



### **Tomasz Zieliński**

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach  
Wydział Finansów i Ubezpieczeń  
Katedra Bankowości i Rynków Finansowych  
tomasz.zielinski@ue.katowice.pl

## **DLUG JAKO ALTERNATYWA KAPITAŁU AKCYJNEGO – STRUKTURA KAPITAŁU REGULACYJNEGO BANKU**

**Streszczenie:** Nowy model regulacji kapitałowych banku, określane potocznie jako Bazylea III, pomimo szeregu istotnych różnic w stosunku do wcześniejszych regulacji zmierza w kierunku dalszego zwiększenia udziału kapitału akcyjnego w finansowaniu banku. Rodzi to obawy o wywołanie zjawiska „credit crunch”, skutkującego spowolnieniem gospodarczym. Częściowym rozwiązaniem problemu mogłaby być próba włączenia długu do kapitału regulacyjnego banku. Celem opracowania jest wskazanie podstawowych przesłanek budowania struktury kapitałowej banku, a w szczególności wpływu czynników rynkowych i regulacyjnych na relację pomiędzy kapitałem akcyjnym a dłużnym w kapitale regulacyjnym banku.

**Słowa kluczowe:** bank, kapitał regulacyjny, dług, kapitał akcyjny, obligacje.

### **Wprowadzenie**

Podjęmowane w wyniku kryzysu „subprime” inicjatywy regulacyjne, które powinny zapewnić stabilność sektora bankowego, są wieloaspektowe i wielokierunkowe. Część z nich dotyczy zmian modelu funkcjonowania banków mających na celu zmniejszenie ich nadmiernej ekspozycji na ryzyko. Inne służą doskonaleniu metod zarządzania ryzykiem bankowym. Najbardziej spektakularne koncentrują się wokół problemu finansowania strat nieoczekiwanych banku w obliczu stresu finansowego. Są one bezpośrednią kontynuacją działań zapoczątkowanych już w latach 80. przez Komitet Bazylejski i prezentowanych w kolejnych odsłonach regulacji kapitałowych. Podstawą systemu zabezpieczenia strat jest

założenie o adekwatnym, zgodnym ze skalą podejmowanego ryzyka, wyposażeniu w kapitał własny. Podejście to jest źródłem licznych dyskusji. Wiele towarzyszących jej głosów podnosi kwestię ograniczonej skuteczności nowych regulacji, a przede wszystkim ogromnych kosztów ich wdrożenia [Zieliński, 2014, s. 31-49]. W skrajnym przypadku kwestionowana jest nawet celowość traktowania funduszy własnych jako gwaranta bezpieczeństwa banku. „Niektórzy poddają [...] w wątpliwość sens regulacji kapitałowych, argumentując, że nie są skuteczne, skoro – pomimo ich obowiązywania – zdarzają się upadłości banków. Wskazuje się nawet, że zasady adekwatności kapitałowej wpływają negatywnie na zachowania banków, prowadząc do wzrostu podejmowanego przez nie ryzyka. Stiglitz twierdzi, że regulacje kapitałowe są nieefektywne i odnoszą skutek odwrotny od zamierzonego” [Marcinkowska, 2010, s. 46]. W świetle powyższego pojawiają się propozycje alternatywne zapewnienia adekwatności kapitałowej. Jedną z nich jest koncepcja większego niż dotychczas wykorzystania długu jako bufora zabezpieczającego działalność banku. Znaczącym głosem w tej dyskusji stały się prace C.W. Calomirisa, który zaproponował koncepcję długu zamiennego na akcje (CoCos).

Celem opracowania jest prezentacja wybranych przesłanek kształtujących relację pomiędzy kapitałem udziałowym banku a wyemitowanym długiem. Przesłanki te prezentowane są z perspektywy rynkowej i regulacyjnej. W przypadku banku perspektywa rynkowa w znacznej mierze zostaje podporządkowana podejściu regulacyjnemu. Przedmiotem dyskusji jest zatem potencjalna możliwość uwzględnienia różnych form długu w kapitale regulacyjnym banku na podstawie metody systematycznej analizy wybranych kryteriów oceny poszczególnych instrumentów. Realizacja założonego celu służy dowiedzeniu tezy, iż żadna z rozważanych form kapitału dłużnego nie pozwala na realizację krytycznych z punktu widzenia stabilności banku funkcji kapitału własnego.

