacje prasowe dotyczące działania w ramach *resolution*, w zakresie w jakim stwarzają istotne ryzyko podważenia ogólnego zaufania do sektora bankowego lub szeroko rozumianego systemu finansowego<sup>7</sup>. Zgodnie z przepisami dyrektywy BRR wyłączenia takiego można dokonać tylko w sytuacji, gdy nie będzie to stanowiło przeszkody dla przeprowadzenia procesu *resolution* zgodnie z wymogami prawa. Tak jak wskazano w punkcie 1, wyłączenie nie może też prowadzić do naruszenia zasady NCWO. Jeżeli wyłączenie odpowiedzialności inwestorów indywidualnych prowadziłyby do umorzenia w większym stopniu innych zobowiązań (naruszenie zasady NCWO), wówczas należy to ocenić jako istotną przeszkodę dla przeprowadzenia procesu *resolution*. W takiej sytuacji organ *resolution* powinien na etapie planowania odpowiednio dostosować wymóg MREL i sformułować wymóg emisji dodatkowych instrumentów kwalifikowalnych, których pozycja w hierarchii roszczeń będzie niższa niż pozycja zobowiązań wobec inwestorów detalicznych (np. podrzędne zobowiązania uprzywilejowane).

Należy jednak zauważyć, że wspomniany powyżej sposób zapobiegania umarzaniu albo konwersji wierzytelności podmiotów detalicznych ogranicza się do etapu poprzedzającego właściwą procedurę *resolution*. Jeżeli w momencie gdy bank znajdzie się na progu upadłości, zobowiązania wobec inwestorów detalicznych stanowiąc będą istotną część jego bilansu, nie będzie możliwości przeprowadzenia emisji dodatkowych instrumentów kwalifikowalnych w horyzoncie czasu narzuconym trybem procesu *resolution* i w konsekwencji możliwość zastosowania instrumentu *bail-in* podlegać będzie istotnym ograniczeniom.

Jakkolwiek sama okoliczność wysokiego udziału zobowiązań wobec inwestorów detalicznych nie stanowi formalnej przeszkody w prowadzeniu działań *resolu-*

---

<sup>7</sup> Art. 8 ust. 2 lit. b rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2016/860 z dnia 4 lutego 2016 r. określającego w bardziej szczegółowy sposób okoliczności, w których konieczne jest wyłączenie z zakresu uprawnień do umorzenia lub konwersji na podstawie art. 44 ust. 3 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE ustanawiającej ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporzędkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (Dz.Urz. UE L 144/11 z 1.6.2016).

tion, a dyrektywa BRR pozwala na częściowe uwzględnienie tego aspektu w procesie *resolution*, to nie można pominąć związanego z tym wymiaru politycznego.

Wspomniany kontekst ze szczególną intensywnością objawił się we Włoszech w latach 2015–2017. Według danych MFW na koniec 2015 r. spośród 600 mld euro obligacji wyemitowanych przez włoskie banki, w posiadaniu inwestorów indywidualnych pozostawało 200 mld euro. W tej puli około 60 mld euro stanowiły obligacje podporządkowane (50% ogółu wyemitowanego bankowego długu podporządkowanego), czyli wierzytelności znajdujące się najniżej spośród instrumentów dłużnych w hierarchii zaspokajania roszczeń i tym samym w największym stopniu narażone na utratę wartości w przypadku istotnego pogorszenia sytuacji finansowej emitenta (MFW 2016).

W listopadzie 2015 r., tuż po implementacji dyrektywy BRR do włoskiego porządku prawnego, zdecydowano o zastosowaniu procedury *resolution* w stosunku do czterech włoskich banków (Banca delle Marche, Banca Popolare dell’Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio di Ferrara, Cassa di Risparmio della Provincia di Chieti), w ramach której umorzono część obligacji podporządkowanych, których posiadaczami byli inwestorzy detaliczni (Komisja Europejska 2015). Działania te wywołały negatywne reakcje społeczne, dodatkowo spotęgowane przez informację o samobójstwie popełnionym przez jednego z inwestorów (BBC 2015).

Wraz z upływem czasu problemy ujawniały się w kolejnych włoskich bankach. Kondycja sektora bankowego we Włoszech w tym czasie uwarunkowana była przede wszystkim przedłużającym się spowolnieniem gospodarczym, które pogłębiało problem wysokiego wskaźnika należności zagrożonych. Sytuacjami kryzysowymi zarządzano w sposób incydentalny i kazuistyczny, a głównym imperatywem podejmowanych działań, po doświadczeniach z listopada 2015 r., było poszukiwanie rozwiązań pozwalających na uniknięcie umarzenia lub konwersji wierzytelności inwestorów indywidualnych. Tęgo typu podejście było krytykowane przez inne państwa członkowskie UE, które zarzucały włoskim władzom publicznym podważanie wiarygodności zharmonizowanych europejskich ram prawnych *resolution*. Dodatkowy kontekst działań podejmowanych we Włoszech stwarzała perspektywa zbliżających się referendum konstytucyjnego i wyborów parlamentarnych. W takich okolicznościach na interwencje podejmowane przez instytucje publiczne szczególnie silnie oddziaływał kontekst polityczny, który w tym przypadku istotnie ograniczał skłonność do stosowania inwazyjnego instrumentu *bail-in*. W ramach procesu decyzyjnego korzyści wynikające z ochrony stabilności finansowej zestawiane były z kosztami w sferze polityczno-społecznej. Biorąc pod uwagę wysoki udział inwestorów indywidualnych w strukturze obligatariuszy włoskich banków, które znalazły się na progu upadłości, przedstawiciele administracji musieli liczyć się z tym, że zastosowanie inwazyjnego instrumentu restrukturyzacyjnego, polegającego na umorzeniu wierzytelności licznej grupy osób prywatnych, mogło wpłynąć na preferencje obywateli w zbliżających się wyborach i referendum.

W przypadku Włoch na uwarunkowania o charakterze polityczno-społecznym wpływała dodatkowo niedookreślona relacja pomiędzy przepisami rangi konstytucyjnej a prawem unijnym. Utrudnieniem w efektywnym stosowaniu mechani-

zmu *bail-in* w odniesieniu do wierzycieli detalicznych są tam przepisy konstytucji włoskiej, która w art. 47 stanowi, że „Republika zachęca i chroni oszczędzanie we wszystkich jego formach (...)”<sup>8</sup>. Takie uwarunkowania prawne powodują, że w każdym przypadku potencjalnej możliwości umorzenia zobowiązań banków wobec inwestorów detalicznych należy przepisy dyrektywy BRR oraz krajowe przepisy ją implementujące zestawiać z przepisami konstytucji i rozstrzygać, które w danej sytuacji znajdują się wyżej w hierarchii źródeł prawa. Decyzja o zastosowaniu mechanizmu *bail-in* mogła stanowić kanwę do krytyki sprawujących władzę przez ugrupowania opozycyjne w okresie wyborczym.

Mając na uwadze okoliczności przedstawione powyżej, włoskie władze starały się za wszelką cenę unikać takich działań i chronić wiarygodność detalicznych. W tym celu unikały inicjowania procedury *resolution* i powoływały się na art. 32 ust. 4 pkt d dyrektywy BRR, który pozwala na udzielenie nadzwyczajnego publicznego wsparcia finansowego w celu uniknięcia poważnych zakłóceń lub zradzenia im w gospodarce w danym państwie członkowskim i dla utrzymania stabilności finansowej. Udzielenie wsparcia publicznego w takiej sytuacji nadal podlega jednak europejskim zasadom pomocy publicznej dla banków.

Zgodnie z europejskimi zasadami pomocy publicznej dla banków określonymi w tzw. komunikacie bankowym (który zaczął obowiązywać, zanim wdrożono dyrektywę BRR), w przypadku gdy nie istnieją alternatywne sposoby poprawy pozycji kapitałowej banku, udzielenie wsparcia ze środków publicznych wymaga uprzedniego umorzenia lub konwersji długu podporządkowanego (Komisja Europejska 2013). Komunikat dopuszcza jednak wyjątek od zasady obowiązkowego uprzedniego umorzenia lub konwersji długu podporządkowanego, jeżeli wdrożenie takich środków zagroziłoby stabilności finansowej lub przyniosło nieproporcjonalnie negatywne skutki. Wyjątek może dotyczyć przypadków, w których przyznawana kwota pomocy jest niewielka w porównaniu do aktywów banku ważonych ryzykiem. Z szacunków MFW opublikowanych w tym okresie wynikało, że zastosowanie się do wymogu uprzedniego umorzenia lub konwersji długu podporządkowanego wymagałoby obciążenia stratami inwestorów indywidualnych, którzy posiadali około połowy bankowych obligacji podporządkowanych (MFW 2016). Zasady pomocy publicznej sformułowane w komunikacie są jednak bardziej elastyczne niż reguły udzielania wsparcia z funduszu *resolution* (fundusz finansowany ze składek banków, niezależny od systemu finansów publicznych), ponieważ zakres ewentualnego umorzenia obligacji podporządkowanych nie jest ściśle zdefiniowany. Zgodnie z dyrektywą BRR wsparcie ze środków funduszu *resolution* może być udzielone dopiero, gdy akcjonariusze i wierzyciele pokryją straty w wysokości odpowiadającej 8% całkowitej sumy pasywów.

