

Sylwia Frydrych*
ORCID: 0000-0002-1215-4950
sylwia.frydrych@sgh.waw.pl

Emisja obligacji podporządkowanych przez polski sektor bankowy w latach 2010–2019

Streszczenie

Celem artykułu jest przybliżenie tematyki emisji długu podporządkowanego przez polski sektor bankowy. Materiałem badawczym w niniejszym artykule są dane zawarte w bazie informacyjnej cbonds. W procesie badawczym wykorzystano metodę obserwacji, analizę danych źródłowych oraz metodę dedukcji. Przeprowadzona analiza wykazała, że wzrost zainteresowania sektora bankowego emisją obligacji podporządkowanych w latach 2010–2019 wynikał z obowiązku wypełniania wymogów kapitałowych. W artykule wykazano także powiązanie pomiędzy wysokością średniej marży ponad WIBOR6M kuponu a średnim okresem emisji obligacji podporządkowanych.

Słowa kluczowe: obligacje podporządkowane, dług podporządkowany, polski sektor bankowy.

JEL: G20, G21, G23

Issue of Subordinated Bonds by the Polish Banking Sector in 2010–2019

Abstract

The aim of the article is to present the subject of the issue of subordinated debt by the Polish banking sector. The research material in this article is the data contained in the cbond database. The method of observation, source data analysis and the method of deduction were used in the research process. The conducted analysis showed that the increased interest of the banking sector in the issue of subordinated bonds in 2010–2019 resulted from the obligation to meet capital requirements. The article also shows the relationship between the average margin above the WIBOR6M coupon and the average issuance period of the subordinated bonds.

Keywords: subordinated bonds, subordinated debt, Polish banking sector.

* Sylwia Frydrych – Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Kolegium Zarządzania i Finansów, Instytut Ryzyka i Rynków Finansowych.

Wstęp

Pomimo iż możliwość emisji obligacji podporządkowanych przez podmioty prawne została wprowadzona do polskiego ustawodawstwa w 2015 r. (Ustawa o obligacjach), to instrumenty te były emitowane przez podmioty bankowe już we wcześniejszych latach.

Istotną zaletą podporządkowanych instrumentów dłużnych jest możliwość zaliczenia przez emitenta środków z emisji do funduszy uzupełniających oraz, po uzyskaniu zgody Komisji Nadzoru Finansowego, do funduszy własnych. Rozwiązanie to jest atrakcyjne dla emitenta, gdyż emisja obligacji podporządkowanych umożliwia podwyższenie kapitałów własnych bez zmiany struktury akcjonariatu.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie rynku obligacji podporządkowanych w Polsce w latach 2010–2019 wobec możliwości zakwalifikowania długu podporządkowanego do funduszy własnych. Rozważania dotyczą tylko rynku obligacji bankowych, w tym również sektora bankowości spółdzielczej. Dane pochodzą z bazy cbonds.pl.

W pierwszej części tekstu został przedstawiony przegląd literatury tematu ze szczególnym uwzględnieniem roli długu podporządkowanego w bilansie banku. W części empirycznej przeprowadzono analizę rynku obligacji podporządkowanych w Polsce według lat emisji, kwoty nominalnej oraz rodzaju oprocentowania. Artykuł wieńczy wnioski dotyczące obligacji podporządkowanych sektora bankowego w Polsce.

1. Dług podporządkowany w bilansie banku

Źródła finansowania działalności podmiotów bankowych przedstawia bilans, który jest obowiązkowym elementem sprawozdania finansowego. Podobnie jak w przedsiębiorstwach, bilans banku uwzględnia składniki majątku oraz źródła ich finansowania. Jednakże odmienny rodzaj działalności determinuje inne elementy bilansu. Aktywa zawierają pozycje, które generują przychody, jak: kredyty, papiery wartościowe i lokaty międzybankowe, oraz tzw. aktywa „niepracujące”, jak: gotówka w kasie, środki trwałe oraz pozostałe aktywa. Natomiast pasywa banku obejmują kapitały własne i kapitały obce¹. Do kapitałów własnych zalicza się: kapitał zakładowy, kapitał zapasowy, kapitały rezerwowe, niepodzielony zysk z lat ubiegłych i zysk z bieżącej działalności. Ponadto wartość pasywów w banku zwiększają utworzone rezerwy celowe².

Na podstawie art. 126 Prawa bankowego banki są zobowiązane do posiadania funduszy własnych na poziomie dostosowanym do rozmiaru prowadzonej dzia-

¹ Z. Dobosiewicz, *Bankowość*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2011, s. 100.

² U. Banaszczyk-Soroka (red.), *Rynki finansowe. Organizacja, uczestnicy, instytucje*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014, s. 57–58.

łałości³. Wynika to z Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych (*Capital Requirements Regulation, CRR*).