## **1. Efektywność relacji długu i kapitału akcyjnego banku**

Jedną z kluczowych teorii przywoływanych w rozważaniach o optymalnej strukturze kapitałowej przedsiębiorstwa jest twierdzenie Modiglianiego–Millera (MM) [Sierpińska, Jachna, 2005, s. 298]. Jego autorzy twierdzą, że w warunkach wolnej konkurencji struktura kapitału, to znaczy relacja pomiędzy zwrotnymi źródłami kapitału (długiem) a kapitałem udziałowym, nie wpływa na zdolność przedsiębiorstwa do generowania zysków, a co za tym idzie nie wpływa na jego wartość. Zgodnie z przesłaniem płynącym z twierdzenia MM, przedsiębiorstwo

powinno koncentrować się przede wszystkim na efektywnym inwestowaniu pozyskanego kapitału, a nie na jego strukturze. Warunkiem koniecznym realizacji tego postulatu jest, by funkcjonowało w warunkach dodatniego efektu dźwigni operacyjnej (poziom sprzedaży przewyższa punkt BEP) oraz dźwigni finansowej (koszt długu musi być mniejszy od dochodu z aktywów mierzonego za pomocą wskaźnika  $EBIT / \text{suma aktywów}$ ). Zakładając, że wartość przedsiębiorstwa może być wyznaczona jako zdyskontowana wartość strumienia EBIT (w najprostszych modelu nieskończonego strumienia jednakowych wartości EBIT), wówczas wartość firmy zależna jest jedynie od czynnika dyskontowego, jakim jest średni ważony koszt kapitału odpowiadający określonej klasie ryzyka przedsiębiorstwa (WACC). Przyjmując za MM, że zmiana struktury kapitału nie wpływa na wysokość EBIT, wówczas jeżeli wartość firmy ma pozostać niezmienna, WACC musi również pozostać na stałym poziomie. Podejście takie stoi w jawnej sprzeczności z intuicyjnym wrażeniem, że jeżeli istnieje możliwość pozyczenia przez przedsiębiorstwo środków w cenie niższej aniżeli wynosi oczekiwany koszt kapitału własnego, wówczas redukcji ulega średni ważony koszt kapitału. Tym samym substytucja kapitału własnego na kapitał obcy zwiększa wartość przedsiębiorstwa. Zdaniem MM należy jednak zauważyć, że wzrost dźwigni finansowej powoduje wzrost ryzyka, który z kolei jest automatycznie uwzględniany w oczekiwaniach akcjonariuszy. Zgodnie z twierdzeniem MM, koszt kapitału własnego firmy korzystającej z obcych źródeł finansowania jest równy kosztowi kapitału własnego firmy niezadłużonej oraz premii za ryzyko wynikającej z dźwigni finansowej. Przy zastosowaniu szeregu założeń upraszczających, odwołując się do teorii arbitrażu, Modigliani i Miller twierdzą, że wysokość premii za ryzyko rośnie zawsze w stopniu niezbędnym do utrzymania średniego ważonego kosztu kapitału na stałym poziomie.

Zastosowany model optymalizacji struktury kapitałowej firmy, odwołując się do bardzo racjonalnych przesłanek, pozostaje jednak modelem teoretycznym. Weryfikacja empiryczna twierdzenia MM napotyka na przeszkodzie szereg założeń upraszczających:

- przynależność do określonej klasy ryzyka firmy (decydująca o wysokości WACC) przez wszystkich zainteresowanych jest uzależniona wyłącznie od EBIT (poprzez np. pomiar historycznej zmienności);
- wszyscy inwestorzy muszą mieć jednakowe oczekiwania co do przyszłych wartości strumienia EBIT;
- wszystkie strumienie finansowe mają charakter stały i wieczysty;
- transakcje pozyskiwania kapitału (zarówno poprzez emisję akcji, jak i obligacji) dokonują się na doskonałych rynkach kapitałowych;

- stopa zaciągania przez firmę długu jest stopą wolną od ryzyka [Brigham, Gapenski, 2000, s. 498].

Świadomość nierealności powyższych założeń w warunkach rzeczywistych zniekształca idealny obraz rysowany w twierdzeniu, nie niwecząc jednak jego użyteczności jako kryterium granicznego, szczególnie dla typowych przedsiębiorstw sfery realnej. Sytuacja wygląda odmiennie w przypadku banków, wobec których ujawnia się szereg dodatkowych aspektów „niedoskonałości rynku”.

## **2. Rynkowe wymagania dotyczące struktury kapitałowej banku**

W praktyce próba podporządkowania optymalizacji struktury kapitałowej banku założeniom wyidealizowanego modelu MM poddawana jest licznym warunkowaniom, naruszającym paradygmat niezmienności kosztu finansowania. Mają one dwojaką naturę. Część z nich odwołuje się do rynkowej specyfiki działalności banków, inne powiązane są z obecnością obejmującego je gorsetu regulacyjnego.