W grudniu 2016 r. Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (*European Banking Authority*, EBA) opublikował wyniki testów warunków skrajnych dla europejskich banków, z których wynikało, że włoski bank Monte dei Paschi di Siena (MPS) nie spełniłby wymogów regulacyjnych w sytuacji istotnego pogorszenia się

<sup>8</sup> Art. 47 Konstytucji Republiki Włoskiej z dnia 27 grudnia 1947 r.

warunków ekonomicznych (EBA 2016). Wyniki testów wpisywały się w ogólną negatywną ocenę sytuacji finansowej banku, którą potwierdziły duże straty na portfelu kredytowym w drugiej połowie roku. W konsekwencji bank podjął próbę zwiększenia funduszy własnych poprzez emisję akcji. Próba ta jednak, w obliczu m.in. znanych rynkowi niekorzystnych wyników finansowych, zakończyła się niepowodzeniem. Ponieważ uruchomienie procedury *resolution* wymagałoby umorzenia wierzytelności inwestorów detalicznych, włoskie władze chciały tego uniknąć i zabiegały o możliwość prewencyjnego zasilenia funduszy własnych banku. W ramach negocjacji z Komisją Europejską, która musiała zaakceptować takie działanie w trybie pomocy publicznej, w czerwcu 2017 r. ostatecznie podjęto decyzję o dokapitalizowaniu banku środkami publicznymi w wysokości 5,4 mld euro (Komisja Europejska 2017). Warunkiem zgody na udzielenie pomocy publicznej było jednak przypisanie strat akcjonariuszom (zgodnie z zasadami sformułowanymi w komunikacie bankowym) oraz konwersja na kapitał detalicznych obligacji podporządkowanych w wysokości 4,3 mld euro.

Restrukturyzacja banku MPS przeprowadzona została poza ramami reżimu *resolution* z uwagi na brak spełnienia przesłanki interesu publicznego, co pozwoliło na uniknięcie umorzenia obligatariuszy detalicznych. Co więcej, dla uniknięcia negatywnych skutków społeczno-politycznych związanych z konwersją podporządkowanych obligacji inwestorów detalicznych zdecydowano się na uchwalenie specjalnych przepisów krajowych, na podstawie których obligatariusze, którzy nabyli obligacje na skutek *missellingu* oraz których obligacje zostały przekonwertowane na akcje, uzyskali prawo do zamiany tych akcji na obligacje uprzywilejowane po cenie zakupu pierwotnych obligacji podporządkowanych – koszt tej operacji wyniósł około 2 mld euro i został sfinansowany również ze środków publicznych (Lo Schiavo 2019).

W czerwcu 2017 r. Europejski Bank Centralny, działając w funkcji nadzorczej, uznał, że banki Veneto Banca i Banca Popolare di Vicenza znalazły się na progu upadłości, a Jednolita Rada ds. Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji (ang. *Single Resolution Board*, SRB) stwierdziła, że w ich przypadku nie zachodzi przesłanka interesu publicznego dla uruchomienia procedury *resolution*. Tym samym zdecydowano, że wspomniane banki zostaną zlikwidowane w trybie zwykłego postępowania upadłościowego, któremu towarzyszyć będzie wsparcie publiczne w wysokości 5,2 mld euro oraz sprzedaż zdrowych aktywów banków do Banca Intesa Sanpaolo za nominalną kwotę 1 euro (Ministero dell’Economia... 2017). Włoskie władze zabiegały o odstąpienie od reżimu *resolution* również w przypadku tych dwóch banków, ponieważ jego zastosowanie pociągałoby za sobą konieczność przypisania strat uprzywilejowanym obligatariuszom detalicznym oraz posiadaczom depozytów w kwocie wyższej niż 100 tys. euro. Likwidacja w trybie przepisów krajowych umożliwiła bardziej elastyczne podejście i ochronę wierzytelności deponentów oraz inwestorów detalicznych.

W ocenie niektórych autorów scharakteryzowane przypadki restrukturyzacji włoskich banków stanowią przykłady nadmiernie twórczej interpretacji przepisów dyrektywy BRR i rozporządzenia SRM (ang. *Single Resolution Mechanism*

– Jednolity mechanizm restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji), w szczególności w zakresie przepisów o prewencyjnym zasileniu funduszy własnych w sytuacji, gdy nie występuje zagrożenie dla stabilności finansowej, i wskazują, że nadmierna dyskrecjonalność w tym zakresie może podważać wiarygodność procesu *resolution* (Philippon i Salord 2017).

Rekapitulując, należy podkreślić, że w 2017 r. włoskie władze stanęły w obliczu kumulacji trzech wyzwań – potrzeby uzdrowienia systemu bankowego, konieczności przestrzegania zharmonizowanych przepisów europejskich oraz utrzymania przychylności wyborców. Postępowanie włoskich władz w opisanych przypadkach, jakkolwiek dopuszczalne w świetle obowiązujących przepisów, zwróciło uwagę na nieodłączny aspekt polityczny wpisany w działania restrukturyzacyjne i utrudniający ich efektywne prowadzenie. W przypadku banku MPS przy konwersji wierzytelności inwestorów detalicznych zastosowano pewne działania osłonowe w postaci rekompensaty ze środków publicznych, ale nie uchroniło to władz przed negatywnymi skutkami wyborczymi – w grudniu 2016 r. propozycje rządowe nie uzyskały poparcia w referendum, a w 2018 r. rządząca dotychczas Partia Demokratyczna przegrała wybory parlamentarne. Jakkolwiek nie można uznać sposobu restrukturyzacji włoskich banków za jedyną przyczynę porażek wyborczych, to z całą pewnością nie można zignorować jego wpływu na negatywne nastroje społeczne. Wynikało to m.in. z okoliczności, że konwersja obligacji detalicznych miała skutek natychmiastowy, a osłonowa wypłata rekompensat była rozciągnięta w czasie.

Przykłady działań restrukturyzacyjnych podjętych we Włoszech uzasadniają oczekiwanie dużej nieprzewidywalności w prowadzeniu procesów sanacyjnych w przyszłości, co może już teraz osłabiać dyscyplinę rynkową, której wzmocnienie było jednym z fundamentalnych celów wdrożenia nowych ram *resolution*. Stosowanie dyskrecjonalnych wyłączeń dla wierzytelności detalicznych oraz wypłacanie rekompensat pozwala z jednej strony uniknąć negatywnych skutków społeczno-politycznych, ale równocześnie wspiera pokusę nadużycia, tj. tworzy zachęty dla inwestorów indywidualnych do inwestowania w bankowe papiery wartościowe w poczuciu, że ostatecznie ryzyko przejmie na siebie, tak jak przed wdrożeniem dyrektywy BRR, państwo.

Władze publiczne mogą w przyszłości unikać stosowania inwazyjnego mechanizmu *bail-in* w stosunku do wierzytelności inwestorów indywidualnych, zestawiając względy stabilności finansowej z ryzykiem politycznym. Problem ten, w kontekście wiarygodności ram prawnych procesu *resolution*, będzie się utrzymywał, dopóki udział zobowiązań wobec inwestorów detalicznych w pasywach banków istotnie się nie zmniejszy. Wskazywał na to m.in. Giuseppe Vegas, przewodniczący włoskiej Krajowej Komisji ds. Spółek i Giełdy, który stwierdził, że wprowadzenie mechanizmu *bail-in* ze skutkiem retroaktywnym okazało się problematyczne oraz wymaga zmian, w tym w szczególności w odniesieniu do odpowiedzialności niektórych wierzycieli, którzy powinni podlegać ochronie na zasadzie podobnej do deponentów (Ministero dell’Economia... 2017).