Według art. 128 Prawa bankowego banki powinny respektować przepisy dyrektywy 575/2013, posiadając kapitał własny będący sumą wielkości kapitału podstawowego Tier I (*Common Equity Tier I* – w skrócie CET1), kapitału dodatkowego Tier I (*Additional Tier I* – w skrócie AT1), oraz kapitału uzupełniającego Tier II. Kapitał podstawowy Tier I zawiera kapitał zakładowy, kapitał zapasowy i kapitały rezerwowe oraz zysk zatrzymany i rezerwy na ogólne ryzyko bankowe. Natomiast kapitał dodatkowy Tier I zawiera pozostałe pozycje, m.in. instrumenty kapitałowe niezaliczone do kapitału podstawowego Tier I. Kapitał Tier II obejmuje pożyczki podporządkowane oraz instrumenty kapitałowe, które nie wchodzą w skład kapitału dodatkowego Tier I⁴. Celem funduszy własnych uzupełniających, w kwocie nieprzewyższającej funduszy podstawowych banku, jest umocnienie kapitałów własnych o charakterze podstawowym. Stanowi je kapitał z aktualizacji wyceny rzeczowych składników majątku trwałego, zobowiązania podporządkowane, jak również zobowiązania z tytułu papierów wartościowych.

Zadaniem kapitału Tier I jest pokrywanie strat w warunkach wypłacalności banku, co pozwala na kontynuację działalności i zapewnienie płynności finansowej. Natomiast kapitał Tier II umożliwia rekompensowanie strat w sytuacji utraty wypłacalności banku: spłata deponentów oraz wierzycieli uprzywilejowanych.

Rozporządzenie CRR zobowiązuje banki do dysponowania ilością kapitału, która umożliwi im pokrycie nieoczekiwanych strat oraz utrzymanie wypłacalność w sytuacji wystąpienia kryzysu. Ponadto wymagana ilość kapitału jest uzależniona od stopnia ryzyka aktywów danej instytucji. Warunek dotyczący funduszy własnych jest wyrażony za pomocą odsetka aktywów ważonych ryzykiem. Oznacza to, iż aktywa bezpieczniejsze wymagają mniej kapitału, natomiast więcej aktywa ryzykowne.

Wprowadzone do prawodawstwa krajów członkowskich postanowienia dyrektywy CRD IV (*Capital Requirements Directive IV*)⁵ określają możliwość zaliczania do uzupełniającego kapitału własnego banku pożyczek podporządkowanych. Regulacje Basel III⁶ wskazują, że pożyczki podporządkowane zaliczane są do kapitału regulacyjnego kategorii Tier II, pod warunkiem spełnienia warunków, m.in. pierwotny okres zapadalności pożyczek podporządkowanych wynosi przynajmniej 5 lat.

³ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz.U. z 2019 r. poz. 2357, z 2020 r. poz. 284, 288, 321, 1086).

⁴ E. Radziszewski, *Bank jako instytucja zaufania publicznego. Gwarancje prawne i instytucjonalne*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2013, s. 25.

⁵ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi (Dz. Urz. UE L 176/336).

⁶ Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego, Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, grudzień 2010, <https://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf> (dostęp: 20.03.2020).

Emisja długu podporządkowanego jest powiązana z mechanizmem dyscypliny rynkowej, który polega na dokonywaniu przez inwestorów oceny kondycji instytucji finansowej i przekazywaniu na rynek odpowiednich sygnałów⁷. W ten sposób inwestorzy mają wpływ na działania instytucji finansowych, które są emitentami *subordinated bonds*⁸. W literaturze przedmiotu istnieje także teoria, według której emisja długu podporządkowanego przyczynia się do dbania przez emitenta o własną reputację oraz wzrost poziomu zaufania publicznego do całego sektora bankowego⁹. Pozytywną relację pomiędzy długiem podporządkowanym a dyscypliną rynkową podkreślał także J. Svec¹⁰. Pojawiają się również publikacje świadczące o braku dowodów dotyczących dyscypliny rynkowej długu podporządkowanego¹¹. Götz i Tröger wskazali nawet na ujemną korelację między kapitałem bankowym a finansowaniem dłużnym podporządkowanym¹². Analiza ryzyka związanego z *subordinated debts* stanowiła również przedmiot badań Covitza¹³, który zwrócił uwagę, że bardziej ryzykowne banki są mniej zainteresowane emisją długu podporządkowanego ponieważ wymusiłoby to większą dyscyplinę rynkową oraz ograniczanie ryzyka. Sironi¹⁴ natomiast podkreślił, że wymaganie od banków minimalnej kwoty emisji emitowanego długu prawdopodobnie wzmocniłoby dyscyplinę rynkową banków. Natomiast Jagtiani i in.¹⁵ wskazali na wzrost kosztu długu podporządkowanego w stosunku do papierów skarbowych proporcjonalnie do wzrostu ryzyka instytucji finansowej.

2. Charakterystyka długu podporządkowanego w polskim ustawodawstwie

Wprowadzenie konstrukcji obligacji podporządkowanej do prawa polskiego wynika z art. 22 ustawy o obligacjach: „Emitent w warunkach emisji może postanowić, że wiarytelności wynikające z emitowanych przez niego obligacji, jeżeli nie zosta-

⁷ K. Jackowicz, *Dyscyplina rynkowa w bankowości – rodzaje i możliwości zastosowania*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2004, s. 15–28.

⁸ M. J. Flannery, *The Face of „Market Discipline”*, „Journal of Financial Services Research” 2001, Nr 20: 2/3, s. 109–110.

⁹ T.J. Dąbrowski, *Finansjeryzacja jako systemowy czynnik erozji reputacji banków*, [w:] *Finansjeryzacja gospodarki i jej wpływ na przedsiębiorstwa*, A. Fierla (red.), Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2017, s. 203–210.