Do najważniejszych czynników rynkowych wpływających na skłonność banków do preferowania długu jako źródła finansowania działalności jest efekt tarczy podatkowej. Za jego przyczyną, koszty odsetkowe depozytów czy emisji obligacji pomniejszają podstawę opodatkowania, podczas gdy dywidendy wypłacane są z zysku po opodatkowaniu. W przypadku banków, posiadających zdolność do kształtowania dodatkowej marży procentowej na działalności depozytowo-kredytowej, efekt podatkowy jest czynnikiem dodatkowo zwiększającym dochody netto z działalności operacyjnej. Zachęca to do maksymalizacji dźwigni finansowej, powodując z drugiej strony wzrost ekspozycji na ryzyko. Współczynnik zadłużenia, przy którym krańcowe korzyści podatkowe zrównują się z krańcowym wzrostem kosztu kapitału własnego (będącym efektem wzrostu percepcji ryzyka) może być alternatywnym kryterium optymalizacji struktury kapitałowej banku.

Utrzymanie maksymalnie wysokiej dźwigni finansowej może być źródłem dodatkowych kosztów dla banku, szczególnie w obliczu kryzysu ekonomicznego. Z racji systemowego charakteru może on skutkować pogorszeniem jakości aktywów wszystkich banków, jednak to banki o wysokim wskaźniku zadłużenia narażone są bardziej na stres finansowy. Wynika to z percepcji zagrożenia przez inwestorów (którzy mogą dążyć do wycofania kapitału) oraz pracowników (którzy będą odchodzić z banku), jak również z konieczności łagodzenia konfliktu interesów pomiędzy różnymi interesariuszami banku. Te dodatkowe koszty w różnym

zakresie przenoszone są na dostawców kapitału własnego i pożyczkowego, dodatkowo korygując punkt równowagi pomiędzy kapitałem dłużnym a własnym.

Kolejną niedoskonałością rynku, modyfikującą założenia modelu MM jest asymetria informacji występująca pomiędzy bankami a ich otoczeniem. U podstaw pośrednictwa finansowego leży założenie, że banki są uprzywilejowane informacyjnie w relacji z pojedynczymi kredytobiorcami czy deponentami, oferując im efektywne pośrednictwo informacyjne. Podobna asymetria funkcjonuje w relacji bank – rynek kapitałowy. Bank, mając więcej informacji na temat własnych zasobów, ich jakości, ryzyka i rentowności, przekazuje rynkom określone sygnały, na podstawie których te dokonują oceny jego kondycji. Jednym z takich sygnałów są decyzje dotyczące struktury kapitałowej. Menedżerowie banku, zwiększając współczynnik zadłużenia, sugerują rynkom dobrą kondycję finansową i dobre perspektywy działalności. Działania takie, wykorzystane wbrew stanowi faktycznemu mogą jednak zniekształcać percepcje rynku i zaburzać obraz równowagi kapitałowej banku.

Obok asymetrii informacji, dodatkowym czynnikiem wpływającym na strukturę kapitałów banku są istotne różnice w koszcie pozyskania jego różnych komponentów. Szczególnie w okresie zagrożenia niestabilnością finansową banku, koszt finansowy pozyskania kapitału z kolejnej emisji akcji jest relatywnie wysoki ze względu na konieczność sprzedaży z dyskontem. Do tego dochodzą wysokie koszty operacyjne przygotowania i przeprowadzenia emisji. Z drugiej strony banki, w odróżnieniu od przedsiębiorstw sfery realnej, swą działalność operacyjną realizują zarówno po stronie aktywów, jak i pasywów. W konsekwencji stale doskonalą zdolność pozyskiwania długu (depozytów) po jak najniższych kosztach transakcyjnych. Co więcej, kapitał taki może być przez nie mobilizowany w bardzo krótkim czasie, pozostając w potencjalnej rezerwie na okoliczność wystąpienia szczególnie atrakcyjnych możliwości inwestycyjnych.

Istotnym aspektem zniekształcającym fundamentalne założenia MM dotyczące struktury kapitałowej banku jest również „konflikt agencji”. Jego pierwsze oblicze dotyczy relacji pomiędzy udziałowcami a deponentami banku. W sytuacji zagrożenia finansowego, udziałowcy mogą uznać, że działania mające na celu zwiększenie wartości wszystkich roszczeń wobec banku nie spełniają ich oczekiwań (wzrost dywidendy, wzrost cen akcji). Mogą więc – będąc w „konflikcie” – dążyć do przesunięcia korzyści w swoją stronę poprzez podejmowanie bardziej ryzykownych inwestycji, wyprzedaż przewartościowanych pozycji aktywów, manipulowanie wynikiem finansowym, ograniczenie własnego dofinansowania banku. Inna odsłona konfliktu agencji może dotyczyć relacji pomiędzy akcjonariuszami a zarządem banku. Interesy zarządzających, związane zwykle

z systemem wynagradzania opartym na generowanych zyskach, mogą być sprzeczne z interesem akcjonariuszy, dla których fundamentalne znaczenie ma wzrost wartości banku weryfikowany przez rynek. W obu odsłonach konfliktu agencji, relacja pomiędzy kapitałem udziałowym a długiem jest poddawana bardzo silnym oddziaływaniom uwzględniającym raczej siłę stron konfliktu aniżeli fundamentalne założenia efektywności finansowania.