Zdając sobie sprawę z ograniczeń, jakie dla procesu *resolution* generuje duży udział inwestorów detalicznych w pasywach banków, niektóre kraje zaczęły wpro-



wadzać ograniczenia w oferowaniu takich instrumentów, m.in. poprzez wprowadzenie wysokiej minimalnej wartości nominalnej pojedynczego instrumentu jako warunku emisji. Problem ten zdecydowano się zaadresować także na poziomie nowelizacji dyrektywy BRR<sup>9</sup>, uwzględniając m.in. stanowisko EBA z 2018 r. i wprowadzając dodatkowe wymogi dotyczące sprzedaży instrumentów kwalifikowalnych inwestorom detalicznym. W przypadku oferowania takich instrumentów konieczne będzie przeprowadzenie oceny odpowiedniości zgodnie z dyrektywą MiFID2<sup>10</sup>, a nabywca będzie musiał dodatkowo spełnić dwa warunki – wartość inwestycji dla inwestora detalicznego nie może przekraczać 10% wartości jego portfela instrumentów finansowych, a kwota inwestycji wynosić musi co najmniej 10 tys. euro. Wydaje się, że działania te częściowo odnoszą skutki – w latach 2013–2019 udział inwestorów detalicznych w długu bankowym zmalał w skali całej UE z około 16% do 7%, niemniej w przypadku niektórych jurysdykcji pozostaje on wyraźnie wyższy i będzie nadal stanowił czynnik wpływający na możliwość efektywnego stosowania instrumentu *bail-in*.

Opisane w rozdziale przypadki restrukturyzacji włoskich banków ukazują wyraźnie, że struktura podmiotowa obligatariuszy może oddziaływać na wymiar polityczny prowadzenia działań sanacyjnych i osłabiać ich wiarygodność. Na ryzyko polityczne wpisane szerzej w architekturę regulacyjno-instytucjonalną systemu finansowego uwagę zwraca się także w literaturze przedmiotu (Danielsson 2019). Niezależnie od założeń teoretycznych i prawnego mandatu organów sieci bezpieczeństwa, nie można pomijać, że swoją legitymację wywodzą one z ośrodków politycznych, są przez te ośrodki autoryzowane i do pewnego stopnia kontrolowane.

### **3. Stosowanie instrumentu *bail-in* a kontekst stabilności finansowej – efekt zarażania**

Istotnym uwarunkowaniem praktycznego stosowania mechanizmu *bail-in* jest także możliwość wystąpienia efektu zarażania (ang. *contagion effect*) i negatywnych efektów zewnętrznych (ang. *spillovers*), które mogą generować ryzyko dla stabilności systemu finansowego. Efekt zarażania można definiować jako prawdopodobieństwo, że niestabilność wybranej instytucji (instrumentu, rynku, infrastruktury, segmentu systemu finansowego) rozprzestrzeni się na pozostałe części systemu finansowego (Smaga 2014).

W literaturze przedmiotu wskazuje się, że źródłem zarażania mogą być istniejące powiązania między bankami (ang. *interconnectedness*) oraz tzw. zachowania stadne wśród inwestorów (ang. *herd behaviour*) (Cabral i in. 2019). Efekt zarażania

---

<sup>9</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/879 z dnia 20 maja 2019 r. zmieniająca dyrektywę 2014/59/UE w odniesieniu do zdolności do pokrycia strat i dokapitalizowania instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz dyrektywę 98/26/WE (Dz.Urz. UE L 150/296 z 7.6.2019) (dyrektywa BRR2).

<sup>10</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.Urz. UE L 173/349 z 12.6.2014).



może być przenoszony, czyli rozprzestrzeniać się, kanałami bezpośrednim i pośrednim. Ten pierwszy tworzy się na skutek występowania bezpośrednich ekspozycji finansowych między instytucjami (wzajemne zobowiązania i należności). Drugi natomiast nie wymaga relacji kontraktowych między stronami, ale odnosi się do sytuacji, w której instytucje finansowe generują negatywne skutki zewnętrzne względem pozostałych uczestników rynku za pośrednictwem kanału cenowego (np. wyprzedaż aktywów danej kategorii po niskich cenach wywołuje negatywne skutki dla wszystkich podmiotów zaangażowanych w aktywa danej kategorii) oraz kanału informacyjnego (negatywne informacje i pogłoski mogą skłaniać inwestorów do podejmowania działań akomodacyjnych, np. poprzez zmniejszenie skali swojej ekspozycji względem instytucji mającej trudności finansowe) (Clerc i in. 2016). W przypadku wystąpienia napięć rynkowych może dojść do spadku wycen określonych kategorii aktywów sektora bankowego, co z kolei może zapoczątkować sekwencję reakcji rynkowych skutkujących powstaniem strat obniżających wycenę poszczególnych banków, a w skrajnej sytuacji całego systemu bankowego (Borsuk i Krzesicki 2020).

Wdrożenie dyrektywy BRR, ograniczającej możliwości wspierania banków ze środków publicznych i rozszerzającej instrumentarium działań restrukturyzacyjnych o mechanizm *bail-in*, powinno skutkować wzmocnieniem dyscypliny rynkowej jako mechanizmu kontroli ryzyka podejmowanego w działalności bankowej z uwagi na większą odpowiedzialność wierzycieli (ang. *skin in the game*) i ich wyższe potencjalne straty. Pomimo że jest to zjawisko co do zasady oczekiwane oraz pożądane, może równocześnie nieść ze sobą negatywne konsekwencje systemowe.

Uzasadniając dopuszczalność administracyjnej ingerencji w prawa wierzycieli banku ich większą skłonnością do ryzyka oraz profesjonalizmem powszechnie przypisywanym inwestorom instytucjonalnym, i tym samym akceptując ich szerszy zakres odpowiedzialności, nie można jednak lekceważyć szerszego kontekstu rynku finansowego funkcjonującego jak system naczyń połączonych. Instrument *bail-in* zakłada przynajmniej częściowe przypisanie nadzwyczajnych strat banku niektórym wierzycielom – w celu utrzymania wypłacalności banku i ochrony stabilności finansowej. Skuteczność tego mechanizmu w przywracaniu stabilności finansowej staje się jednak znacznie ograniczona, gdy wierzycielami banku są inne instytucje finansowe; w takiej sytuacji umorzenie długu będzie polegało *de facto* na przypisaniu strat innym uczestnikom rynku, co może wywoływać efekt zarażenia w całym systemie finansowym i tym samym pogłębić zjawiska kryzysowe na rynku. Jeżeli wartość wzajemnych ekspozycji między bankami jest wysoka, to utrata ich wartości na skutek przeprowadzenia *bail-in* może w sposób bezpośredni zagrozić sytuacji finansowej „zdrowych” banków (Hüser i in. 2017). Jeżeli banki nie posiadają istotnych ekspozycji na papiery dłużne podlegające umorzeniu albo konwersji, to negatywne i niepożądane skutki uboczne mogą przenosić się kanałem pośrednim (FSB 2019)<sup>11</sup>. Uwarunkowania stosowania mechanizmu *ba-*

---

<sup>11</sup> Zgodnie ze standardem TLAC (*total loss-absorbing capacity*) władze powinny poczynić działania zmierzające do ograniczenia ekspozycji na instrumenty emitowane przez banki, które mogą służyć innym bankom do spełnienia minimalnych wymogów TLAC.

*il-in* w tym aspekcie można oceniać na przykładzie działań restrukturyzacyjnych podejmowanych wobec banków w Portugalii i Hiszpanii.