¹⁰ J. Svec, *The effects of issuing Subordinated Debt on the Banking Industry*, Stanford University, Stanford 2003, s. 13.

¹¹ G. Gorton, A. Santomero, *Market Discipline and Bank Subordinated Debt*, „Journal of Money, Credit and Banking” 1990, 22, s. 119–128.

¹² M.R. Götz, T.H. Tröger, *Should the marketing of subordinated debt be restricted/different in one way or the other? What to do in the case of mis-selling?*, „White Paper Series” 2016, s. 35.

¹³ D.M. Covitz, D. Hancock, M.L. Kwast, *A reconsideration of the risk sensitivity of US banking organization subordinated debt spreads: A sample selection approach*, Federal Reserve Bank of New York, „Economic Policy Review” 2004, Vol. 10, No. 2.

¹⁴ A. Sironi, *Testing for market discipline in the European banking industry: evidence from subordinated debt issues*, „Journal of Money, Credit and Banking” 2003, s. 443–472.

¹⁵ J. Jagtiani, G. Kaufman, C. Lemieux, *The effect of credit risk on bank and bank holding company bond yields: evidence from the Post-FDICIA period*, „Journal of Financial Research” 2002, 25(4), s. 559–575.

ły zabezpieczone, w przypadku upadłości lub likwidacji, będą zaspokojone po zaspokojeniu wszystkich innych wierzytelności przysługujących wierzycielom wobec tego emitenta”¹⁶. Zmiany w ustawodawstwie wynikały z konieczności dostosowania polskich regulacji do standardów europejskich.

Obligacje podporządkowane (*subordinated bonds*) to niezabezpieczone papiery dłużne, z których zobowiązania w przypadku upadłości lub likwidacji emitenta podlegają zaspokojeniu po spłacie w całości zadłużenia senioralnego¹⁷. Brak zabezpieczenia długu podporządkowanego jest utożsamiany z wyższym ryzykiem zwrotu zainwestowanego kapitału¹⁸. Jednak ustawodawca nie pomija odpowiedzialności emitenta w zaspokojeniu roszczeń obligatariuszy¹⁹. Do 2015 r. *subordinated bonds* w Polsce były emitowane tylko przez banki. Wprowadzenie nowych regulacji umożliwia emisję tych instrumentów także przez przedsiębiorstwa. Banki mogą zaliczać dług podporządkowany do kapitałów własnych, za zgodą Komisji Nadzoru Finansowego, przyczyniając się do wypełnienia wymogów dotyczących adekwatności kapitałowej. Banki polskie emitowały podporządkowane papiery dłużne już przed nowelizacją Ustawy o obligacjach, komunikując w dokumencie emisyjnym, że środki pochodzące z emisji papierów dłużnych będą zaliczone do funduszy uzupełniających banku zgodnie z przepisami art. 127 ust. 3 pkt 2 ustawy Prawo bankowe²⁰.

Konstrukcja podporządkowanych papierów dłużnych umożliwia emitentowi przedłużenie, zawieszenie wypłat kuponu lecz nie dłużej niż do okresu wykupu obligacji. Emisja *subordinated bonds* nie wyklucza odpowiedzialności emitenta. Jednak w przypadku upadłości lub likwidacji podmiotu emitującego obligacje dochodzenie roszczeń odbywa się według zasad ogólnych z zachowaniem kolejności wynikającej z warunków emisji. Ograniczenie możliwości zaspokojenia roszczeń obligatariuszy wpływa na wzrost poziomu ryzyka w przypadku upadłości emitenta. Wówczas obligatariusze mają pierwszeństwo spłaty tylko przed inwestorami, którzy posiadają instrumenty udziałowe. Dlatego też cechą charakterystyczną tego rodzaju długu jest podporządkowanie wynikających z niego roszczeń²¹. Ideą tego rodzaju instrumentów finansowych jest wykluczenie istnienia innych zabezpieczeń. Wyższe ryzyko związane z inwestowaniem w ten rodzaj papierów dłużnych jest rekompensowane wyższą premią w postaci oprocentowania, porównując do zbliżonych obligacji senioralnych²². Konieczność oferowania przez emitentów wyższej premii za ponoszone przez inwestorów ryzyko wynika z prawdopodobieństwa niewypła-

¹⁶ Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach (Dz.U. 2015, poz. 238 ze zm.).

¹⁷ A. Resti, *Should the Marketing of Subordinated Debt Be Restricted/Different in One Way or the Other? What to do in the case of mis-selling?* Economic Governance Support Unit, European Union 2016, s. 7.

¹⁸ M. Choudhry, *Corporate Bonds and Structured Financial Products*, Elsevier Butterworth-Heinemann, Oxford–Burlington 2004, s. 134.

¹⁹ J. Czekaj, *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2017, s. 265.

²⁰ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz.U. 2015, poz. 128 ze zm.).

²¹ D. Grimsey, M. Lewis, *The Economics of Public Private Partnerships*, Edward Elgar, Cheltenham 2005, s. 268.

²² P. Nevitt, F. Fabozzi, *Equipment Leasing*, John Wiley & Sons, Hoboken 2000, s. 149.

calności emitenta oraz pierwszeństwo spłaty długu senioralnego. Ponadto oferowanie obligacji podporządkowanych klientom detalicznym jest uregulowane przez Dyrektywę MiFID²³, która stawia bankom i firmom inwestycyjnym wymogi dotyczące informacji dla klientów.