### **3. Sieć bezpieczeństwa i wymogi regulacyjne a struktura kapitałowa banku**

Specyfika banku na tle przedsiębiorstw funkcjonujących w warunkach gospodarki rynkowej usankcjonowała powszechne przeświadczenie o konieczności jego ochrony przez sieć bezpieczeństwa [Zieliński, 2013, s.673]. Powszechnie rozumie się przez nią wszelkie działania władzy publicznej, mające na celu zapewnienie bezpieczeństwa systemu bankowego (regulacje, nadzór, systemy gwarantowania depozytów, bank centralny jako kredytodawca ostatniej instancji itd.). Szczególnym ogniwem sieci bezpieczeństwa jest wymóg posiadania przez banki określonych zasobów kapitału własnego w strukturze kapitałowej banku. Każde przedsiębiorstwo zmierza do określonej struktury kapitałowej, ustalając na zasadach rynkowych swój „wymóg kapitałowy”, czyli minimalny (ze względu na ryzyko działalności) zasób kapitału własnego. Tego typu oddziaływania mechanizmów rynkowych należy się spodziewać również w odniesieniu do banku. Jednak obecność „sieci bezpieczeństwa” zdaje się izolować bank od oddziaływania rynku. Przykładowo, system gwarantowania depozytów zniechęca depozytariuszy do reagowania na dostrzeżone nieprawidłowości w funkcjonowaniu banku. Sieć bezpieczeństwa zniekształca mechanizm opartej na ryzyku wyceny aktywów bankowych. Dotyczy to również długu formalnie niezabezpieczonego, który przez dostawców kapitału traktowany jest jako de facto chroniony przez różne ogniwa systemowe.

W myśl twierdzenia MM pojęcie „kapitału regulacyjnego” banku nie powinno mieć racji bytu w warunkach doskonałych mechanizmów rynkowych. Wyznaczenie minimalnego „wymogu kapitałowego” dla banku jest w praktyce nie tyle kwestią gry parametrów rynkowych, ale przede wszystkim kwestią włączenia go w „sieć bezpieczeństwa”. Regulatorzy określają minimalny „wymóg kapitałowy” i domagają się zabezpieczenia go „kapitałem regulacyjnym” z tych samych powodów, co inni – niezabezpieczeni – dostawcy kapitału bankowego, chroniąc się przez problemami finansowymi, konfliktem agencji, zmniejszeniem

dyscypliny rynkowej spowodowanej przez sieć bezpieczeństwa [Berger, Herring, Szego, 1995, s. 403]. Dodatkowo czynnikiem determinującym postawy regulatorów i nadzorców jest odpowiedzialność za społeczne koszty kryzysu systemowego, który mógłby stać się konsekwencją efektu domina (zarażenia finansowego). Powszechnie uważa się również, że wystąpienie takich zjawisk mogłoby zachwiać skutecznością polityki monetarnej [Bernanke, Blinder, 1992, s. 901]. W efekcie, oczekiwania co do wysokości „kapitału regulacyjnego” banków mogą być znacznie wyższe niż wynikałoby z postawy państwa jako samodzielnego interesariusza systemu bankowego. Różnią się one również istotnie od „czystych” oczekiwań rynkowych. Stosowane narzędzia regulacyjne służące do kształtowania struktury „kapitału regulacyjnego” są wysoce niedoskonałe. Nie nadążając za rzeczywistymi procesami rynkowymi, prowokują zjawisko arbitrażu regulacyjnego i w efekcie mogą nawet prowokować niepożądane zjawiska systemowe zamiast przed nimi chronić.

#### **4. Dług a kapitał udziałowy w kapitale regulacyjnym banku**

Jednym z aspektów zniekształcających założenia teorii MM jest kwantyfikacja „wymogu kapitałowego” banku i konieczność zabezpieczenia go „kapitałem regulacyjnym”. Stępując siłą dyscypliny rynkowej wyręcza ona banki w podejmowaniu decyzji co do kształtowania struktury kapitałowej. Pośrednio ustala również relację pomiędzy kapitałem dłużnym a udziałowym banku [Pyka, 2008]. Jedną z kluczowych w tym zakresie kwestii jest udział kapitału dłużnego w kapitale regulacyjnym banku. Poszukiwanie optymalnego udziału długu w kapitale regulacyjnym jest próbą pogodzenia ze sobą zdolności do absorpcji strat nieoczekiwanych banku z efektywnością ekonomiczną, odwołującą się do teorii MM.