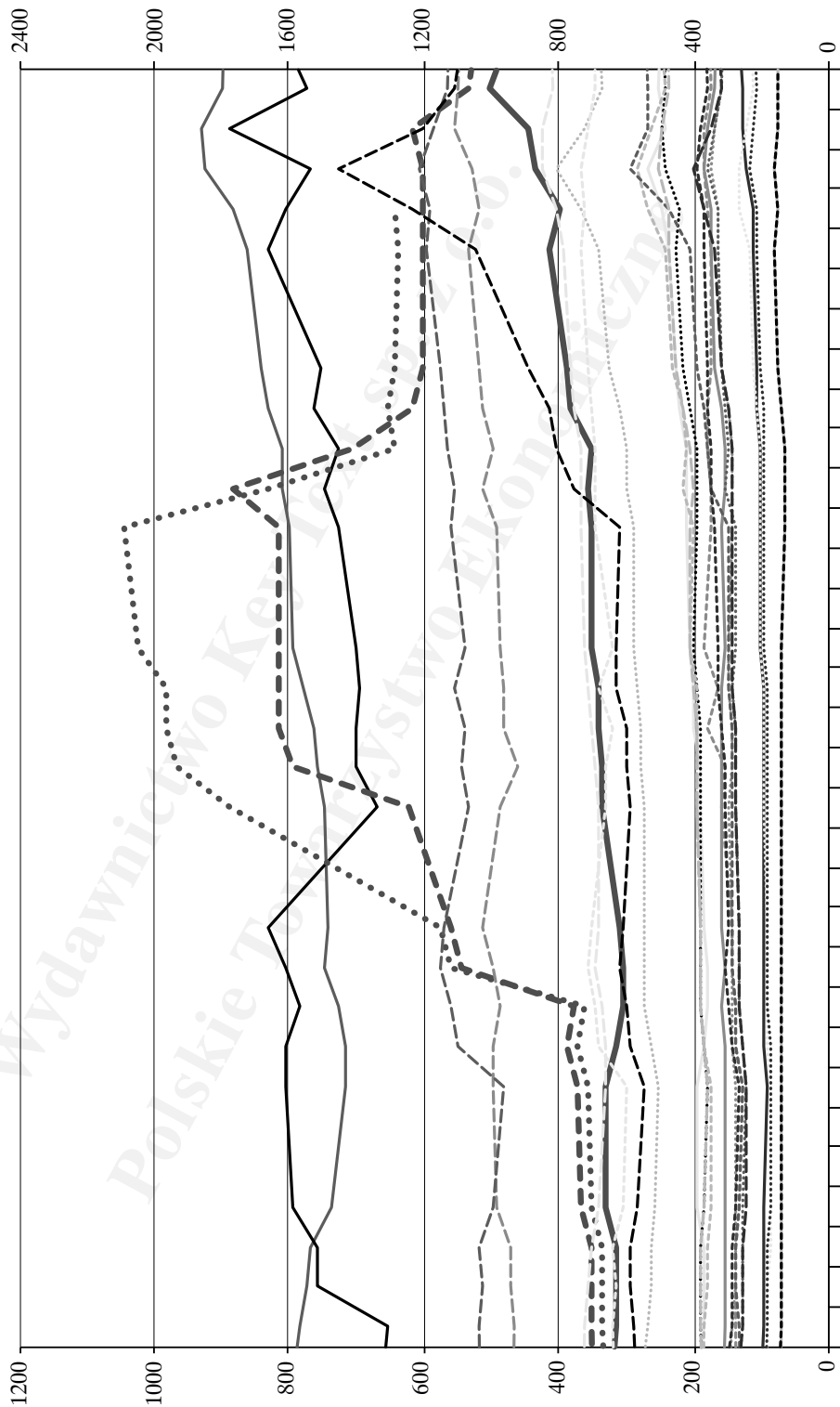
W grudniu 2015 r., czyli tuż przed wejściem w życie w UE mechanizmu *bail-in*, w Portugalii zdecydowano o umorzeniu zobowiązań banku Novo Banco wobec wierzycieli instytucjonalnych. Portugalski bank centralny umorzył zobowiązania podporządkowane o wartości 2 mld euro (całkowita suma zobowiązań podporządkowanych Novo Banco wynosiła 5,4 mld euro). Uzasadniając swoją decyzję, bank centralny wskazywał, że umorzenie tych zobowiązań było konieczne dla zwiększenia poziomu kapitałów Novo Banco i uniknięcia dodatkowych kosztów dla podatników.

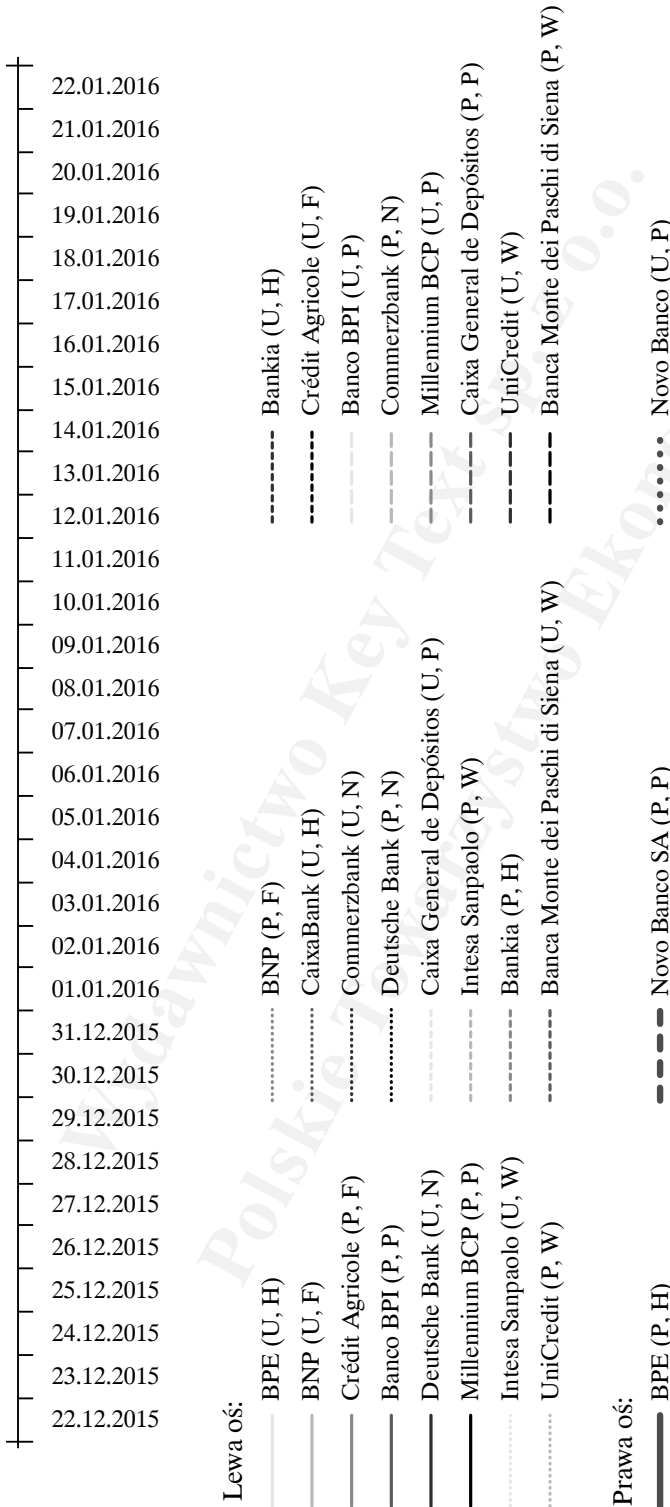
Działania podjęte wobec Novo Banco wywołały efekt zarażania i przyczyniły się do spadków wycen obligacji innych banków, w tym w innych państwach członkowskich (Hale 2016). Efekt ten objawił się również w postaci wzrostu cen instrumentów zabezpieczających ryzyko kredytowe emitentów tych obligacji (*credit default swaps*, CDS) – zob. rys. 2.

W okresie bezpośrednio przed i po umorzeniu obligacji Novo Banco doszło do wzrostu kwotowań kontraktów zabezpieczających ryzyko kredytowe obligacji wyemitowanych przez inne banki. W największym stopniu wzrosły kwotowania CDS obligacji podporządkowanych, ale wzrosty odnotowywano również w przypadku obligacji uprzywilejowanych. Inwestorzy reagowali m.in. na uznaniowy sposób przeprowadzenia restrukturyzacji, w tym w szczególności na zastosowanie mechanizmu *bail-in* tylko do wybranych zobowiązań spośród całej puli zobowiązań podporządkowanych należących do tej samej kategorii w ramach hierarchii roszczeń zdefiniowanej w prawie upadłościowym. Reakcje te były chaotyczne, ponieważ zastosowanie mechanizmu *bail-in* przez portugalski bank centralny nie dokonało się w reżimie dyrektywy BRR. Z jednej strony pozwoliło to bankowi centralnemu na większą elastyczność w prowadzeniu działań restrukturyzacyjnych (nie musiał przestrzegać zasad *pari passu* oraz NCWO), jednak z drugiej warunkowało większą nieprzewidywalność z perspektywy inwestorów. Działania portugalskiego banku centralnego zbiegły się dodatkowo w czasie z terminem wdrożenia dyrektywy BRR w styczniu 2016 r., w tym w szczególności jej przepisów regulujących odpowiedzialność wierzycieli w ramach prowadzenia działań *resolution*, co dodatkowo wzmacniało niepewność wśród inwestorów.