Pomimo że inwestowanie w obligacje podporządkowane wiąże się z większym ryzykiem niż w obligacje uprzywilejowane, to mają one kilka pożądanych cech zarówno przez emitentów, jak również przez inwestorów. Instrumenty te zapewniają inwestorom połączenie, pod względem ryzyka i stopy zwrotu, akcji oraz zwykłych papierów dłużnych. Umożliwia to uzyskanie wyższego oprocentowania niż oferowane dla posiadaczy zwykłych obligacji, przy zachowaniu niższego poziomu ryzyka niż występujące przy inwestowaniu w instrumenty udziałowe. Natomiast emitentom obligacje podporządkowane umożliwiają dywersyfikację źródeł kapitału, gdyż są mniej zależne od rynku akcji, oraz dostęp do szerszego grona potencjalnych inwestorów²⁴.

Emitowanie obligacji podporządkowanych pozwala instytucjom finansowym na osiągnięcie podobnych korzyści jak emisja akcji (poprawa wskaźników kapitałowych), przy uniknięciu niektórych negatywnych następstw zwiększenia liczby wartościowych papierów udziałowych. Przede wszystkim emisja obligacji podporządkowanych nie powoduje rozwodnienia akcjonariatu, co jest niepożądane przez obecnych akcjonariuszy. Ważnym argumentem działającym na korzyść obligacji podporządkowanych w porównaniu do akcji jest mniej skomplikowana procedura przeprowadzenia emisji. Podwyższenie kapitału w ramach kolejnej emisji akcji wymaga uchwały Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy, a zmiany struktury akcjonariatu wymagają też zgody Komisji Nadzoru Finansowego. Proces emisji akcji często jest więc dłuższy i bardziej skomplikowany niż obligacji podporządkowanych. Ponadto dywersyfikacja źródeł finansowania korzystnie wpływa na stabilność operacyjną instytucji finansowej i jej postrzeganie przez uczestników rynku.

Należy dodać, że większość dłużnych papierów podporządkowanych emitowanych przez instytucje w ramach oferty publicznej notowana jest na rynku zorganizowanym. Dlatego też funkcjonowanie rynku wtórnego obligacji podporządkowanych oraz ich płynność może być rozpatrywana w kategoriach korzyści dla obligatariuszy.

W warunkach emisji obligacji podporządkowanych mogą znajdować się zapisy uprawniające emitenta do ich wcześniejszego wykupu, ale nie powinny zawierać zachęt do korzystania z tych praw. Zastrzeżenie to nie odnosi się do przypadków ich wymagalności przewidzianych w ustawie o obligacjach.

²³ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2004/39/WE z dnia 21 kwietnia 2004 roku (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0039&from=pl> (dostęp: 20.03.2020).

²⁴ D. Evanoff, L. Wall, *Reforming Bank Capital Regulation: Using Subordinated Debt to Enhance Market and Supervisory Discipline*, „Contemporary Economic Policy” 2000, nr 19, s. 444–453.

Dług podporządkowany jest często emitowany przez podmioty, które cieszą się zaufaniem inwestorów. Emitent tego rodzaju obligacji, w celu powodzenia emisji, oferuje zazwyczaj wyższą premię za ryzyko niż przy porównywalnych instrumentach senioralnych.

Celem emisji tego rodzaju papierów dłużnych jest również podniesienie wiarygodności spółki. Emisja podporządkowanego długu często poprzedza kolejną emisję obligacji zwykłych z niższym oprocentowaniem. Emitenci często przydzielają także papiery wartościowe osobom, które wchodzi w skład organów spółki. Efektem takich działań jest przekazanie informacji dla inwestorów, że osoby związane ze spółką nie unikają inwestowania własnych środków finansowych w jej rozwój. Sukces emisji długu podporządkowanego jest tożsamy ze wzrostem zaufania wśród inwestorów w przypadku kolejnych emisji niepodporządkowanych.

Obligacje podporządkowane stają się coraz bardziej popularnym sposobem na pozyskanie kapitału. Wzrost przeprowadzonych emisji w powiązaniu z ich atrakcyjnym procentowaniem spowodował wzrost zainteresowania długiem podporządkowanym inwestorów indywidualnych jako formą inwestycji kapitałowych.

Sytuacja ta przyczyniła się do wydania przez Komisję Nadzoru Finansowego rekomendacji²⁵ podwyższenia wartości nominalnej obligacji podporządkowanej do kwoty co najmniej 400 tys. PLN. Komunikat dotyczy obligacji podporządkowanych, emitowanych m.in. przez takie instytucje finansowe, jak: banki spółdzielcze, kasy oszczędnościowo-kredytowe, domy maklerskie, zakłady ubezpieczeń. Komisja Nadzoru Finansowego rekomenduje, aby obligacje podporządkowane, ze względu na towarzyszące im ryzyko związane z możliwością ich wykorzystania w procesie restrukturyzacji i likwidacji, nie powinny być nabywane przez inwestorów indywidualnych. W Komunikacie zwrócono uwagę, że w odróżnieniu od lokat do wysokości równowartości kwoty 100 tys. EUR, obligacje oferowane przez banki nie są objęte przepisami o ochronie depozytów – Bankowym Funduszem Gwarancyjnym. Dlatego też jednym z argumentów przemawiającym za podwyższeniem wartości obligacji podporządkowanych była troska o inwestorów detalicznych, którzy mogą dokonywać niewłaściwej interpretacji przepisów dotyczących ochrony depozytów.