W skrajnym przypadku, doskonałym zabezpieczeniem wypłacalności banku, byłoby oparcie jego działalności w 100% na kapitale udziałowym. W warunkach rynku doskonałego podejście takie miałoby charakter bezkosztowy. W świetle podjętych wcześniej zagadnień jest jednak sprawą jasną, że w konsekwencji uwarunkowań rynkowych i regulacyjnych istnieje pewna optymalna relacja pomiędzy składnikami kapitału regulacyjnego. Regulacje kapitałowe są zatem próbą zrównoważenia marginalnych korzyści społecznych związanych z bezpiecznym funkcjonowaniem banków i marginalnych kosztów społecznych, związanych z pogorszeniem jakości pośrednictwa finansowego w wyniku upadłości banku [Santomero, Watson, 1977, s. 1267]. W praktyce realizacja takich założeń jest niemożliwa. Wynika to głównie z braku możliwości określenia

kosztów społecznych upadłości poszczególnych banków, a tym samym możliwości określenia „na miarę” ich struktury kapitałowej. W efekcie regulacje mają charakter zunifikowany zarówno w odniesieniu do różnych banków, jak i do różnych okresów czasu. Jednym z przedmiotów tej unifikacji jest określenie instrumentów finansowych, które mogą tworzyć kapitał regulacyjny. Muszą one wypełniać określone funkcje:

1. Zobowiązania wchodzące w skład kapitału regulacyjnego banku muszą być podporządkowane w stosunku do zobowiązań wobec deponentów (w przypadku upadłości banku podlegają spłacie po zaspokojeniu roszczeń deponentów).
2. Instrumenty finansowe muszą reprezentować „cierpliwe” zobowiązania, które nie mogą być odwołane bez zapewnienia refinansowania zapewniając stabilne źródło funduszy w okresach szoków finansowych i symptomów zjawiska runu na bank.
3. Instrumenty tworzące kapitał regulacyjny banku powinny ograniczać zjawisko moralnego hazardu zarówno w odniesieniu do akcjonariuszy, jak i zarządzających bankiem, zniechęcając ich do nadmiernego wzrostu ryzykownej działalności banku czy stosowania zbyt wysokiej dźwigni finansowej.

### ***Kapitał akcyjny***

Kapitał akcyjny usytuowany jest na najniższym poziomie w strukturze starszeństwa zobowiązań banku (podporządkowany w stosunku do wszystkich innych zobowiązań), stanowiąc doskonałe zabezpieczenie przed stratami deponentów. Akcja jako instrument bezterminowy, zapobiega możliwości wycofania zobowiązania w okresie kryzysu. Dodatkowo, regulatorzy dyscyplinując banki przed zbyt hojną polityką dywidend, wykorzystują niepodzielony zysk jako dodatkowe źródło funduszy własnych banku. Nie tak oczywista jest jednak zdolność kapitału akcyjnego do ochrony przed podejmowaniem nadmiernej ekspozycji na ryzyko. W tym przypadku bowiem do głosu dochodzą sygnalizowane wcześniej niedoskonałości mechanizmu rynkowego zniekształcające teorię MM. W ich efekcie zależność pomiędzy wielkością kapitału akcyjnego a ryzykiem bankructwa nie jest jednoznaczna.

### ***Dług podporządkowany***

Jedną z najczęściej zaliczanych do kapitału regulacyjnego banku form długu jest dług podporządkowany. W przypadku upadłości podlega on spłacie po wszystkich innych zobowiązaniach, ale przed kapitałem udziałowców. Dług podporządkowany jest zarazem kapitałem „cierpliwym”, który nie może być



wycofany w trakcie szoku finansowego. Zgodnie z art. 62 Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych [2003] pożyczki podporządkowane zaliczane są do kapitału regulacyjnego kategorii Tier II, pod warunkiem spełnienia przezeń warunków określonych w art. 63. Do najważniejszych należą:

- pożyczki podporządkowane nie są przyznawane przez podmioty zależne ani przez przedsiębiorstwo, w którym bank posiada udział kapitałowy w postaci co najmniej 20% praw głosu;
- przyznanie pożyczek podporządkowanych nie jest finansowane bezpośrednio ani pośrednio przez bank;
- należności z tytułu kwoty głównej pożyczek podporządkowanych są w pełni podporządkowane należnościom wszystkich wierzycieli niepodporządkowanych;
- pożyczki podporządkowane nie są zabezpieczone ani objęte gwarancją, która zwiększa stopień uprzywilejowania należności, w szczególności przez bank lub jej jednostki zależne lub jednostkę dominującą;
- pożyczki podporządkowane mają pierwotny termin zapadalności wynoszący co najmniej 5 lat;
- przepisy regulujące pożyczki podporządkowane nie zawierają żadnej zachęty do wykupu lub spłaty kwoty głównej pożyczek przed terminem ich zapadalności;
- jeżeli umowa pożyczki podporządkowanej obejmuje opcję kupna lub opcję spłaty przed terminem, wykonuje się je odpowiednio według wyłącznego uznania emitenta lub dłużnika.