W czerwcu 2017 r. na skutek decyzji SRB w ramach procedury *resolution* zdecydowano o umorzeniu instrumentów AT1 i konwersji instrumentów T2 wyemitowanych przez hiszpański bank Banco Popular Espanol (BPE). Tym razem okoliczności były jednak inne niż w przypadku Novo Banco. Umorzeniu oraz konwersji podlegały jedynie instrumenty zaliczane do kapitałów własnych BPE, a zatem był to przykład zastosowania mechanizmu *write-down*, a nie *bail-in*. Niemniej zastosowanie mechanizmu *write-down* wobec BPE także wywołało przejściowo reakcje na rynku bankowych instrumentów dłużnych podporządkowanych i uprzywilejowanych (zob. rys. 3). Ograniczona skala wzrostu cen CDS na obligacje banków w innych krajach UE w porównaniu z restrukturyzacją Novo Banco mogła być uwarunkowana m.in. tym, że w przypadku BPE umorzenie i konwersję

Rysunek 2  
Kwotowania CDS na 5-letnie obligacje wybranych banków w okresie grudzień 2015 r. – styczeń 2016 r.

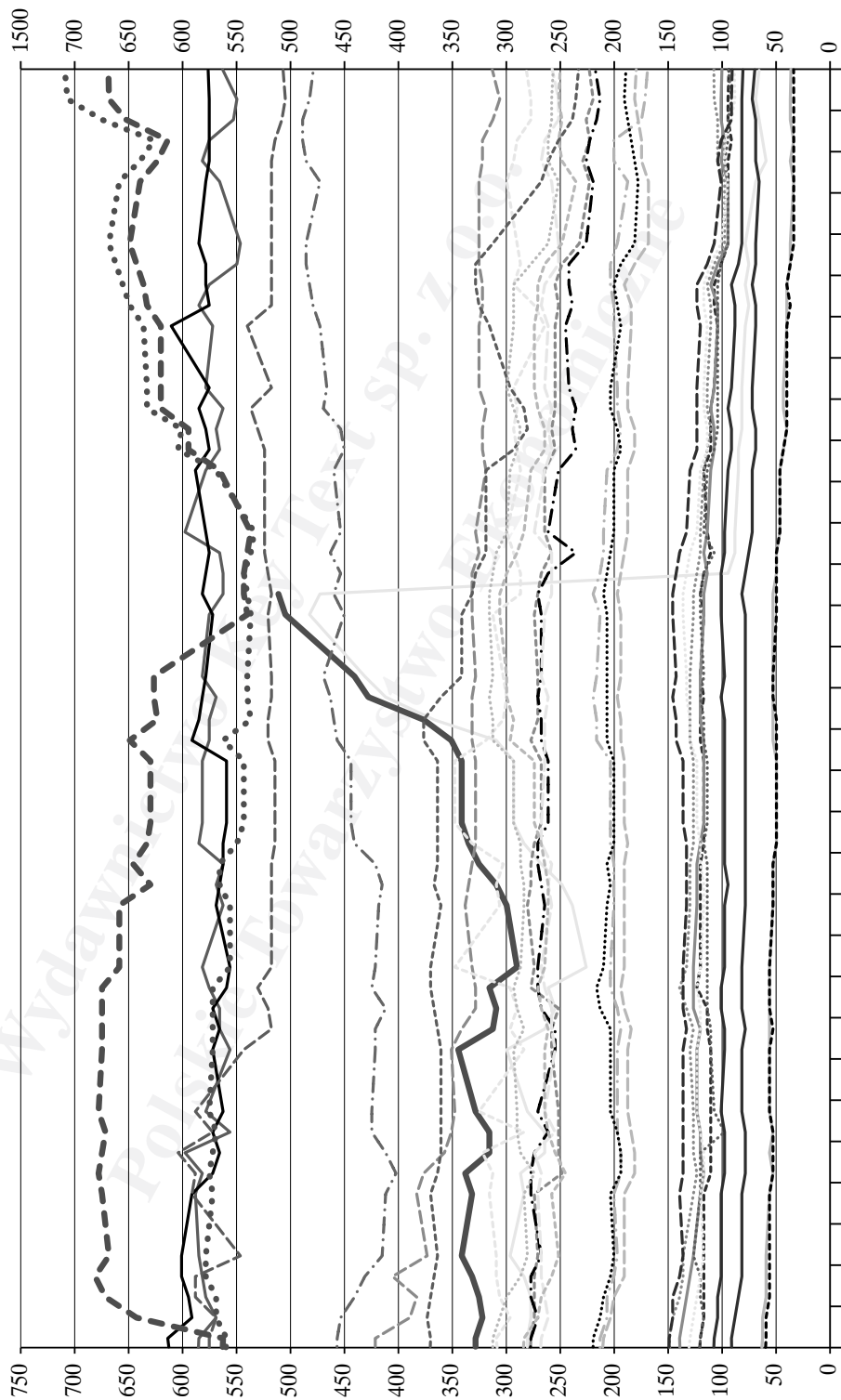




Uwagi: U – CDS na obligacje uprzywilejowane, P – CDS na obligacje podporządkowane, F – Francja, H – Hiszpania, N – Niemcy, P – Portugalia, W – Włochy.

Źródło: S&P Market Intelligence.

Rysunek 3  
Kwotowania CDS na 5-letnie obligacje wybranych banków w okresie maj – czerwiec 2017 r.







instrumentów dłużnych przeprowadzono według zharmonizowanych zasad określonych w dyrektywie BRR, w tym przede wszystkim nie naruszono zasady *pari passu* (tj. nie określono arbitralnie zakresu podmiotowego).

W celu empirycznej weryfikacji hipotezy o występowaniu efektu zarażania przeprowadzono analizę związków przyczynowych między kwotowaniami kontraktów CDS na 5-letnie obligacje podporządkowane wybranych banków w okresie trzech miesięcy przed i trzech miesięcy po podjęciu działań restrukturyzacyjnych wobec Novo Banco i BPE. Wybrany zakres czasowy uwzględnia rosnące napięcia na rynku instrumentów dłużnych w związku z niepewnością co do sytuacji finansowej analizowanych banków oraz co do wyboru strategii restrukturyzacji, jak również okres bezpośrednio po zakończeniu tych działań, w którym postrzeganie przez inwestorów ryzyka w odniesieniu do obligacji podporządkowanych wyemitowanych przez inne banki mogło podlegać zmianom.

Dokonano analizy wzajemnych relacji dynamicznych między dziennymi, logarytmicznymi stopami zwrotu kwotowań CDS Novo Banco i BPE na 5-letnie obligacje podporządkowane wyemitowane przez te banki a grupą benchmarkową składającą się z 13 banków, dla których dostępne były notowania kontraktów CDS. W tym celu został wykorzystany standardowy, liniowy test przyczynowości w sensie Grangera z zastosowaniem modeli VAR (ang. *vector autoregression model*). Według tej koncepcji zmienna  $X$  jest przyczyną zmiennej  $Y$ , jeżeli bieżące wartości  $Y$  można prognozować z większą dokładnością, wykorzystując przeszłe wartości  $X$ , niż bez nich, a więc gdy współczynniki przy opóźnionych zmiennych  $X$  są statystycznie istotne (Granger i Newbold 2014). W przypadku rozważanego zagadnienia badanie polegało na weryfikacji wpływu przeszłych danych dotyczących kwotowań CDS dla Novo Banco i BPE na bieżące i przyszłe notowania kontraktów CDS banków wchodzących do grupy referencyjnej. W ten sposób można zweryfikować występowanie rynkowego kanału zarażania, którego istnienie manifestowałoby się ponownym przeszacowaniem premii za ryzyko przez inwestorów, w związku ze zmianą postrzegania swojego zaangażowania w dłużne instrumenty finansowe mogące potencjalnie zostać umorzone albo przekonwertowane na kapitał w ramach mechanizmu *write-down* lub *bail-in*.

Wyniki badania empirycznego przedstawiono w tabeli 1. Liczby zamieszczone w tabeli oznaczają  $p$ -wartości otrzymane podczas testowania hipotezy zerowej mówiącej o braku przyczynowości w sensie Grangera. Pogrubioną czcionką zaznaczono przypadki, w których test wykazał istnienie przyczynowości w sensie Grangera na poziomie istotności wynoszącym 10%. W przypadku każdego rozpatrywanego modelu ustalono maksymalny rząd opóźnień na poziomie 6, po czym za pomocą kryteriów informacyjnych AIC (ang. *Akaike Information Criterion*) oraz BIC (ang. *Bayesian Information Criterion*) wybrano optymalny rząd opóźnień dla zmiennych w modelu<sup>12</sup>.

