

Uniwersytet Warszawski
Wydział Prawa i Administracji
Katedra Prawa Europejskiego

Mgr Michał Dorociak

AUTOREFERAT
ROZPRAWY DOKTORSKIEJ

**Wpływ ram prawnych restrukturyzacji i
uporządkowanej likwidacji w Unii
Europejskiej na dyscyplinę rynkową w
sektorze bankowym**

Promotor:

prof. dr. hab. Robert Grzeszczak

Recenzenci:

prof. dr hab. Magdalena Fedorowicz (UAM)

prof. dr hab. Artur Nowak-Far (SGH)

Warszawa, czerwiec 2021 r.

1. TEMAT ROZPRAWY I UZASADNIENIE JEGO WYBORU

Podstawowym problemem badawczym postawionym w rozprawie doktorskiej jest wpływ ram prawnych restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w UE na dyscyplinę rynkową w sektorze bankowym. Przepisy te są nowym rozwiązaniem w unijnym porządku prawnym wprowadzonym dopiero w 2014 r. Stanowią one część większego pakietu regulacji bankowych, które zostały przyjęte w związku z globalnym kryzysem finansowym, zapoczątkowanym kryzysem na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych w 2007 r., który rok później rozprzestrzenił się na cały świat, dotkliwie dotykając również państwa członkowskie Unii Europejskiej. Kryzys ten brutalnie obnażył słabości obowiązującego dotąd w kręgach rządowych i akademickich podejścia do regulacji rynku finansowego, zakładającego wysoką efektywność tego rynku, wobec której rola nadzoru miała być ograniczona, a ważniejsza od regulacji publicznoprawnej miała być tzw. regulacja „prywatna” opierająca się na dyscyplinujących działaniach rynkowych. Dopiero upadłości banków i konieczność podejmowania przez rządy państw członkowskich UE działań zaradczych, których koszt wyniósł setki miliardów euro, uświadomiły regulatorom ułomności dominujących wcześniej teorii. Przekonanie o efektywności rynku finansowego zostało zastąpione przez przekonanie o inherentnych dla niego „zawodnościach rynku” (ang. *market failures*), takich, jak koszty zewnętrzne oraz asymetria informacji. Nowe regulacje mikro-ostrożeńściowe objęły już nie tylko wymogi kapitałowe ale również zasady odnoszące się do płynności, wprowadzenie regulacji makro-ostrożeńściowych, zaostrzenie reguł *corporate governance*, zwiększenie nadzoru oraz wreszcie wprowadzenie specjalnych procedur na wypadek upadłości banków. Wszystkie te przepisy miały zaradzić właśnie tym ww. dwóm podstawowym zawodnościom rynku.

Za główny cel przepisów dotyczących restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji należy uznać zapewnianie stabilności finansowej w razie upadłości instytucji kredytowej przy jednoczesnym ograniczeniu kosztów tej upadłości. Funkcja ta jest realizowana poprzez specjalne procedury likwidacyjne pozwalające m.in. utrzymać ciągłość tzw. „funkcji krytycznych” świadczonych przez upadające banki bez konieczności ratowania ich przy użyciu środków publicznych. Choć znakomita większość przepisów składających się na ramy prawne restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji ma zastosowanie do instytucji kredytowych, które są „na progu upadłości lub zagrożone upadłością”, za bardzo istotne uznaje się również ich oddziaływanie *ex ante*. W literaturze podkreślana była ich zdolność do wpływania na zachowania inwestorów w papiery dłużne wszystkich banków, nie tylko tych które okazały się

niewypłacalne¹. Jak zwracano uwagę, bodźcem do zmian zachowania powinny być samo wprowadzenie procedur umożliwiających likwidację nawet największych, systemowo istotnych banków przy jednoczesnym zapewnieniu, że koszty ich upadłości nie zostaną przerzucone na publiczne budżety, lecz będą poniesione przez inwestorów – akcjonariuszy i wierzycieli. Zgodnie z tym przekonaniem, ramy prawne restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji miały doprowadzić do poprawy dyscypliny rynkowej w całym sektorze bankowym. Teza ta stała się punktem wyjścia dla prezentowanej rozprawy doktorskiej.

Związek pomiędzy ramami prawnymi restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji a dyscypliną rynkową podkreślany był wielokrotnie przez Komisję Europejską, która już w 2010 r., w komunikacie do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego, Komitetu Regionów oraz Europejskiego Banku Centralnego ws. unijnych ram zarządzania w sytuacji kryzysu w sektorze finansowym, stwierdziła, że „*potrzebny jest wiarygodny mechanizm służący ponownemu wprowadzeniu zasad dyscypliny rynkowej dotyczących groźby upadłości oraz ograniczeniu pokusy nadużycia, tj. wykorzystywania domyślnej ochrony przed bankructwem, z której korzystają obecnie podmioty z sektora bankowego*”². Podobne stanowisko wyrażali, dwa lata później, pracownicy Międzynarodowego Funduszu Walutowego, stwierdzając, że wiarygodne i efektywne ramy prawne restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji powinny doprowadzić do ograniczenia tzw. „pokusy nadużycia” i poprawy dyscypliny rynkowej³.