Pomimo iż dług podporządkowany zwiększa dźwignię finansową banku, a tym samym wynikające z niej ryzyko dla banku, z drugiej strony jednak może odstraszać przed podejmowaniem nadmiernego ryzyka inwestycyjnego. Podporządkowani deponenci mają silną motywację do monitorowania ryzyka podejmowanego przez zarząd i podejmowania wszelkich działań dyscyplinujących (pod warunkiem, że nie mają poczucia ochrony przez sieć bezpieczeństwa). Z jednej strony bowiem pożyczki podporządkowane wystawione są na pierwszą linię obrony w sytuacji strat przewyższających kapitał akcyjny banku, z drugiej zaś potencjalne korzyści są sztywno ograniczone przez kontrakt kredytowy. Obecność długu podporządkowanego w strukturze finansowania banku może być bardziej dyscyplinująca aniżeli niedoskonały system regulacji i nadzoru. Zobowiązania podporządkowane wyceniane na rynku wtórnym dają bowiem klarowny obraz oceny kondycji finansowej banku. Zdaniem niektórych autorów [Evanoff, 1991] zalecane jest, aby bank utrzymywał pewien stały poziom rotacji długu podporządkowanego, umożliwiając bieżącą rynkową weryfikację swego standingu finansowego.

### ***Depozyty niezabezpieczone***

Potencjalnie składnikiem kapitału regulacyjnego banku mogłyby stać się niezabezpieczone zobowiązania depozytowe banku. Dług niezabezpieczony ma istotną z punktu widzenia wspomnianych wcześniej kryteriów cechę podporządkowania długowi z tytułu zobowiązań zabezpieczonych. Uwzględniając fakt, że większość zobowiązań dłużnych banku ma formę depozytów bankowych, cełowym jest w tym przypadku wskazanie na zabezpieczenia o charakterze publicznym w ramach systemu gwarantowania depozytów<sup>1</sup>. Zgodnie z art. 1 Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady [2009] w sprawie systemów gwarancji depozytów, na terenie UE gwarancjami systemowymi objęte są środki na rachunkach bankowych do równowartości w złotych 100 000 euro. Kwoty przekraczające ten limit tworzą pulę długu niezabezpieczonego. Pomimo podporządkowanego charakteru nie spełniają one jednak podstawowego warunku, który mógłby kwalifikować je do kapitału regulacyjnego banku, tj. nie stanowią zasoby „cierpliwego”. Oznacza to, że w warunkach stresu finansowego zasoby te, na równi z długiem zabezpieczonym, podlegają zjawisku gwałtownej ucieczki zwiększając zagrożenie systemowe.

### ***Obligacje zamienne***

Obligacje zamienne są instrumentem finansowym łączącym status wierzyciela i akcjonariusza banku. Inwestor nabywający obligację zamienną staje się jednocześnie posiadaczem tradycyjnej obligacji, przynoszącej dochód w postaci odsetek, oraz opcji kupna akcji banku według określonych warunków. W wyniku realizacji opcji w okresie trwania obligacji dochodzi do systematycznych zmian w wielkości kapitału własnego. Emisja obligacji zamiennych opisywana jest przez szereg parametrów, takich jak: okres konwersji (termin, w jakim można dokonywać zamiany), współczynnik zamiany (określający ilości akcji na jaką można wymienić obligację), cena konwersji (cena, jaką właściciel obligacji zapłaci za jedną akcję). Dług banku, zaciągnięty w formie obligacji zamiennych, pomimo pokrewieństwa z kapitałem udziałowym, jest bardzo trudny do uwzględnienia w formule kapitału regulacyjnego. Towarzysząca mu najczęściej zmienność parametrów (w szczególności współczynnika konwersji), jak również swoboda inwestora w realizacji opcji zamiany, utrudniają jednoznaczne określenie wartości, która mogłaby być uwzględniona w kapitale regulacyjnym. Wynikające stąd ograniczenia mają głównie charakter regulacyjny. W sensie ekonomicznym dług banku pozyskany za pomocą emisji obligacji zamiennych ma charak-

<sup>1</sup> Ideą kapitału regulacyjnego jest minimalizacja kosztów społecznych (a nie banku).

ter długu podporządkowanego wobec depozytów zabezpieczonych, oraz przy braku opcji wykupu obligacji ma również cechy kapitału „cierpliwego” (w przypadku konwersji i tak pozostaje w banku).