<sup>12</sup> Wcześniej stacjonarność szeregów czasowych zbadano z wykorzystaniem rozszerzonego testu Dickeya-Fullera z wyrazem wolnym i trendem. Na ich podstawie stwierdzono stacjonarność analizowanych szeregów czasowych.

**Tabela 1**  
**Wyniki testu liniowego Grangera dla par stóp zwrotu CDS na 5-letnie**  
**podporządkowane obligacje wybranych banków**

Hipoteza zerowa	Test Grangera	Hipoteza zerowa	Test Grangera
MONTE_DEI_PASCHI → BPE BPE → MONTE_DEI_PASCHI	0,1914 0,0074*	MONTE_DEI_PASCHI → NOVO_BANCO NOVO_BANCO → MONTE_DEI_PASCHI	0,4374 0,0297*
BANCO_BPI → BPE BPE → BANCO_BPI	0,3461 0,0036*	BANCO_BPI → NOVO_BANCO NOVO_BANCO → BANCO_BPI	0,9876 0,0439*
BANKIA → BPE BPE → BANKIA	0,9002 0,0141*	BANKIA → NOVO_BANCO NOVO_BANCO → BANKIA	0,7655 0,0043*
BNP → BPE BPE → BNP	0,3572 0,0381*	BNP → NOVO_BANCO NOVO_BANCO → BNP	0,5079 0,1413
CAIXABANK → BPE BPE → CAIXABANK	0,7733 0,0130*	CAIXABANK → NOVO_BANCO NOVO_BANCO → CAIXABANK	0,1949 0,9419
COMMERZBANK → BPE BPE → COMMERZBANK	0,8393 0,1507	COMMERZBANK → NOVO_BANCO NOVO_BANCO → COMMERZBANK	0,7477 0,0370*
DEUTSCHE_BANK → BPE BPE → DEUTSCHE_BANK	0,8697 0,1261	DEUTSCHE_BANK → NOVO_BANCO NOVO_BANCO → DEUTSCHE_BANK	0,9726 0,0405*
INTESA_SANPAOL → BPE BPE → INTESA_SANPAOLO	0,8017 0,6072	INTESA_SANPAOLO → NOVO_BANCO NOVO_BANCO → INTESA_SANPAOLO	0,1024 0,0616*
MILLENNIUM_BCP → BPE BPE → MILLENNIUM_BCP	0,4947 0,3010	MILLENNIUM_BCP → NOVO_BANCO NOVO_BANCO → MILLENNIUM_BCP	0,2779 0,0429*
NOVO_BANCO → BPE BPE → NOVO_BANCO	0,2115 0,3909	BPE → NOVO_BANCO NOVO_BANCO → BPE	0,1821 0,0035*
UNICREDIT → BPE BPE → UNICREDIT	0,9447 0,3916	UNICREDIT → NOVO_BANCO NOVO_BANCO → UNICREDIT	0,4876 0,0373*
CAIXA → BPE BPE → CAIXA	0,0308* 0,0704*	CAIXA → NOVO_BANCO NOVO_BANCO → CAIXA	0,5908 0,0576*
CR_DIT_AGRICOLE → BPE BPE → CR_DIT_AGRICOLE	0,5623 0,0923*	CR_DIT_AGRICOLE → NOVO_BANCO NOVO_BANCO → CR_DIT_AGRICOLE	0,4861 0,1526

Uwaga: Gwiazdką oraz pogrubioną czcionką zaznaczono przypadki, gdy hipoteza zerowa o braku przyczynowości zostaje odrzucona.

Źródło: obliczenia własne.

Wyniki uzyskane za pomocą modeli VAR dla Novo Banco wykazują występowanie przyczynowości w sensie Grangera dla niemal wszystkich analizowanych par banków (tabela 1, kolumna 3). Co więcej, testy wykazały istnienie przyczynowości w sensie Grangera wyłącznie w kierunku od Novo Banco do innych banków, nie dały zaś podstaw do stwierdzenia istnienia przyczynowości w przeciwnym kierunku

na poziomie 10%. Wyniki te są zgodne z przyjętą hipotezą zakładającą występowanie efektu zarażania, którego źródłem były podjęte działania restrukturyzacyjne wobec Novo Banco, kanałem rynkowym przekładające się na notowania kontraktów CDS innych banków. Do podobnych wniosków można dojść, przeprowadzając analogiczne testy przyczynowości między notowaniami kontraktów CDS BPE i pozostałymi bankami w próbie (tabela 1, kolumna 1). Należy jednak podkreślić, że w przypadku BPE wykazano tylko siedem przyczynowości liniowych w kierunku od BPE do innych banków i jedną w kierunku przeciwnym. Może to wynikać z faktu, że w przypadku BPE umorzono jedynie instrumenty dłużne zaliczane do kapitałów własnych (*write-down*) oraz że dokonano tego w ramach zharmonizowanej na poziomie europejskim procedury *resolution*. Instrumenty te posiadają najniższy stopień uprzywilejowania w hierarchii roszczeń wierzycieli, w związku z czym ich umorzenie nie wpłynęło na percepcję ryzyka w odniesieniu do tej klasy aktywów. Nie można również wykluczyć oddziaływania innych czynników rynkowych, których ze względu na specyfikę modelu nie uwzględniono w analizie.

Reasumując, przykłady zastosowania instrumentu *bail-in* w Portugalii oraz *write-down* w Hiszpanii – w kontekście reakcji wywoływanych na rynku instrumentów zabezpieczających ryzyko kredytowe bankowych instrumentów dłużnych – wskazują na możliwość występowania efektu zarażania poprzez kanał rynkowy. Wierzyciele banków w odpowiedzi na uruchomienie procesu *resolution* z wykorzystaniem mechanizmu *bail-in* w stosunku do innej instytucji kredytowej, z tej samej jurysdykcji lub podobnej pod względem modelu biznesowego, mogą próbować gwałtownie wycofać się z inwestycji albo zabezpieczać swoje pozycje poprzez krótką sprzedaż lub zakup ochrony kredytowej po coraz wyższej cenie. To z kolei może wywoływać spiralę negatywnych oczekiwań, spadek zaufania na rynku i w konsekwencji generować zagrożenie dla stabilności finansowej. Cecha rynków finansowych, jaką niewątpliwie są zachowania stadne w sytuacji występowania szoków rynkowych, uzasadnia oczekiwanie, że przy podejmowaniu decyzji o zastosowaniu instrumentu *bail-in* organy *resolution* będą musiały każdorazowo uwzględniać możliwość wystąpienia efektu zarażania i jego potencjalnie destabilizujących skutków (Avgouleas i Goodhart 2015).

Wejście w życie dyrektywy BCH<sup>13</sup> (ang. *Bank Creditor Hierarchy Directive*) i wprowadzenie dodatkowej warstwy zobowiązań absorbującej straty (tzw. podrzędny dług uprzywilejowany) powinno z czasem zmniejszyć prawdopodobieństwo umarzania lub konwersji zobowiązań wyemitowanych przed wdrożeniem europejskich ram prawnych *resolution*, a w konsekwencji ograniczać możliwość wystąpienia efektu zarażania na skutek przeszacowywania premii za ryzyko przez nabywców takich instrumentów. Proces budowania zdolności do absorpcji strat i rekapitalizacji, wymaganej przez przepisy ustawowe i oczekiwanej przez organy *resolution*, z wykorzystaniem podrzędnych obligacji uprzywilejowanych bę-

---

<sup>13</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2399 z dnia 12 grudnia 2017 r. zmieniająca dyrektywę 2014/59/UE w odniesieniu do stopnia uprzywilejowania niezabezpieczonych instrumentów dłużnych w hierarchii roszczeń w postępowaniu upadłościowym (Dz.Urz. UE L 345/96 z 27.12. 2017).

dzie jednak wymagał czasu. W okresie tym wierzyciele banków, szczególnie tych, w których po stronie pasywnej bilansu dominują depozyty osób prywatnych, nie będą w stanie z góry ocenić, w jakim stopniu ich wiarygodności zostałyby umorzone lub skonwertowane, co może wpływać na podwyższoną zmienność cen bankowych instrumentów dłużnych. W związku z powyższym w niektórych przypadkach perspektywa potencjalnych reakcji łańcuchowych na rynku bankowych instrumentów dłużnych będzie w dalszym ciągu ciężła na procesie decyzyjnym organów *resolution* i w konsekwencji może ograniczać skłonność do inicjowania procesu *resolution* i stosowania instrumentu *bail-in*.