Przedstawione rozważania prowadzą do określenia problemu badawczego jakim jest emisja długu podporządkowanego przez banki na potrzeby wypełnienia wymogów kapitałowych. Na tej podstawie została sformułowana hipoteza badawcza: obowiązek wypełniania wymogów kapitałowych przez instytucje finansowe przyczynił się do zainteresowania obligacjami podporządkowanymi, które mogą zostać zakwalifikowane do funduszy własnych, przez polski sektor bankowy.

²⁵ Komisja Nadzoru Finansowego, *Komunikat KNF w sprawie rekomendacji podwyższenia wartości nominalnej obligacji podporządkowanej do kwoty co najmniej 400 tys. PLN*, październik 2017, https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty (dostęp: 10.03.2020).

3. Emisja obligacji podporządkowanych przez polski sektor bankowy w latach 2010–2019

Obligacje podporządkowane, które są przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym, zostały emitowane przez polski sektor bankowy już w 2010 r. Do 2013 r. dłużne papiery podporządkowane były emitowane tylko przez banki spółdzielcze. Jednakże wartość pozyskanych środków nie stanowiła o istotnym znaczeniu długu podporządkowanego. Największą emisję w 2010 r. przeprowadził Bank Spółdzielczy w Sanoku (kwota 25 mln PLN na 10 lat). W 2012 r. na rynku długu podporządkowanego debiut odnotowali emitenci z bankowości komercyjnej: Bank BPH oraz Getin Noble Bank. Bank BPH wyemitował 675 sztuk niezabezpieczonych obligacji podporządkowanych na 8 lat o wartości pojedynczego papieru 1 mln PLN. Na dynamikę rozwoju rynku w 2013 r. miały wpływ emisje przeprowadzone przez Alior Bank (321mln PLN), Getin Noble Bank (580 mln PLN) oraz mBank (750 mln PLN). Najwyższy wolumen długu podporządkowanego sektor bankowy wyemitował w 2017 r. (por. tabela 1). Wówczas polski sektor bankowy uplasował obligacje podporządkowane na łączną kwotę 4,709 mld PLN.

Niższa kwota wyemitowanego długu podporządkowanego w 2014 r. to rezultat uchwalenia dyrektywy zwanej BRRD (Bank Recovery and Resolution Directive)²⁶. Pomimo że przepisy dyrektywy BRRD zostały wprowadzone w Polsce w 2016 r., to w obliczu zobowiązania przez państwa członkowskie, m.in. Polski, do dostosowania się do wprowadzonych regulacji, głównie do wprowadzenia instrumentów umożliwiających przeprowadzenie przymusowej restrukturyzacji, odnotowano niższą kwotę emisji obligacji podporządkowanych w sektorze bankowym.

Ponadto w 2017 r. przed wprowadzeniem rekomendacji przez Komisję Nadzoru Finansowego obligacje podporządkowane wyemitował bank PKO BP (1,7 mld PLN), Bank Pekao (1,25 mld PLN), Bank Millennium (700 mln PLN) oraz Alior Bank (600 mln PLN). Zgodnie z treścią rekomendacji wydanej przez nadzór finansowy przeprowadzono emisje długu podporządkowanego w 2018 r. (banki: PKO BP, Pekao, mBank oraz Santander) oraz w 2019 r. (banki: Pekao, Millennium). Tylko emisja przeprowadzona przez Alior Bank (wartość 150 ml PLN) w grudniu 2017 r. została przeprowadzona zgodnie z rekomendacją KNF dotyczącą podwyższenia wartości nominalnej obligacji podporządkowanej do kwoty co najmniej 400 tys. PLN. Wcześniejsze emisje odbyły się przed wydaniem komunikatu przez Komisję Nadzoru Finansowego.

²⁶ 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 oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012.

Tabela 1. Kwota emisji obligacji podporządkowanych przez banki (w tys. PLN)

Lata	Kwota emisji
2010	107 585
2011	68 000
2012	773 706
2013	1 756 981
2014	668 507
2015	771 779
2016	825 083
2017	4 709 000
2018	3 500 000
2019	1 180 000

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych cbonds.

Tabela 2. Średni nominal obligacji podporządkowanych (w PLN)

Lata	Średni nominal obligacji
2010	1 000
2011	850
2012	200 620
2013	7 420
2014	2 620
2015	14 757
2016	931
2017	84 083
2018	500 000
2019	500 000

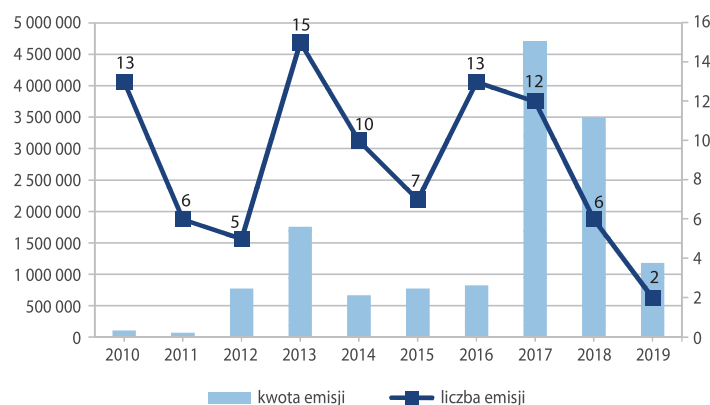
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych cbonds.