W świetle powyższego w rozprawie uznano, iż znalezienie odpowiedzi na pytanie, czym jest dyscyplina rynkowa, do zapewnienia której powinna zmierzać restrukturyzacja i uporządkowana likwidacja, oraz w jaki sposób ta procedura, oraz instytucje utworzone na mocy dyrektywy 2014/59 („**BRRD**”) oraz rozporządzenia 806/2014 („**SRMR**”) mogą oddziaływać na dyscyplinę rynkową, ma fundamentalne znaczenie dla oceny tych przepisów i formułowania ewentualnych postulatów *de lege ferenda*. Konstatacja ta doprowadziła do

¹ Bank Światowy, *Global Financial Development Report 2019/2020: Bank Regulation and Supervision a Decade after the Global Financial Crisis*, Waszyngton, DC 2019, s. 66-67; Martino E., *The Bail-in Beyond Unpredictability: Creditors' Incentives and Market Discipline*, „*European Business Organization Law Review*”, nr 2(21)/2020, s. 790.

² Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego, Komitetu Regionów oraz Europejskiego Banku Centralnego - Unijne ramy zarządzania w sytuacji kryzysu w sektorze finansowym, Bruksela, dnia 20.10.2010 KOM(2010) 579 wersja ostateczna, s. 2.

³ J. Zhou i in., *From Bail-out to Bail-in: Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions*, IMF Staff Discussion Note SDN 12/03, 24 kwietnia 2012, s. 5.

sformułowania pytań badawczych i hipotezy badawczej, które szczegółowo zostaną omówione poniżej.

2. HIPOTEZA BADAWCZA I METODY BADAWCZE

Hipoteza badawcza, która została poddana weryfikacji w rozprawie, brzmi: „ramy prawne restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w UE tworzą warunki dla skuteczności dyscypliny rynkowej w sektorze bankowym”.

Sposób sformułowania tej hipotezy bezpośrednio wynika z przytaczanych wypowiedzi Komisji Europejskiej i Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Zamierzeniem przeprowadzonych badań było bowiem zweryfikowanie prawdziwości tego rodzaju twierdzeń na temat pozytywnego wpływu ram prawnych restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji na dyscyplinę rynkową w sektorze bankowym. Doprowadziło to więc do postawienia w rozprawie hipotezy badawczej o racjonalnie uproszczonym brzmieniu. Szczegóły dotyczące m.in. sposobu oddziaływania wyżej wskazanych przepisów na dyscyplinę rynkową, swobody uznania pozostawionej organom odpowiedzialnym za ich stosowanie oraz znaczenia podstawowych zasad prawa rynku finansowego dla nowych regulacji miały zostać zidentyfikowane dopiero w trakcie badań, co pozwoliło na uniknięcie ryzyka presuponowania wybranych tez. Jednocześnie samo potwierdzenie lub odrzucenie postawionej hipotezy wydawało się wystarczająco uzasadnionym celem badawczym, prowadzącym do sformułowania wniosków istotnych dla dyskusji na temat skuteczności działań regulacyjnych podjętych w odpowiedzi na ostatni kryzys finansowy.

Weryfikacja powyższej hipotezy wymagała przede wszystkim uprzedniego dokładnego zdefiniowania pojęcia „dyscypliny rynkowej”, które nie posiada definicji legalnej ani nawet nie jest pojęciem prawniczym, lecz zostało wypracowane w ramach nauk ekonomicznych. Po analizie różnych propozycji pojawiających się w literaturze, podjęto decyzję, aby w rozprawie posługiwać się definicją przedstawioną przez R. Blissa i M. Flannery’ego. W ujęciu wskazanych autorów dyscyplina rynkowa jest pojęciem opisującym proces złożony z dwóch etapów: monitorowania przez „inwestorów” (rozumianych szeroko, jako zarówno akcjonariusze, jak i wierzyciele) działalności i ryzyka podejmowanego przez daną spółkę oraz oddziaływania na nią przez wskazane podmioty w oparciu o ustalenia dokonane w pierwszej fazie. Można więc stwierdzić, że dyscyplina rynkowa ma miejsce np. w sytuacji, w której inwestorzy w bankowe papiery wartościowe, po zaobserwowaniu, że dany bank zwiększył

ryzyko podejmowanej działalności - choćby poprzez udzielanie dużej liczby kredytów bez odpowiedniego zabezpieczenia - (faza monitorowania), zwiększając koszty finansowania dla danego banku, podwyższając wymagane oprocentowanie emitowanych przez niego papierów dłużnych (faza oddziaływania).