## Podsumowanie

Mechanizm *bail-in*, ze względu m.in. na swój samodzielny potencjał restrukturyzacyjny, miał w zamyśle jego twórców stać się jednym z podstawowych instrumentów zarządzania kryzysowego. Instrument ten skonstruowany został jako narzędzie administracyjne, a jego powszechna skuteczność zapewniona została na poziomie ustawowym.

Na etapie stosowania dyrektywy BRR ujawniły się jednak pewne specyficzne wyzwania o charakterze polityczno-społecznym i w wymiarze stabilności finansowej, które mogą tłumaczyć dotychczasową niską skłonność organów publicznych do inicjowania procesów *resolution* i stosowania instrumentu *bail-in*.

We Włoszech zastosowanie mechanizmu *bail-in* w stosunku do zobowiązań podporządkowanych wywołało negatywne efekty społeczno-polityczne z uwagi na fakt, iż posiadaczami tych instrumentów byli w zdecydowanej większości inwestorzy detaliczni. To z kolei ukierunkowało późniejszą strategię sanacyjną włoskich władz, polegającą na restrukturyzacji banków poza reżimem *resolution*, w sposób umożliwiający większą ochronę wierzycieli detalicznych przy wykorzystaniu środków publicznych.

Na skłonność do stosowania mechanizmu *bail-in* wpływać może również możliwość wystąpienia tzw. efektu zarażania. Umorzenie zobowiązań portugalskiego Novo Banco wobec wierzycieli instytucjonalnych wywołało efekt paniki rynkowej, spadek cen bankowych instrumentów dłużnych banków oraz wzrost kwotowań instrumentów ochrony kredytowej w Portugalii oraz innych państwach członkowskich UE.

Dostrzegając praktyczne uwarunkowania prowadzenia postępowania *resolution*, ustawodawca unijny dokonał nowelizacji dyrektywy BRR, w ramach której m.in. wprowadzono dodatkowe ograniczenia w odniesieniu do emisji bankowych instrumentów dłużnych kierowanych do inwestorów detalicznych. Należy jednak podkreślić, że przeprowadzone zmiany prawne nie zaadresowały problemów wynikających z zastanego stanu rzeczy (ang. *legacy issues*), lecz jedynie dały możliwość usunięcia przeszkód dla efektywnego prowadzenia procesów *resolution* w bliżej nieokreślonej przyszłości.

Zbudowanie zdolności do absorpcji strat i rekapitalizacji z wykorzystaniem emisji podrzędnych zobowiązań uprzywilejowanych skierowanych do inwestorów

profesjonalnych oraz istotne zmniejszenia udziału wiarytelności wobec inwestorów detalicznych w pasywach niektórych banków będzie procesem rozłożonym w czasie. Szczególnie w tym okresie przejściowym, jak wykazała przeprowadzona przez autorów analiza, organy publiczne będą musiały nadal uwzględniać kontekst społeczno-polityczny i liczyć się z możliwością wystąpienia efektu zarażania, co może wpływać ograniczająco na skłonność do inicjowania postępowań *resolution* oraz podejmowania decyzji o umorzeniu albo konwersji zobowiązań banków.

## Bibliografia

- Avgouleas E., Goodhart C. (2015), *Critical Reflections on Bank Bail-ins*, „Journal of Financial Regulation” 1(1), s. 3–29.
- Bank of England (2008), *Financial stability and depositor protection: special resolution regime*, HM Treasury, Financial Supervision Authority.
- Borsuk M., Klupa K. (2017), *Ingerencja w prawa obligatariuszy banku w ramach postępowania restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (resolution)*, (w:) W. Rogowski (red.), *Regulacje finansowe: fintech – nowe instrumenty finansowe – resolution*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa, s. 144–164.
- Borsuk M., Klupa K. (2020), *Wyzwania prawne i strukturalne implementacji oraz stosowania przepisów dyrektywy BRR w zakresie instrumentu bail-in*, „Bezpieczny Bank” 4(81), s. 56–77.
- Borsuk M., Krzesicki O. (2020), *InSTA – integrated stress-testing approach at NBP. The past, present and future perspectives*, „NBP Working Paper” 325.
- Cabral I. i in. (2019), *Macroprudential policy at the ECB: Institutional framework, strategy, analytical tools and policies*, „Occasional Paper Series” 227, EBC.
- Calello P., Ervin W. (2010), *From bail-out to bail-in*, „The Economist”, Jan. 30th.
- Clerc L. i in. (2016), *Indirect contagion: the policy problem*, „Occasional Paper Series” 9, EBC.
- Danielsson J. (2019), *Financial Policy After the Crisis*, (w:) R.Z. Aliber, G. Zoega, (red.), *The 2008 Global Financial Crisis in Retrospect*, Palgrave Macmillan.
- de Larosièrre J. i in. (2009), *The High-level Group on Financial Supervision in the EU. Report*, Brussel.
- D’Sousa C., Orsi L., Gravelle T., Engert W. (2010), *Contingent Capital and Bail-in Debt: Tools for Bank Resolution*, „Financial System Review”, Bank of Canada, December, s. 51–56.
- EBA, ESMA (2018), *Statement of the EBA and ESMA on the treatment of retail holdings of debt financial instruments subject to the Bank Recovery and Resolution Directive*, Europejski Urząd Nadzoru Bankowego, Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, 30 maja.
- Ervin W. (2015), *The birth of bail-in*, „International Financial Law Review” 12.03.
- FSB (2014), *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, Financial Stability Board.
- FSB (2019), *Review of the Technical Implementation of the Total Loss-Absorbing Capacity (TLAC) Standard*, Financial Stability Board.
- Gracie A. (2012), *A practical process for implementing a bail-in resolution power. Speech given at the British Bankers’ Association*, Londyn, 17.09.



- Granger C., Newbold P. (2014), *Forecasting Economic Time Series* (2nd Edition), Academic Press, San Diego (California).
- Hüser A. i in. (2017), *The systemic implications of bail-in: a multi-layered network approach*, „Working Papers Series” 2010, EBC.
- Komisja Europejska (2013), *Discussion paper on the debt write-down tool – bail-in*, DG Internal Market.
- Lintner P. i in. (2017), *Understanding bank recovery and resolution in the EU: a guidebook to the BRRD (English)*, World Bank Group.
- Lo Schiavo G. (2019), *The European Banking Union and the Role of Law*, Edward Elgar, Cheltenham.
- MFW (2016), *Italy: 2016 Article IV Consultation. Press Release. Staff Report and Statement by the Executive Director for Italy*, „IMF Country Report” 16/222.
- Philippon T., Salord A. (2017), *Bail-ins and Bank Resolution in Europe. A Progress Report*, „Geneva Reports on the World Economy Special Report” 4, CEPR.
- Pruski J. (2014), *Ewolucja światowego systemu ochrony depozytów oraz systemu recovery i resolution*, IX Kongres Rzyzka Bankowego, 5 listopada.
- Restoy F. (2018), *Bail-in in the new bank resolution framework: is there an issue with the middle class? Speech at the IADI-ERC International Conference: “Resolution and deposit guarantee schemes in Europe: incomplete processes and uncertain outcomes”*, Naples, Italy, BIS 23.03.2018.
- Smaga P. (2014), *Istota ryzyka systemowego*, „Studia Ekonomiczne” 1(LXXX), s. 36–63.

#### **Źródła internetowe**

- AIB nationalised with €3.7bn injection of taxpayers' money* (2010), <http://www.independent.ie/business/irish/aib-nationalised-with-37bn-injection-of-taxpayers-money-26608967.html> (dostęp 9.05.2020).
- BBC (2015), *Italy bank rescue marred by suicide and lost savings*, <http://www.bbc.com/news/world-europe-35062239> (dostęp 9.05.2020).
- Comlay E., Stempel J. (2008), *WaMu is largest U.S. bank failure*, „Reuters”, September 25, <https://www.reuters.com/article/us-washingtonmutual-jpmorgannews1/wamu-is-largest-u-s-bank-failure-idUSTRE48P05120080926> (dostęp 9.05.2020).
- Dugua P.-Y. (2008), *Washington nationalise AIG, sans calmer les inquiétudes*, „Le Figaro” 18/09, <http://www.lefigaro.fr/societes/2008/09/18/04015-20080918ARTFIG00300-washington-nationalise-aig-sans-calmer-les-inquietudes-.php> (dostęp 9.05.2020).
- EBA (2016), *EU-wide stress test results*, <https://eba.europa.eu/eba-publishes-2016-eu-wide-stress-test-results> (dostęp 9.05.2020).
- Hale T. (2016), *European banks: New rules, old problems*, <https://www.ft.com/content/1ce6818a-f65e-11e5-803c-d27c7117d132>, „Financial Times” March 30 (dostęp 9.05.2020).
- Komisja Europejska (2015), *State aid: Commission approves resolution plans for four small Italian banks Banca Marche, Banca Etruria, Carife and Carichieti*, [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_15\\_6139](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_15_6139) (dostęp 9.05.2020).
- Komisja Europejska (2016), *The April infringements' package: key decisions*, [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO\\_16\\_1452](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_16_1452) (dostęp 9.05.2020).
- Komisja Europejska (2017), *State aid: Commission authorises precautionary recapitalisation of Italian bank Monte dei Paschi di Siena*, [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_17\\_1905](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_17_1905) (dostęp 9.05.2020).
- Ministero dell'Economia e delle Finanze (2017), *Bail-in rules must be changed as soon as possible, says Consob's Vegas*, <http://www.italy24.ilssole24ore.com/art/markets/2017-05-08/consob-115716.php?uuid=AEGLAEIB> (dostęp 9.05.2020).