Średni nominal obligacji podporządkowanej w 2010 r. wynosił 1 tys. PLN (tabela 2). W 2012 r. na wzrost średniego nominalu obligacji miała wpływ emisja banku BPH, gdzie wartość nominalna pojedynczego papieru opiewała na kwotę 1 mln PLN. W kolejnych latach przeważała średnia wartość emitowanego papieru o nominale 1 tys. PLN, natomiast pojawiały się emisje o wartości nominalnej pojedynczego instrumentu, która wynosiła zarówno 100 PLN, jak również 100 tys. PLN (np. emisja z 2017 r. banku PKO BP). Na koniec 2017 r., po opublikowaniu Komunikatu KNF

w sprawie rekomendacji podwyższenia wartości nominalnej obligacji podporządkowanej do kwoty co najmniej 400 tys. PLN, na rynku Catalyst pojawiły się instrumenty podporządkowane o takim nominale (emisja Alior Bank w grudniu 2017 r.). Spowodowało to podwyższenie wartości średniego nominalu papieru dłużnego. W latach 2018–2019 średnia wartość emisji obligacji podporządkowanej przez sektor bankowy wyniosła 500 tys. PLN. Instrumenty o takim nominale zostały wyemitowane przez wszystkich emitentów z sektora bankowego.

Wzrost zainteresowania emisją obligacji podporządkowanych świadczy, że jest to coraz popularniejszy instrument służący do poprawy współczynników kapitałowych przez instytucje, które są zobligowane do przeprowadzenia restrukturyzacji, jak również przez stabilne banki. W zestawieniu emitentów obligacji podporządkowanych uwzględniono także banki spółdzielcze. Jednakże efektem nowelizacji Ustawy o obligacjach oraz podwyższenia kwoty pojedynczej obligacji jest brak emisji przez bankowość spółdzielczą od 2015 r. Przyczyniło się to do spadku ogólnej liczby emisji obligacji podporządkowanych (rysunek 1). W 2010 r. sektor bankowości spółdzielczej przeprowadził 13 emisji. Natomiast w 2013 r., pomimo że liczba emisji była wyższa (15 emisji), to aż 10 serii papierów zostało wyemitowane przez tego samego emitenta – Getin Noble Bank. Wymóg Komisji Nadzoru Finansowego opublikowany pod koniec 2017 r. spowodował spadek liczby emisji (w szt.), wolumen wyemitowanego długu także jest niższy w porównaniu do roku 2017.

Rysunek 1. Kwota emisji, liczba emisji obligacji podporządkowanych przez banki (w tys. PLN, w szt.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych cbonds.

W przypadku upadłości lub likwidacji emitenta obligacje podporządkowane, które nie są zabezpieczone, uprawniają do zaspokojenia wynikających z nich wierzytelności po zaspokojeniu roszczeń przysługujących innym wierzycielom. Zatem emitent długu podporządkowanego powinien ponosić wyższe koszty niż w przypadku długu senioralnego. W tabeli 3 przedstawiono marże ponad WIBOR6M oferowane

przez wybranych emitentów z sektora bankowego na przestrzeni lat. Z przytoczonych danych wynika, że oferowano coraz niższe poziomy premii za ryzyko plasowanych papierów dłużnych, tak więc emitenci ponoszą też coraz mniejszy koszt pozyskanego kapitału.

Tabela 3. Marże oferowane w emisjach obligacji podporządkowanych (w %)

Emitent	2015	2016	2017	2018
Getin Noble Bank		5,00	4,00	
PKO BP			1,55	1,50
Alior Bank	3,50	3,00	2,70	
Bank Pocztowy		2,80	2,50	
mBank	2,25			1,80

Źródło: rynek obligacji Catalyst.

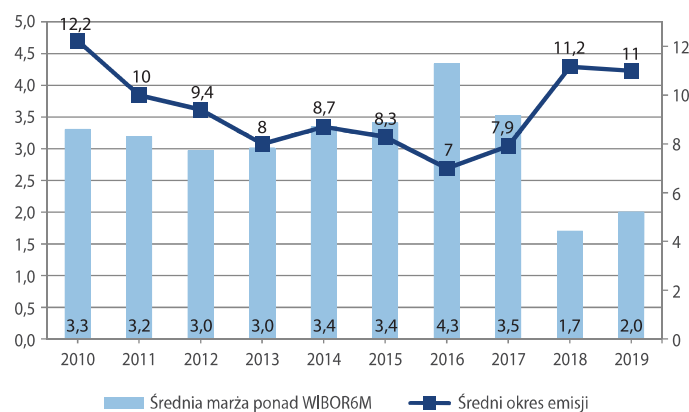
Spośród wymienionych podmiotów tylko Alior Bank, oprócz emisji długu podporządkowanego, wyemitował jedną serię obligacji zwykłych w analizowanym okresie (ALR0820). Pozostałe wymienione banki emitowały tylko dług podporządkowany. Wartość trzyletniej emisji zwykłych papierów dłużnych Alior Bank, uplasowana w sierpniu 2017 r., wyniosła 250 Mio PLN. Natomiast marża obligacji zwykłych była ponad dwukrotnie niższa niż *subordinated debt* i wynosiła WIBOR6M+ 1,19%.