## **5. Warunkowo zamiennie obligacje banku**

Poszukiwanie doskonalszej formuły zapewnienia wypłacalności banku nabrało nowego wymiaru wraz z kolejną odsłoną regulacji bazylejskich. Doświadczenia związane z kryzysem „subprime” i jego konsekwencjami uświadomiły organom nadzorczym szereg ułomności dotychczasowych rozwiązań. Nowe podejście zwraca większą uwagę na jakość kapitału regulacyjnego, na priorytet płynności nad wypłacalnością, na ochronę instytucji o dużym znaczeniu systemowym dla gospodarki czy wreszcie – wracając do koncepcji sprzed lat – na konieczność kontrolowania prostej relacji kapitału własnego do aktywów ogółem. Tym niemniej, kluczowe znaczenie zdaniem organów nadzorczych ma nadal zwiększenie kapitału regulacyjnego (w szczególności dodatkowe bufory kapitałowe). Na tym tle rozgorzała dyskusja nad kosztami społecznymi takich rekomendacji. O ile dotychczas eksponowano je w kontekście upadłości banku o niewystarczających zasobach kapitałowych, o tyle obecnie w większym zakresie dyskutuje się nad zjawiskiem „credit crunch” będącym niepożądanym efektem dodatkowego zaostrzenia wymogów kapitałowych. Dyskusja na temat możliwości włączenia długu do kapitału regulacyjnego banku jest efektem poszukiwań optymalnego rozwiązania godzącego powyższe sprzeczności. Ciekawym głosem w tej dyskusji jest propozycja C.W. Calomirisa [2012], postulująca koncepcję warunkowo zamiennych zobowiązań CoCos (Contingent Convertibles).

Koncepcja CoCos opiera się na emisji długu niezabezpieczonego, który po zajściu z góry zdefiniowanego warunku (a nie w wyniku dobrowolnej realizacji opcji) podlega automatycznej i bezwarunkowej konwersji w kapitał akcyjny. Dla banku oznacza to połączenie względnie taniej emisji charakterystycznej dla instrumentów dłużnych z realizacją funkcji buforujących przed stratami, na równi z klasycznym kapitałem akcyjnym. Zdaniem Calomirisa [2012], podstawowa zaleta rozwiązania nie ogranicza się do tworzenia stabilnego bufora kapitałowego przy mniejszym koszcie oraz ograniczeniu efektu „credit crunch”. Główna korzyść związana z emisją CoCos wiąże się z działaniem motywacyjnym. Dotychczasowi akcjonariusze mają świadomość nieuchronności nowej emisji akcji, gdy zostanie spełniony zdefiniowany warunek. W takiej sytuacji nastąpi automatyczne rozwodnienie kapitału akcyjnego, a tym samym utrata wartości ich pakie-

tów. Zagrożenie to stymuluje postawy zapobiegające nadmiernej ekspozycji na ryzyko, jak również zachęcające do utrzymywania wyposażenia kapitałowego na bezpiecznym (w świetle wskaźnika CoCos) poziomie. Warto odnotowania jest fakt, iż w przypadku CoCos stymulacyjne oddziaływania kierowane są bezpośrednio do akcjonariuszy i zarządu. Jest to znacznie bardziej korzystne aniżeli w przypadku innych form długu, gdy stroną inicjującą decyzje naprawcze są wierzyciele [Bielecki, Wilkinson, 1996]. Zdaniem autora koncepcji, aby efekt stymulacyjny był znaczący, udział CoCos w kapitale regulacyjnym banku powinien być duży (min. 20%), wskaźnik wyzwalaający konwersję na akcje winien być oparty na kategoriach rynkowych (nie rachunkowych), natomiast współczynnik konwersji obligacji na akcje winien być na tyle duży, by powodować potencjalnie dotkliwe dla dotychczasowych udziałowców rozwodnienie kapitału akcyjnego. Należy oczekiwać, że obligacje warunkowo zamienne miałyby tak silne oddziaływanie prewencyjne, że w praktyce nigdy nie podlegałyby konwersji. Tym samym mogłyby być traktowane jak tradycyjne instrumenty dłużne o stałym dochodzie. Wiązałoby się to dla banku z korzyścią stałego (niepodlegającego nadmiernym fluktuacjom rynkowym) kosztu finansowego, jak również możliwością wykorzystania efektu podatkowego.

## Podsumowanie

Nadmierna od lat koncentracja regulacji bankowych na kształtowaniu kapitału regulacyjnego banku doprowadziła do szeregu sprzecznych i nieefektywnych oddziaływań. Z jednej strony wysoce nieskuteczne okazują się próby sformalizowanego wyznaczenia wymogu kapitałowego banku, tj. precyzyjnego określenia maksymalnej straty nieoczekiwanej banku (przy zadanym poziomie ufności). Pomijając nieadekwatnie wysokie koszty takich analiz oraz ograniczoną wiarygodność, nadmierna formalizacja ich pomiaru prowokuje powszechnie zjawiska arbitrażu regulacyjnego, który dodatkowo zwiększa faktyczną ekspozycję banku na ryzyko. Wzrost świadomości tego stanu skłania regulatorów do tworzenia buforów kapitałowych w kapitale regulacyjnym, co prowokuje dyskusje na temat nadmiernych obciążeń kapitałowych banków zmuszanych do ograniczenia akcji kredytowej i w efekcie spowolnienia gospodarki. Propozycja aktywniejszego włączenia długu do kapitału regulacyjnego banku ma na celu choćby częściowe złagodzenie powyższych niedogodności. Punktem wyjścia do rozważań nad relacją pomiędzy długiem a kapitałem akcyjnym jest modelowe podejście Modiglianiego–Millera. Efektywność ekonomiczna finansowania ban-