Propozycja autorstwa R. Blissa i M. Flannery'ego została wybrana ze względu na to, że jest ona uznawana za najbardziej rozbudowaną i cieszącą się największym uznaniem definicją dyscypliny rynkowej⁴. Dodatkowo jest ona użyteczna dla analizy związku zachodzącego pomiędzy przepisami prawa a dyscypliną rynkową. Dyscyplina rynkowa opisuje zachowania podmiotów gospodarczych – są to monitorowanie i oddziaływanie. Podmioty te podejmują działania w oparciu o różne czynniki, mające charakter również pozaprawny. Odpowiednie ukształtowanie ram prawnych może jednak dostarczać inwestorom zachęt do podejmowania tych działań, a także ułatwiać monitorowanie oraz tworzyć instrumenty oddziaływania. To, czy dane przepisy prawa, w tym regulacje dot. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, rzeczywiście powodują ww. zachowania podmiotów gospodarczych mogło zostać zbadane tylko przy wykorzystaniu metod ekonometrycznych. Tego rodzaju badania dotyczące wpływu ram prawnych restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji na poprawę dyscypliny rynkowej opisywane były już w zagranicznej literaturze ekonomicznej. Niektórzy autorzy stwierdzali, że poprawy tej nie można wykazać lub że jest mniejsza niż można było się spodziewać⁵. Konstatacje te nie prowadziły jednak do kompleksowych prób zbadania tego, czy przyczynę stanowią ułomności ram prawnych czy też czynniki innej natury.

Celem niniejszej rozprawy doktorskiej, będącej pracą z zakresu nauk prawnych, uczyniono więc dokonanie szczegółowej analizy przyjętych przepisów prawa pod kątem tego, czy mogą one doprowadzić do poprawy dyscypliny rynkowej - czyli, jak zostało to ujęte w hipotezie, czy tworzą one „warunki dla skuteczności dyscypliny rynkowej” w sektorze bankowym. Jeśli odpowiedź na to pytanie byłaby twierdząca, brak poprawy dyscypliny rynkowej po przyjęciu w UE ram prawnych restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji musiałby być efektem zjawisk pozaprawnych, które powinny być przedmiotem dalszych badań z zakresu nauk

⁴ K. Jackowicz, *Dyscyplina rynkowa w bankowości*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2004, s. 16.

⁵ Zob. U. Lewrick, J.M. Serena, G. Turner, *Believing in bail-in? Market discipline and the pricing of bail-in bonds*, BIS Working Papers nr 831, grudzień 2019; S. Hahn, P. Momtaz, A. Wieandt, *Implementing a European Bail-In Regime: Do BRRD and SRM-R Effectively Eliminate Implicit Government Guarantees in the European Banking Sector?*, SSRN 2020.

ekonomicznych i społecznych. Jeśli natomiast odpowiedź byłaby przecząca, dążenia do poprawy dyscypliny rynkowej mogłyby skupić się na reformie prawnej.

W celu przeprowadzenia tak określonych badań prawnych konieczne było zidentyfikowanie wskazanych „warunków dla skuteczności dyscypliny rynkowej”. Podobnie jak w przypadku definicji samej dyscypliny rynkowej określone były one również w oparciu o wnioski płynące z nauk ekonomicznych. Skorzystanie z tych wniosków wymagało jednak uprzedniego przyjęcia założenia, zgodnie którym ludzie są racjonalnymi jednostkami, reagującymi na bodźce (ang. *incentives*)⁶. Racjonalność jednostek rozumiana jest w rozprawie w zgodzie z jej rozumieniem na gruncie teorii racjonalnego wyboru – za racjonalne zachowanie uważane jest więc takie, które prowadzi do maksymalizacji indywidualnej użyteczności jednostki. Zgodnie z podejściem obecnym na gruncie „ekonomicznej analizy prawa” przyjęto, że skutecznym bodźcem dla ludzkich zachowań mogą być instytucje prawne⁷, takie jak restrukturyzacja i uporządkowana likwidacja.

Opierając się więc na powyższym założeniu, w rozprawie przyjmuje się, że inwestorzy analizują istniejące ramy prawne, wynikające z nich ograniczenia co do możliwości przyznania pomocy państwa dla upadającej instytucji kredytowej oraz zasady umarzania lub konwersji funduszy własnych i zobowiązań, i na podstawie tych analiz dostosowują swoje działania składające się na dyscyplinę rynkową. Co istotne, równie ważnym bodźcem dla inwestorów będą konkretne przypadki stosowania analizowanych przepisów, uprawdopodobniające ich zastosowanie w przyszłości również wobec innych banków oraz, z drugiej strony, te wszystkie rozwiązania instytucjonalno-prawne, które przeciwnie, zwiększają szansę na odstąpienie od ich stosowania.