Pomimo negatywnych konsekwencji wynikających z konstrukcji długu podporządkowanego, które mogą dotknąć inwestorów, redukcja oferowanych marż jest związana z większym popytem na ten typ papierów dłużnych. Należy przypuszczać, że wynika to z wyższego kuponu dłużnych instrumentów podporządkowanych w porównaniu do oferowanego oprocentowania obligacji senioralnych. Dane dotyczące średniej marży ponad WIBOR6M wszystkich emisji obligacji podporządkowanych w latach 2010–2019 zostały przedstawione na rysunku 2. W analizowanym okresie najwyższą średnią marżę ponad WIBOR6M odnotowano w 2016 r. Przyczyniło się do tego 8 serii wyemitowanych obligacji podporządkowanych przez Getin Noble Bank (każda seria kupon WIBOR6M+5%). Natomiast najniższa średnia marża ponad WIBOR6M cechuje obligacje podporządkowane w sektorze bankowym wyemitowane w 2018 r. Wówczas najniższy kupon w warunkach emisji zaoferował bank PKO BP (1,5%) oraz Pekao (1,55%).

W analizowanym okresie wahaniom podlega także średni okres emisji długu podporządkowanego, który wyróżnia tendencja spadkowa aż do 2016 r., kiedy odnotowano najkrótszy tenor emitowanego długu podporządkowanego, który wynosi 5 lat (Alior Bank). Kolejne lata to wydłużanie okresu emisji obligacji podporządkowanych. Dłużne papiery podporządkowane o najdłuższym tenorze, który wynosi 15 lat, zostały wyemitowane przez bank Pekao w 2018 r. oraz przez banki spółdzielcze w latach 2010–2012. Jednak najczęściej emitenci plasowali obligacje na okres

10-letni. Ostatnim elementem analizy jest ustalenie związku pomiędzy wysokością średniej marży ponad WIBOR kuponu a średnim okresem emisji obligacji podporządkowanych w analizowanym okresie. W tym celu zastosowano współczynnik korelacji Pearsona uzyskując wynik $-0,66$. Na tej podstawie można stwierdzić, że istnieje dość silna ujemna zależność pomiędzy średnią marżą ponad WIBOR6M a średnim okresem emisji dłużnych papierów podporządkowanych sektora bankowego w Polsce.

Rysunek 2. Średnia marża ponad WIBOR6, średni okres emisji obligacji podporządkowanych w latach 2010–2019 (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych cbonds.

Podsumowanie

Na podstawie przeprowadzonej analizy wykazano, że średni okres emisji obligacji podporządkowanych w polskim sektorze bankowym do 2015 r. wykazywał tendencję spadkową. Natomiast marża ponad WIBOR 6M aż do 2017 r. wykazywała stabilny poziom. Wprowadzenie rekomendacji przez KNF w 2017 r. przyczyniło się do wzrostu nominału pojedynczego papieru dłużnego oraz do obniżenia marży ponad WIBOR 6M i wydłużenia okresu emisji. Największa liczba dłużnych instrumentów podporządkowanych przez podmioty bankowe została uplasowana w 2013 r. Dominującym emitentem był Getin Noble Bank. W latach 2010–2013 zaobserwowano także duży udział długu podporządkowanego wyemitowanego przez banki spółdzielcze. Potwierdza to hipotezę, że obowiązek wypełniania wymogów kapitałowych przez instytucje finansowe przyczynił się do zainteresowania obligacjami podporządkowanymi, które mogą zostać zakwalifikowane do funduszy własnych, przez polski sektor bankowy.

Analiza rynku obligacji podporządkowanych w Polsce przez sektor bankowy prowadzi do kilku wniosków.

Po pierwsze, należy podkreślić, że wprowadzenie podporządkowanych instrumentów dłużnych generuje dla obligatariuszy wyższy poziom ryzyka niż w przypadku zwykłych obligacji. Jednakże, biorąc pod uwagę wyższe oprocentowanie przy mniejszym ryzyku inwestycji niż w instrumenty udziałowe, wielu inwestorów jest gotowych ponieść ryzyko w zamian za osiągnięcie wyższego zysku.

Po drugie, z perspektywy emitenta, pomimo wyższego kuponu tego rodzaju instrumentów dłużnych, można dostrzec wiele korzyści. Oprócz podniesienia własnej wiarygodności podmiot dokonujący z sukcesem emisji dłużnych papierów podporządkowanych ma możliwość obniżenia oprocentowania długu przy kolejnych emisjach, szczególnie niepodporządkowanych. Ponadto banki mogą zaliczyć dług podporządkowany do kapitałów własnych, spełniając wymagania regulacyjne. Dlatego też emisje *subordinated bonds* są popularne głównie w sektorze bankowym.

Po trzecie, obligacje z punktu widzenia teoretycznego mają niższe ryzyko niż instrumenty udziałowe emitenta oraz związanej z tym materializacji ryzyka kredytowego rozumianego jako brak wypłaty nominału papieru dłużnego.