ku schodzi jednak na plan dalszy w świetle paradygmatu silnej regulacji kapitałowej. Analiza różnych kategorii długu w kontekście funkcji kapitału regulacyjnego banku prowadzi do pewnych ogólnych wniosków. Dług zabezpieczony (głównie w systemie gwarantowania depozytów) nie podlega w ogóle przedmiotowym rozważaniom. Z punktu widzenia kosztów społecznych to właśnie on jest przedmiotem ochrony, zatem nie może być jej instrumentem. Dług podporządkowany ma cechy długu stabilnego i względnie taniego (operacyjnie), a jednocześnie może w pewnym stopniu pełnić funkcję dyscyplinującą. Pomimo podporządkowania w stosunku do długu zabezpieczonego funkcji takich nie posiada dług niezabezpieczony, niepodlegający ochronie gwarancyjnej. Na równi bowiem z innymi depozytami, w sytuacji kryzysowych i nasilającego się runu na bank może być źródłem niestabilności systemowych. Pomostem pomiędzy kapitałem dłużnym a akcyjnym banku są obligacje zamienne. Tradycyjnie wyposażają nabywcę w opcję (a nie obowiązek) zamiany, ograniczając możliwość uwzględnienia ich w formule kapitału regulacyjnego. Inaczej wygląda sytuacja w przypadku obligacji zamiennych warunkowo. W koncepcji CoCos występuje efekt synergii pozytywnych cech długu i akcji. Szczególnego znaczenia nabiera tu silne oddziaływanie dyscyplinujące zarząd banku, wynikające z automatycznej konwersji na skutek zaistnienia zdarzenia określonego na zasadach rynkowych. Rozwiązanie to, jak się wydaje, powinno być uwzględnione w kolejnej – co nieuniknione – modyfikacji regulacji kapitałowych.

## Literatura

- Berger A.N., Herring R.J., Szego G.P. (1995), *The Role of Capital in Financial Institutions*, "Journal of Banking & Finance", Vol. 19, No. 3-4.
- Bernanke B.S., Blinder A. (1992), *The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission*, "American Economic Review", September, Vol. 82.
- Bielecki J.K., Wilkinson R. (1996), *Właściciel na różne sposoby*, „Gazeta Bankowa”, 12 maja.
- Brigham E.F., Gapenski L.C. (2000), *Zarządzanie finansami*, Tom 1, PWE, Warszawa.
- Calomiris C.W. (2012), *How to Regulate Bank Capital*, „National Affairs” Winter.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/14/WE z dnia 11 marca 2009 r. zmieniająca dyrektywę 94/19/WE w sprawie systemów gwarancji depozytów w odniesieniu do poziomu gwarancji oraz terminu wypłaty, Dz.Urz UEL. 2009.68.3.
- Evanoff D. (1991), *Subordinated Debt: The Overlooked Solution for Banking*, Fed Letter, No. 45, Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago.
- Marcinkowska M. (2010), *Kręte ścieżki Bazylei... czyli standardy kapitałowe banków: wczoraj, dziś i jutro* [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy – nowe*

- perspektywy*, Annales Sectio H, vol. XLIV, z. 2, Wydawnictwo Uniwersytetu M. Curie-Skłodowskiej, Lublin.
- Pyka I. (2008), *Kapitał finansowy w procesie świadczenia usług bankowych* [w:] I. Pyka (red.), *Kapitał finansowy banków*, PWE, Warszawa.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012, Dz.U. L 176 z 27.6.2013.
- Santomero A., Watson R. (1977), *Determining an Optimal Capital Standard for the Banking Industry*, "Journal of Finance", September, Vol. 32.
- Sierpińska M., Jachna T. (2005), *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Zieliński T. (2013), *Współczesny bank wobec paradygmatu zaufania publicznego*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia”, vol. 47, z. 3.
- Zieliński T. (2014), *Niejednoznaczność wpływu regulacji bazylejskich na bank jako instytucję zaufania publicznego*, „Studia Ekonomiczne”, nr 171.

#### **DEBT AS AN ALTERNATIVE TO EQUITY CAPITAL – STRUCTURE OF BANK’S REGULATORY CAPITAL**

**Summary:** Searching for a new framework of bank capital regulations, commonly referred to as Basel III, despite a number of significant differences in relation to the former regulation aims to further increase in contribution of equity capital in the bank’s capital. It raises concerns about the phenomenon of “credit crunch”, resulting in an economic slowdown. A partial solution to the problem could be an attempt to incorporate the debt to the bank’s regulatory capital. The aim of the study is to identify the basic premises of the bank’s capital structure and in particular the impact of market and regulatory factors on the relation of equity to debt capital in the bank’s regulatory capital.

**Keywords:** bank, regulatory capital, debt, equity capital, bonds.