W świetle powyższego, za pierwszą metodę stosowaną w rozprawie można uznać ekonomiczną analizę prawa, która w swojej „deskryptywnej odmianie” opiera się właśnie na badaniu wpływu poszczególnych rozwiązań prawnych na zachowania podmiotów gospodarczych⁸. Niemniej, należy zwrócić uwagę, że analiza prowadzona w rozprawie zasadniczo polegała na próbie znalezienia odpowiedzi na następujące pytania badawcze: czy ramy prawne restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji tworzą procedury, w których instytucja na progu upadłości może być skutecznie zrestrukturyzowana lub zlikwidowana bez

⁶ Zob. A. Sanchez-Graells, *Economic analysis of law, or economically informed legal research*, [w:] D. Watkins, M. Burton (red.), *Research methods in law*, wyd. Routledge, Oksford, Nowy Jork 2018, s. 174.

⁷ R. Posner, *Economic Analysis of Law*, wyd. Little, Brown and Company, Nowy Jork 1986, s. 4.

⁸ S. Shavell, *Foundations of economic analysis of law*, wyd. The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, MA I Londyn 2004, s. 1.

przyznawania pomocy państwa i na mocy których straty są ponoszone przez akcjonariuszy i wierzycieli? Czy jednocześnie przepisy prawa UE dot. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji dopuszczają zaistnienie sytuacji, w których upadłość banku objętego ich stosowaniem nie musi prowadzić do umorzenia jego akcji i wierzytelności i może uzasadniać udzielenie pomocy państwa?

Do znalezienia odpowiedzi na powyższe pytania najbardziej odpowiednie okazało się wykorzystanie metody formalno-dogmatycznej. Udzielenie przy jej użyciu właściwej odpowiedzi wymagało przeprowadzenia analizy źródeł prawa (obejmujących przede wszystkim BRRD, SRMR oraz akty wykonawcze i delegowane), wspartej analizą poglądów doktryny, prezentowanych w relewantnej literaturze przedmiotu (monografie, artykuły naukowe, *working papers*) oraz analizą praktyki stosowania tych przepisów prawa (przez unijne i krajowe organy sądowe i administracyjne).

W rozprawie korzystano również z metody prawnoporównawczej. Pozwoliła ona na zbadanie podobieństw i różnic pomiędzy regulacjami finansowymi przyjmowanymi w UE oraz analogicznymi przepisami w Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii (w zakresie w jakim brytyjskie rozwiązania nie są tożsame z tymi przyjmowanymi na poziomie unijnym) oraz standardami opracowywanymi na szczeblu międzynarodowym⁹. Metoda ta stosowana była jednak jedynie pomocniczo, aby wskazać, jak podobne problemy rozwiązywane były na gruncie innych systemów prawnych i które z tych rozwiązań można by zastosować w prawie UE.

3. STRUKTURA ROZPRAWY

Z uwagi na obszerny zakres materiału badawczego rozprawa została podzielona na cztery rozdziały. Poprzedzone zostały wstępem, w którym przedstawiono hipotezę pracy, pytania badawcze, użyte metody oraz dotychczasową literaturę przedmiotu. Wnioski z przeprowadzonych badań podsumowane zostały w zakończeniu.

Rozdział pierwszy ma na celu przedstawienie ekonomicznego i historycznego kontekstu przyjęcia przepisów regulujących restrukturyzację i uporządkowaną likwidację. W pierwszej części tego rozdziału omówiono podstawowe pojęcia („regulacja”, „bank”) oraz przesłanki regulacji działalności bankowej. W drugiej części tego rozdziału przedstawiona została

⁹ W ograniczonym zakresie rozprawa odsyła również do rozwiązań obecnych na gruncie prawa polskiego.

ewolucja przepisów regulujących działalność bankową w prawie Unii Europejskiej. Jak zostało tam ukazane – przyjęcie na poziomie unijnym przepisów dotyczących restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oraz utworzenie scentralizowanego mechanizmu ich stosowania stanowiło logiczną konsekwencję budowy jednolitego rynku finansowego w Unii Europejskiej już od lat 70-tych XX w. Na koniec rozdziału wykazano, że wzmocnienie dyscypliny rynkowej od samego początku prac nad tymi przepisami było wskazywane jako jedno z ich podstawowych zadań.