Ministero dell'Economia e delle Finanze (2017a), *The liquidation of Banca Pop. di Vicenza and Veneto Banca*, [http://www.mef.gov.it/inevidenza/documenti/Liquidation\\_of\\_banks\\_in\\_Veneto.pdf](http://www.mef.gov.it/inevidenza/documenti/Liquidation_of_banks_in_Veneto.pdf) (dostęp 9.05.2020).

Quinn J. (2008) *Lehman Brothers files for bankruptcy as credit crisis bites* (2008), <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/4676621/Lehman-Brothers-files-for-bankruptcy-as-credit-crisis-bites.html>, *The Telegraph*” (dostęp 9.05.2020).

### **Akty prawne**

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE z dnia 15 maja 2014 r. ustanawiająca ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (Dz.Urz. UE L 173/190 z 12.6.2014).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.Urz. UE L 173/349 z 12.6.2014).

Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2016/860 z dnia 4 lutego 2016 r. określające w bardziej szczegółowy sposób okoliczności, w których konieczne jest wyłączenie z zakresu uprawnień do umorzenia lub konwersji na podstawie art. 44 ust. 3 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/59/UE ustanawiającej ramy na potrzeby prowadzenia działań naprawczych oraz restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w odniesieniu do instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (Dz.Urz. UE L 144/11 z 1.6.2016).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/2399 z dnia 12 grudnia 2017 r. zmieniająca dyrektywę 2014/59/UE w odniesieniu do stopnia uprzywilejowania niezabezpieczonych instrumentów dłużnych w hierarchii roszczeń w postępowaniu upadłościowym (Dz.Urz. UE L 345/96 z 27.12.2017).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/879 z dnia 20 maja 2019 r. zmieniająca dyrektywę 2014/59/UE w odniesieniu do zdolności do pokrycia strat i dokapitalizowania instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych oraz dyrektywę 98/26/WE (Dz.Urz. UE L 150/296 z 7.6.2019).

*Komunikat Komisji w sprawie stosowania od dnia 1 sierpnia 2013 r. reguł pomocy państwa w odniesieniu do środków wsparcia na rzecz banków w kontekście kryzysu finansowego („komunikat bankowy”)* (Dz.Urz. UE C 216/1 z 30.7.2013).

*Konstytucja Republiki Włoskiej z dnia 27 grudnia 1947 r.*, Z. Witkowski (tłum.), [http://biblioteka.sejm.gov.pl/wp-content/uploads/2016/11/Wlochy\\_pol\\_010711.pdf](http://biblioteka.sejm.gov.pl/wp-content/uploads/2016/11/Wlochy_pol_010711.pdf) (dostęp 26.05.2021).

## **WYBRANE UWARUNKOWANIA STOSOWANIA INSTRUMENTU UMORZENIA LUB KONWERSJI DŁUGU (*BAIL-IN*)**

### **Streszczenie**

Po globalnym kryzysie finansowym dokonano gruntownej reformy ram prawnych działalności bankowej, której celem była bardziej efektywna ochrona stabilności systemu finansowego. Nowe rozwiązania zdefiniowano m.in. w ramach procesu naprawy oraz re-

strukturyzacji i uporządkowanej likwidacji (ang. *recovery and resolution*). Spośród wielu nowych uprawnień organów publicznych tym najdalej idącym jest możliwość umorzenia lub konwersji instrumentów dłużnych (ang. *bail-in*) w sytuacji, gdy bank znajdzie się na progu upadłości lub będzie zagrożony upadłością. Mechanizm *bail-in* ze względu na swój samodzielny potencjał restrukturyzacyjny miał w zamyśle jego twórców stać się jednym z podstawowych instrumentów zarządzania kryzysowego. Z czasem ujawniły się jednak specyficzne wyzwania o charakterze polityczno-społecznym i w wymiarze stabilności finansowej, które mogą tłumaczyć dotychczasową niską skłonność organów publicznych do stosowania instrumentu *bail-in*. W artykule podjęto próbę zweryfikowania występowania specyficznych czynników wpływających na dotychczasową niską skłonność do stosowania mechanizmu *bail-in*. W pierwszej kolejności opisano uwarunkowania polityczno-społeczne, których oddziaływanie objawia się przede wszystkim ze względu na istotny zakres dyskrecjonalności przyznanej organom publicznym w ramach procesu *resolution*. Mając na uwadze, że administracyjne umorzenie instrumentów dłużnych lub kapitałowych może wpływać na zachowania uczestników rynków finansowych, analizie poddano również występowanie efektu zarażania poprzez kanał rynkowy, ponieważ ewentualność wystąpienia napięć na rynku finansowym może również oddziaływać na proces decyzyjny właściwych organów.

**Słowa kluczowe:** stabilność finansowa, restrukturyzacja, uporządkowana likwidacja, regulacje bankowe, *bail-in*, umorzenie, konwersja

**JEL:** G01, G18, G21, C63

## SELECTED CIRCUMSTANCES OF APPLICATION OF THE BAIL-IN INSTRUMENT

### Summary

After the global financial crisis, with an aim to more effectively protect the stability of the financial system, a thorough reform of the banking legal framework has been introduced. New instruments have been defined within the recovery and resolution process. Among the many new powers of public authorities, the most far-reaching is the possibility of annulment or conversion of debt instruments (*bail-in*) when the bank is threatened with bankruptcy. The *bail-in* mechanism was expected to become one of the basic instruments of crisis management. Over time, however, specific political, social and financial stability challenges have emerged, which may explain the low propensity of public authorities to deploy this instrument. The article attempts to verify the existence of these specific factors affecting low propensity to use the *bail-in* mechanism. First, political and social conditions were analysed, the impact of which is manifested primarily due to the significant extent of discretion granted to public authorities within the framework of the resolution process. Since administrative writing-off of debt or equity instruments may affect the behavior of financial market participants, the occurrence of the contagion effect through the market channel has also been examined.

**Keywords:** financial stability, recovery, resolution, banking regulations, *bail-in*, conversion

**JEL:** G01, G18, G21, C63

## НЕКОТОРЫЕ УСЛОВИЯ ПРИМЕНЕНИЯ ИНСТРУМЕНТА АННУЛЯЦИИ ИЛИ КОНВЕРСИИ ДОЛГА (*BAIL-IN*)

### Резюме

После глобального финансового кризиса была проведена основательная реформа правовых рамок банковской деятельности, цель которой состояла в более эффективной защите стабильности финансовой системы. Новые решения были сформулированы, в частности, в рамках процесса совершенствования, реструктуризации и упорядоченной ликвидации. Среди многочисленных новых полномочий публичных органов следует отметить возможность аннулирования или конверсии долговых инструментов (*bail-in*) в ситуации, когда банку угрожает банкротство. Этот механизм должен был стать одним из основных инструментов кризисного управления. Со временем, однако, выявились специфические вызовы политико-социального характера, касающиеся финансовой стабильности, которые позволяют объяснить низкую склонность публичных органов применять этот инструмент. Авторы статьи пытаются проверить наличие специфически факторов, влияющих на низкую склонность к применению механизма аннулирования или конверсии долга. В статье прежде всего описываются политико-социальные обусловленности, появляющиеся ввиду наличия требований к публичным органам проявлять большую осмотрительность при подобных действиях. Административная аннуляция долговых или фондовых инструментов может влиять на поведение участников финансовых рынков, поэтому был проведен также анализ возможности эффекта заражения через рыночный канал.

**Ключевые слова:** финансовая стабильность, реструктуризация, упорядоченная ликвидация, банковское регулирование, *bail-in*, аннулирование, конверсия

**JEL:** G01, G18, G21, C63