Przedstawione wnioski wskazują na zainteresowanie emisją obligacji podporządkowanych przez sektor bankowy. Jest to spowodowane potrzebą spełnienia minimalnych wymogów funduszy własnych. Można przypuszczać, że z powodu wprowadzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego rekomendacji podwyższenia wartości nominalnej jednej obligacji podporządkowanej do kwoty co najmniej 400 tys. PLN dalszy rozwój rynku długu podporządkowanego emitowanego przez polskie podmioty bankowe będzie kontynuowany na rynkach zagranicznych.

W literaturze przedmiotu rzadko można znaleźć opracowania dotyczące analizy rynku obligacji podporządkowanych polskiego sektora bankowego, z uwzględnieniem bankowości spółdzielczej. Podobne badania mogą zostać przeprowadzone również dla bankowości z innych państw europejskich.

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

Antkiewicz S., *Rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2013.

Banaszczak-Soroka U. (red.), *Rynki finansowe. Organizacja, uczestnicy, instytucje*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2014.

Brigham E.F., Houston J.F., *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 2005.

Choudhry M., *Corporate Bonds and Structured Financial Products*, Elsevier Butterworth-Heinemann, Oxford–Burlington 2004.

Choudhry M., *Bond Market Securities*, Financial Times Prentice Hall, New Jersey 2001.

Czekaj J., *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2017.

Dąbrowski T.J., *Finansjeryzacja jako systemowy czynnik erozji reputacji banków*, [w:] *Finansjeryzacja gospodarki i jej wpływ na przedsiębiorstwa*, A. Fierla (red.), Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2017.

Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014.

Dobosiewicz Z., *Bankowość*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2011.

Faerber E., *Fundamentals of The Bond Market*, McGraw Hill Professional, New York 2001.

Grimsey D., Lewis M., *The Economics of Public Private Partnerships*, Edward Elgar, Cheltenham 2005.

Gruszczyńska-Brożbar E., *Obligacje instrumentami rynku długoterminowych kapitałów pieniężnych*, [w:] *Rynek Papierów Wartościowych w Polsce. Wybrane problemy*, W. Przybylska-Kapucińska (red.), Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002.

Jackowicz K., *Dyscyplina rynkowa w bankowości – rodzaje i możliwości zastosowania*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2004.

Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Aktywa niefinansowe. Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.

Nevitt P., Fabozzi F., *Equipment Leasing*, John Wiley & Sons, Hoboken 2000.

Radziszewski E., *Bank jako instytucja zaufania publicznego. Gwarancje prawne i instytucjonalne*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2013.

Sławiński A., *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006.

Svec J., *The effects of issuing Subordinated Debt on the Banking Industry*, Stanford University, Stanford 2003.

Artykuły

Basel Committee on Banking Supervision, *Basel III: A Global Regulatory Framework for more Resilient Banks and Banking Systems. Technical report*. Bank for International Settlements 2011.

Covitz D.M., Hancock D., Kwast M.L., *A reconsideration of the risk sensitivity of US banking organization subordinated debt spreads: A sample selection approach*. Federal Reserve Bank of New York, „Economic Policy Review” 2004, Vol. 10 (2).

Evanoff D., Wall L., *Reforming Bank Capital Regulation: Using Subordinated Debt to Enhance Market and Supervisory Discipline*, „Contemporary Economic Policy” 2000, 19.

Flannery M.J., *The Face of „Market Discipline”*, „Journal of Financial Services Research” 2001, Vol. 20: 2/3.

Gorton G., Santomero A., *Market Discipline and Bank Subordinated Debt*, „Journal of Money, Credit and Banking” 1990, 22.

Götz M.R., Tröger T.H., *Should the marketing of subordinated debt be restricted/different in one way or the other? What to do in the case of mis-selling?* White Paper Series 2016.

Jagtiani J., Kaufman G., Lemieux C., *The effect of credit risk on bank and bank holding company bond yields: evidence from the Post-FDICIA period*, „Journal of Financial Research” 2002, 25(4).

Resti A., *Should the Marketing of Subordinated Debt Be Restricted/Different in One Way or the Other? What to do in the case of mis-selling?* European Union: Economic Governance Support Unit 2016.

Sironi A., *Testing for market discipline in the European banking industry: evidence from subordinated debt issues*, „Journal of Money, Credit and Banking” 2003.

Dokumenty prawne

Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. *Prawo bankowe*. Dz.U. z 2019 r. poz. 2357, z 2020 r. poz. 284, 288, 321, 1086.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2004/39/WE z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych. Dz. Urz. UE L 145/1.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi. (Dz. Urz. UE L 176/336).

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 oraz zmieniająca dyrektywę Rady 82/891/EWG i dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2001/24/WE, 2002/47/WE, 2004/25/WE, 2005/56/WE, 2007/36/WE, 2011/35/UE, 2012/30/UE i 2013/36/EU oraz rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1093/2010 i (UE) nr 648/2012. (Dz. Urz. UE 2014/59/UE).

Ustawa z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach. (Dz.U. 2015, poz. 238 ze zm.).

Źródła internetowe

Cbonds Financial Information, cbonds, <https://cbonds.pl>, styczeń 2020.

Komunikat KNF w sprawie rekomendacji podwyższenia wartości nominalnej obligacji podporządkowanej do kwoty co najmniej 400 tys. PLN, Komisja Nadzoru Finansowego, https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty, październik 2017.