Biorąc pod uwagę wyżej wskazany cel przepisów dot. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w postaci zwiększenia dyscypliny rynkowej - rozdział drugi poświęcony został omówieniu tego pojęcia o ekonomicznej proveniencji i analizie związku pomiędzy przepisami prawa a dyscypliną rynkową. Przeprowadzona w tym rozdziale analiza oddziaływania szerokiego zakresu regulacji prawnych i działań podejmowanych przez instytucje publiczne na dyscyplinę rynkową pozwoliła na bardziej precyzyjne zrozumienie związku tego zjawiska z ramami prawnymi restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji.

Centralną dla niniejszej rozprawy analizę wpływu przepisów dotyczących restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji na dyscyplinę rynkową zawiera rozdział trzeci. Rozważania te doprowadziły do stwierdzenia, że podstawowe przepisy, regulujące restrukturyzację i uporządkowaną likwidację, tworzą w spójny i całościowy sposób gwarancję wiarygodności zobowiązania organów publicznych do nieratowania instytucji kredytowych ze środków publicznych oraz konieczności udziału akcjonariuszy i wierzycieli w podziale strat poniesionych przez instytucję kredytową objętą badaną procedurą.

Ostateczna weryfikacja głównej hipotezy badawczej, sformułowanej w rozprawie, wymagała jednak przeprowadzenia dalszej, szczegółowej analizy wyjątków i wyłączeń pojawiających się na gruncie BRRD i SRMR oraz ich relacji z innymi przepisami prawa. Analiza taka została przeprowadzona w rozdziale czwartym. Inspirowana podejściem dialektycznym, argumentacja tam zawarta miała na celu zweryfikowanie antytezy głoszącej, że ramy prawne restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji nie są w pełni skuteczne w tworzeniu warunków dla dyscypliny rynkowej ze względu na szereg luk w samych przepisach regulujących restrukturyzację i uporządkowaną likwidację oraz wyłączeń zawartych w innych przepisach, np. odnoszących się do pomocy państwa. Regulacje te podważają efekty przepisów omawianych w rozdziale trzecim. Co więcej, jak zostało ukazane w tym rozdziale, problem z perspektywy dyscypliny rynkowej tworzą nie tylko te przepisy, które bezpośrednio pozwalają zastosować pomoc publiczną lub wyłączyć część zobowiązań spod instrumentu *bail-in*, ale również te regulacje,

które zwiększają prawdopodobieństwo zastosowania takich rozwiązań przez odpowiednie organy.

Całość wywodu doprowadziła do wniosków zaprezentowanych w zakończeniu rozprawy. Szerokie przedstawienie założeń i kluczowych pojęć, a także omówienie poszczególnych aktów prawnych, pozwoliło na udzielenie odpowiedzi na pytania badawcze oraz weryfikację postawionej w pracy hipotezy. To zaś stanowiło punkt wyjścia do refleksji nad potencjalnymi zmianami prawnymi oraz do dalszego rozwoju badań w tym zakresie.

4. USTALENIA BADAWCZE

Postawiona na wstępie rozprawy hipoteza, zgodnie z którą ramy prawne restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w UE tworzą warunki dla skuteczności dyscypliny rynkowej w sektorze bankowym, została zweryfikowana pozytywnie tylko częściowo. Wynika to przede wszystkim z trzech czynników.

Po pierwsze, jak było wspomniane powyżej, analiza przeprowadzona w rozdziale drugim wykazała, że skuteczność dyscypliny rynkowej zależy od spełnienia szeregu warunków, na które wpływ mają nie tylko ramy prawne restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, ale również inne obszary architektury regulacyjnej działalności bankowej oraz działania instytucji publicznych. Głównym skutkiem BRRD i SRMR, z perspektywy dyscypliny rynkowej, jest (z uwzględnieniem poczynionych poniżej dalszych zastrzeżeń) eliminowanie oczekiwań co do *bail-outu* poprzez przyjęcie szeregu rozwiązań prawnych szczegółowo opisanych w rozdziale trzecim. W konsekwencji, pierwsza korekta twierdzenia zawartego wyjściowej hipotezie prowadzi do jego następującego przeformułowania: „ramy prawne restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w UE tworzą warunki dla skuteczności dyscypliny rynkowej w sektorze bankowym poprzez wyeliminowanie oczekiwań inwestorów co do *bail-outu*.”

Po drugie, w toku przeprowadzonych badań ustalono, że restrukturyzacja i uporządkowana likwidacja nie musi być zastosowana wobec instytucji kredytowej objętej stosowaniem BRRD i SRMR, nawet jeśli obiektywne okoliczności uzasadniałyby uruchomienie tej procedury. Może tak być w dwóch okolicznościach, tj.: jeśli organ ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji stwierdzi, że brak jest interesu publicznego dla wszczęcia takiego postępowania (w takiej sytuacji bank zostaje zlikwidowany w zgodzie z krajowymi przepisami upadłościowymi) lub jeśli możliwe będzie udzielenie tej instytucji rekaptalizacji zapobiegawczej. We

wskazanych sytuacjach na gruncie BRRD i SRMR organ ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji nie jest zobowiązany do skorzystania z uprawnienia do umorzenia lub konwersji instrumentów kapitałowych ani do zastosowania wobec upadającego banku żadnego innego środka, na mocy którego straty zostaną poniesione przez jego akcjonariuszy i wierzycieli. Nie oznacza to jednak całkowitego zwolnienia wszystkich tych podmiotów z udziału w „podziale obciążenia”. W takich okolicznościach nie wynika on jednak z BRRD ani SRMR, lecz jest niejako konsekwencją komunikatu bankowego KE z 2013 r. Zgodnie z pkt 44 tego komunikatu „pomoc państwa można przyznać [instytucji kredytowej] dopiero po tym, gdy kapitał własny, kapitał hybrydowy i dług podporządkowany wniosą pełny wkład w pokrycie strat”. Choć komunikat ten, jako akt *soft law*, formalnie nie może stanowić źródła obowiązku dla jednostek, jest on wiążący dla samej Komisji, która go wydała. Każdorazowo konieczność udziału w podziale obciążenia ww. posiadaczy instrumentów kapitałowych i dłużnych wynika więc z decyzji Komisji ws. zatwierdzenia pomocy publicznej, zgodnie z art. 107 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej. Należy zwrócić uwagę na dwojakie konsekwencje takiego stanu prawnego.

Z jednej strony, na gruncie obecnie obowiązujących przepisów w sytuacji, w której wszczęcie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji oznaczałoby konieczność umorzenia lub konwersji długu uprzywilejowanego, organ ds. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji ma możliwość wyłączenia posiadaczy tego rodzaju wierzytelności spod stosowania instrumentu *bail-in*. Skorzystanie z jednej z powyższych opcji oznacza bowiem udział w podziale obciążenia wyłącznie posiadaczy kapitału własnego, kapitału hybrydowego i długu podporządkowanego upadającej instytucji kredytowej. Z takiej możliwości skorzystano w przypadku tzw. „banków weneckich” (likwidacja w zgodzie z krajowymi przepisami upadłościowymi) oraz banku Monte dei Paschi di Siena (rekapitalizacja zapobiegawcza).

Z drugiej strony, w świetle powyższych rozważań jasnym staje się, że warunki dla skuteczności dyscypliny rynkowej w sektorze bankowym w UE poprzez wyeliminowanie oczekiwań akcjonariuszy oraz posiadaczy kapitału hybrydowego i długu podporządkowanego banku dot. *bail-out*’u powstały nie w 2014 r. na skutek przyjęcia ram prawnych restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, lecz rok wcześniej za sprawą komunikatu bankowego z 2013 r. To właśnie bowiem ten akt *soft law* (przy uwzględnieniu poczynionego powyżej zastrzeżenia) ostatecznie decyduje o tym, że wskazane podmioty będą musiały uczestniczyć w podziale obciążenia przed możliwością przyznania pomocy państwa instytucji kredytowej. W efekcie druga modyfikacja sformułowania zawartego w hipotezie niniejszej rozprawy doktorskiej

proceeds to the conclusion that the conditions for the effectiveness of market discipline in the banking sector through the elimination of expectations of a *bail-out* created on the basis of EU law through the legal framework of restructuring and orderly liquidation in connection with the banking communication of the Commission of 2013.

Thirdly, as follows from the above summary and especially from the more extensive considerations in chapters three and four, the legal framework of restructuring and orderly liquidation has different effects for different categories of entities exercising rights vis-à-vis the credit institution. In consequence of the analysis of these provisions, it seems inappropriate to describe their impact on the broadly understood „market discipline”. Instead of this, in accordance with the proposal presented in chapter two, it would be rather to complete more thoroughly the analysis of market discipline from the perspective of the entity exercising them. From the perspective of the above considerations, the most appropriate seems to be the description of the impact of the legal framework of restructuring and orderly liquidation on: market discipline from the perspective of shareholders; market discipline from the perspective of holders of hybrid capital and subordinated debt; market discipline from the perspective of holders of privileged debt; market discipline from the perspective of depositors covered by the deposit guarantee system; market discipline from the perspective of holders of secured debt.

In view of the above, it should be stated that, partially positive verification of the hypothesis allows for the formulation of several subsequent conclusions.

First of all - the legal framework of restructuring and orderly liquidation in connection with the banking communication of 2013 creates simultaneously better conditions for the effectiveness of market discipline from the perspective of shareholders, holders of hybrid capital and creditors of subordinated debt. Not least, it should be noted that the introduction of BRRD and SRMR has created incentives for these entities to exercise market discipline. The possibility of limiting losses incurred by them through a *bail-out* has been eliminated already in 2013 through the above-mentioned banking communication. New incentives to exercise market discipline have been created instead by the legal framework of restructuring and orderly liquidation for creditors of privileged debt. Before the introduction of SRMR and BRRD they could rely on protection against any losses in the event of bank insolvency - in most cases falling credit institutions received state aid allowing them to pay all the debts of these entities. BRRD and SRMR introduced the principle that aid can only be granted after the insolvency of the entity, at least 8% of the value of own funds and other

zobowiązań, co najczęściej oznacza umorzenie przynajmniej części długu uprzywilejowanego. Wobec tego również wierzyciele uprzywilejowani stanęli wobec groźby strat w razie upadłości banku. Groźba ta została jednak znacząco osłabiona przez szereg wyłączeń i wyjątków opisanych w rozdziale czwartym. Tworzą one różne możliwości rezygnacji z umorzenia części zobowiązań, które pojawiają się zarówno na poziomie decyzji podejmowanych przez Jednolitą Radę ds. Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji („SRB”), jak i w trakcie późniejszego ich zatwierdzenia przez Radę Unii Europejskiej. Przekonanie inwestorów co do tego, że któraś z tych możliwości zostanie wykorzystana jest dodatkowo wzmocniane przez dotychczasową praktykę stosowania BRRD i SRMR, brak jawności planów restrukturyzacji i uporządkowanej restrukturyzacji oraz ograniczeń podmiotowych przy nabywaniu instrumentów emitowanych przez banki.

Warto zwrócić uwagę, że w szczególności ze względu na szeroki zakres uznania SRB i Rady UE, na gruncie ram prawnych restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, w UE powstaje duże ryzyko nierównego traktowania poszczególnych instytucji kredytowych i ich wierzycieli. Sposób traktowania tych podmiotów może bowiem zależeć od ich zdolności oddziaływania na procesy decyzyjne poszczególnych państw członkowskich, instytucji kredytowych i ich wierzycieli. Szeroki zakres swobody uznania organów regulacyjnych jest jednym z największych zagrożeń dla właściwego funkcjonowania regulacji finansowych¹⁰. Ograniczenie zakresu swobody uznania podmiotów decyzyjnych w unijnym procesie restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji było jedną z głównych rekomendacji przedstawionych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy w 2018 r.¹¹ Zmiana taka, jak najbardziej uzasadniona i pożądana zarówno z punktu widzenia ekspertów, skupionych na bardziej „technicznych” aspektach, jak i z perspektywy konieczności ochrony równego traktowania oraz uzasadnionych oczekiwań, wydaje się być jednak niemożliwa z perspektywy ekonomii politycznej. Tymczasem, według niektórych autorów to właśnie ta perspektywa wydaje się być kluczowa w analizie projektu unii bankowej oraz, w szczególności, jej drugiego filaru¹². Pełne zrozumienie powodów przyjęcia przepisów dotyczących restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w obecnym kształcie może być więc niemożliwe bez uwzględnienia interesów poszczególnych państw członkowskich w UE.

¹⁰ J. Armour et al., *Principles of financial regulation*, wyd. Oxford University Press, Oksford 2014, s. 553-576.

¹¹ Międzynarodowy Fundusz Walutowy, *Euro Area Policies: Financial Sector Assessment Program – Technical Note – Bank Resolution and Crisis Management*, Waszyngton DC 2018, s. 27-29.

¹² D. Howarth, L. Quaglia, *The Political Economy of European Banking Union*, wyd. Oxford University Press, Oksford 2016, s. 115-137.

Zgodnie z jedną z tez pojawiających się w literaturze, dążąc do utworzenia jednolitego rynku bankowego w UE, państwa członkowskie starają się przede wszystkim wspierać ekspansję instytucji kredytowych mających siedzibę na ich terytorium oraz ograniczać ryzyko konieczności wspierania ze środków publicznych instytucji kredytowych pochodzących z innych państw członkowskich¹³. To właśnie z tego powodu w UE nie udało się wciąż ukończyć tworzenia unii bankowej i zbudować trzeciego filaru w postaci Europejskiego Systemu Gwarancji Depozytów¹⁴. To również z tego powodu procedura przyjmowania decyzji ws. restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji w ramach Jednolitego Mechanizmu Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji pozostawia państwom członkowskim reprezentowanym w Radzie UE możliwość zablokowania decyzji niezależnej SRB, a sama restrukturyzacja i uporządkowana likwidacja wciąż może zostać ominięta w razie zastosowania rekapitalizacji zapobiegawczej lub likwidacji instytucji kredytowej w zgodzie z krajowymi procedurami.

Niemniej, ekonomia polityczna oraz interesy poszczególnych państw członkowskich UE nie stanowią jedyne wytłumaczenia, dlaczego ramy prawne restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji nie tworzą możliwie najlepszych warunków dla skuteczności dyscypliny rynkowej w UE. Równie kluczowe jest przypomnienie, że dyscyplina rynkowa nie jest jedynym, ani nawet najważniejszym celem restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji. Co więcej, w art. 32 ust. 2 BRRD/art. 14 ust. 2 SRMR nie pojawia się nawet jako odrębny cel restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji, a jedynie jako sposób podtrzymywania stabilności finansowej, która powinna być traktowana jako naczelną cel wszystkich regulacji finansowym. W rzeczywistości zapewnienie pełnej dyscypliny rynkowej musiałoby być sprzeczne z tym bardziej nadrzędnym celem utrzymania stabilności finansowej¹⁵.

Dyscyplina rynkowa w sektorze bankowym mogłaby bowiem w największym stopniu rozwinąć się w sytuacji braku jakiegokolwiek sieci bezpieczeństwa finansowego. Historia działalności bankowej sprzed wprowadzenia tej sieci w USA – zwłaszcza w trakcie wielkiego kryzysu, który wybuchł w 1929 r. – pokazuje jednak, że stworzenie lepszych warunków do wystąpienia dyscypliny rynkowej może wiązać się z kosztami, które z perspektywy społecznej

¹³ P. Culpepper, T. Tesche, *Death in Veneto? European Banking Union and the Structural Power of Large Banks*, Robert Schuman Centre for Advanced Studies Research Paper nr RSCAS 2019/04, s. 3-4; D. Howarth, L. Quaglia, *The Political Economy...*, s. 135-136/

¹⁴ A. Baglioni, *The European Banking Union. A Critical Assessment*, wyd. Palgrave Macmillan, Londyn 2016, s. 28.

¹⁵ B. Biljanovska, *Aligning Market Discipline and Financial Stability: A More Gradual Shift from Contingent Convertible to Bail-In Measures*, „European Business Organisation Law Review”, nr 17/2016, s. 111-112.

i gospodarczej nie są do zaakceptowania. Choć tzw. „pokusa nadużycia” i związana z nim prywatyzacja zysków, połączona z uspołecznieniem kosztów, jest z pewnością zjawiskiem negatywnym w gospodarce wolnorynkowej, to działania zmierzające do jego ograniczania muszą być podejmowane z uwzględnieniem innych celów regulacji finansowych.

Podstawowym ich celem musi być zagwarantowanie stabilności finansowej. W skrajnej sytuacji - jak kolejny kryzys systemowy – jego realizacja może wymagać nawet całkowitego odstąpienia od reguł restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji i ponownego ratowania instytucji kredytowych ze środków publicznych¹⁶. Perspektywa takich działań ze strony instytucji publicznych musi mieć negatywne konsekwencje dla dyscypliny rynkowej. Niemniej, ich całkowite wykluczenie nigdy nie będzie możliwe.

Jednakże, mimo iż zapewnienie „pełnej” dyscypliny rynkowej mogłoby być niemożliwe a przynajmniej niepożądane, analiza przeprowadzona w rozdziale czwartym pokazała, że obecne ramy restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji wciąż pozostawiają przestrzeń do dokonywania bardziej ukierunkowanych i punktowych zmian prawnych, pozwalających choć częściowo usprawniać warunki dla dyscypliny rynkowej. Potencjał ten tkwi przede wszystkim w regulacji podmiotów uprawnionych do nabywania podporządkowanych i uprzywilejowanych zobowiązań instytucji kredytowych. Ograniczenie udziału inwestorów indywidualnych i instytucji kredytowych w tej grupie z pewnością mogłoby ograniczyć negatywne konsekwencje społeczne oraz ryzyko wystąpienia efektu domina w razie ewentualnej upadłości instytucji kredytowych, a co za tym idzie ograniczyć motywacje państw członkowskich do ratowania takich instytucji. Wprowadzenie takich zmian musiałoby jednak zostać poprzedzone analizą innych ryzyk prawnych (takich, jak ingerencja w konstytucyjnie chronione wolności) oraz finansowych (wzrost kosztu kapitału dla instytucji kredytowych).

¹⁶ E. Avgouleas, Ch. Goodhart, *Bank Resolution a Decade after the Global Financial Crisis: A Systematic Reappraisal*, [w:] D.W. Arner, E. Avgouleas, D. Busch, S.L. Schwarcz, *Systemic Risk in the Financial Sector. Ten Years after the Great Crash*, wyd. Centre for International Governance Innovation, Waterloo, Kanada 2019; zob. też: R. Gropp, C. Gruendl, A. Guettler, *The impact of public guarantees on bank risk-taking: Evidence from a natural experiment*, „Review of Finance”, nr 2(18)/2013, s. 457-488.